



Inovasi Model Pengembangan Pendanaan Koperasi Melalui Penerbitan Sukuk

Analisis Komprehensif pada Koperasi Peternak X

Sugiyanto, Syahrudin Wandani, Yuanita Indriyani

Universitas Koperasi Indonesia,

giyant2000@ikopin.ac.id; wandanisyahrudin4@gmail.com

yuanita_indriyani@ikopin.ac.id

ABSTRAK

Koperasi di negara berkembang, termasuk Indonesia, menghadapi tantangan struktural dalam mengakses sumber pendanaan jangka panjang. Ketergantungan pada pendanaan internal dan resistensi kultural terhadap sistem bunga perbankan konvensional mempersulit upaya ekspansi usaha. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan mengembangkan model inovatif pendanaan koperasi melalui penerbitan Sukuk, dengan studi kasus komprehensif pada Koperasi Peternak X. Metode penelitian menggunakan pendekatan kualitatif dengan desain studi kasus intrinsik, yang datanya dikumpulkan melalui wawancara mendalam, observasi partisipatif, dan studi dokumen. Hasil penelitian mengungkapkan bahwa minat investasi anggota sangat dipengaruhi oleh faktor behaviorial (seperti kepercayaan pada pengurus) dan religius (kepatuhan syariah), di samping faktor ekonomi. Untuk mengatasi kesenjangan regulasi, dirancang konstruksi hukum hybrid dan skema kolektif yang memungkinkan koperasi memenuhi persyaratan pasar modal tanpa mengorbankan prinsip keanggotaan terbuka. Struktur Sukuk yang diusulkan adalah Sukuk Mudharabah dengan mekanisme bagi hasil (*revenue sharing*), dilengkapi dengan mekanisme perlindungan investor dan *sinking fund* terstruktur. Model ini merepresentasikan integrasi harmonis antara prinsip keuangan syariah, nilai-nilai koperasi, dan teori keuangan perilaku, sehingga menawarkan solusi pendanaan yang feasible, strategis, dan kontekstual bagi koperasi.

Kata Kunci: *Model Inovatif Pendanaan Koperasi, Sukuk, Keuangan Syariah, Keuangan Perilaku dan Mudharabah.*

ABSTRACT

Cooperatives in developing countries, including Indonesia, face structural challenges in accessing long-term funding sources. Dependence on internal funding and cultural resistance to the interest-based system of conventional banking complicate business expansion efforts. This study aims to analyze and develop an innovative funding model for cooperatives through the issuance of Sukuk, with a comprehensive case study on the Livestock Farmers Cooperative X. The research method uses a qualitative approach with an intrinsic case study design, where data was collected through in-depth interviews, participant observation, and document studies. The results reveal that members' investment interest is strongly influenced by behavioral factors (such as trust in the management) and religious factors (sharia compliance), in addition to economic factors. To address the regulatory gap, a hybrid legal construction and a collective scheme were designed, enabling the cooperative to meet capital market requirements without sacrificing the principle of open membership. The proposed Sukuk structure is a Mudharabah Sukuk with a revenue-sharing mechanism, equipped with an investor protection mechanism and a structured sinking fund. This model represents a harmonious integration of Islamic finance principles, cooperative values, and behavioral finance theory, thereby offering a feasible, strategic, and contextual funding solution for cooperatives.

Keywords: *Innovative Model of Cooperative Financing, Sukuk, Islamic Finance, Behavioral Finance, and Mudharabah*

PENDAHULUAN

Koperasi secara global diakui sebagai entitas ekonomi kolektif yang memainkan peran penting dalam pembangunan ekonomi inklusif, khususnya dalam pemberdayaan komunitas berpenghasilan menengah ke bawah. Namun, koperasi di negara berkembang secara konsisten menghadapi kendala struktural dalam mengakses sumber pendanaan jangka panjang yang terjangkau (Mazzarol et al., 2018). Tantangan ini tidak hanya bersifat finansial semata, tetapi juga institusional, dimana karakteristik kepemilikan bersama (*common ownership*) pada koperasi seringkali menciptakan hambatan dalam memenuhi persyaratan kolateral yang dimandatkan oleh lembaga keuangan formal.

Di Indonesia, masalah ini semakin kompleks dengan tingginya ketergantungan pada pendanaan internal. Studi oleh Rahman & Said (2018) mengonfirmasi bahwa keterbatasan akses permodalan menjadi kendala utama dalam pengembangan usaha koperasi, khususnya untuk investasi jangka panjang dan ekspansi usaha. Fenomena ini terlihat nyata pada Koperasi Peternak X, dimana kebutuhan ekspansi pabrik pengolahan susu senilai Rp16 miliar mustahil dipenuhi melalui mekanisme konvensional. Ketergantungan pada pendanaan internal melalui simpanan anggota terbukti tidak adequate untuk pembiayaan investasi skala besar, mengingat kemampuan finansial anggota yang heterogen dan terbatas.

Paradoksnya, sementara koperasi membutuhkan injeksi modal besar, mereka justru sering kali menghindari pembiayaan eksternal dari perbankan konvensional. Penelitian Battilani & Schröter (2012) dalam *The Cooperative Business Revolution* menunjukkan bahwa banyak koperasi memiliki resistensi kultural terhadap sistem bunga (*interest*) yang dianggap bertentangan dengan nilai-nilai kolektif dan prinsip keadilan. Hal ini sejalan dengan budaya organisasi Koperasi Peternak X yang kurang menerima terhadap praktik riba.

Meskipun kerangka regulasi di Indonesia sebenarnya telah memfasilitasi alternatif pendanaan bagi koperasi, terdapat kesenjangan (*gap*) yang lebar antara keberadaan regulasi dan implementasinya. Pasal 41 ayat 2 UU No. 25 Tahun 1992 tentang Perkoperasian secara eksplisit mengizinkan koperasi untuk melakukan penerbitan obligasi dan surat utang lainnya. Namun, data empiris mengungkapkan bahwa hanya 0.02% koperasi di Indonesia yang telah memanfaatkan instrumen surat utang sebagai alternatif pendanaan (Data Kementerian Koperasi dan UKM, 2019).

Gap antara potensi regulasi dan realitas implementasi ini mengindikasikan adanya hambatan yang lebih dalam. Menurut Münkner (2012), kesenjangan seringkali terletak pada kurangnya model implementasi yang praktis, ketidaksiapan sumber daya manusia, dan rendahnya literasi keuangan inovatif di kalangan anggota dan pengurus koperasi. Selain itu, penelitian terdahulu tentang pendanaan koperasi, seperti yang dilakukan oleh Novkovic (2008), masih terlalu berfokus pada skema pendanaan tradisional (simpanan anggota dan pinjaman bank) dan belum banyak mengeksplorasi potensi instrumen keuangan *hybrid* seperti surat utang syariah (*sukuk*). Oleh karena itu, penelitian ini hadir untuk mengisi gap tersebut dengan mengembangkan model implementasi yang komprehensif dan kontekstual, yang tidak hanya feasible secara teknis-finansial tetapi juga selaras dengan nilai-nilai sosio-kultural koperasi.

Koperasi pada hakikatnya merupakan organisasi hybrid yang beroperasi di persimpangan antara logika mutualitas (keanggotaan) dan logika pasar (komersial). Mazzarol et al. (2018) menegaskan bahwa koperasi sebagai hybrid organization membutuhkan pendekatan keuangan yang mengintegrasikan prinsip mutualitas dan efisiensi ekonomi. Dualitas ini menciptakan kompleksitas tersendiri dalam manajemen keuangannya, dimana tujuan profit harus seimbang dengan tujuan peningkatan kesejahteraan anggota (*member welfare*).

Teori *Pecking Order* yang dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984) yang menyatakan bahwa perusahaan lebih memilih pendanaan dari internal (laba ditahan) terlebih dahulu, kemudian utang, dan ekuitas sebagai pilihan terakhir perlu dikontekstualisasikan dalam dunia koperasi. Birchall (2013) berargumen bahwa preferensi pendanaan koperasi tidak hanya didasarkan pada cost of capital tetapi juga pertimbangan nilai-nilai kolektif dan dampaknya terhadap hubungan dengan anggota. Sebuah koperasi mungkin akan menolak sumber pendanaan eksternal yang berbiaya rendah sekalipun, jika sumber dana tersebut dipandang dapat mengikis otonomi dan nilai-nilai dasar koperasi. Oleh karena itu, sebuah kerangka teori keuangan koperasi yang komprehensif harus memasukkan variabel sosiologis dan behavioral ke dalam model ekonomi tradisional" (Münkner, 2012).

Lebih lanjut, Novkovic (2008) memperkenalkan konsep *Co-operative Finance Matrix* yang menekankan bahwa keputusan keuangan harus mempertimbangkan dua dimensi: (1) tingkat *member linkage* (keterkaitan dengan anggota), dan (2) orientasi pasar. Dalam konteks ini, penerbitan sukuk kepada anggota dapat dipandang sebagai sebuah instrumen yang memiliki *member linkage* yang tinggi sekaligus berorientasi pada efisiensi pasar modal.

Teori keuangan perilaku (*behavioral finance*) memberikan lensa yang kritis untuk memahami keputusan keuangan di lingkungan koperasi, yang seringkali menyimpang dari asumsi rasionalitas sempurna dalam teori keuangan konvensional. Pada koperasi, keputusan investasi seorang anggota tidak hanya didorong oleh perhitungan *return* dan risiko finansial semata. James & Sykuta (2005) menemukan bahwa keputusan investasi anggota lebih dipengaruhi oleh tingkat kepercayaan (*trust*) pada pengurus dan persepsi manfaat kolektif daripada pertimbangan *return* semata. *Trust* ini berfungsi sebagai pengganti (*substitute*) dari mekanisme pengawasan formal yang mahal. Seorang anggota akan lebih rela menginvestasikan dananya jika mereka percaya bahwa pengurus akan mengelolanya dengan jujur dan untuk kepentingan bersama.

Konsep *relational capital* yang merujuk pada nilai yang terkandung dalam jaringan hubungan, kepercayaan, dan norma-norma sosial menjadi aset tidak berwujud yang sangat berharga. Fischer & Ollermann (2013) menunjukkan bahwa tingkat *relational capital* dalam sebuah koperasi secara signifikan berkorelasi positif dengan kesediaan anggota untuk menyertai modal dan berpartisipasi dalam program pembiayaan kolektif. Selain itu, faktor *social norms* dan *reciprocity* juga memainkan peran penting. Seorang anggota mungkin merasa memiliki kewajiban moral (*moral obligation*) untuk berkontribusi pada usaha kolektif, yang dikenal sebagai *conditional cooperation* (Gächter, 2006). Dalam konteks Koperasi Peternak X, preferensi kuat terhadap skema syariah juga dapat dianalisis melalui lensa *behavioral finance*, khususnya *identity economics* (Akerlof & Kranton, 2000), dimana identitas keagamaan mempengaruhi preferensi dan pilihan ekonomi.

Keuangan syariah (*Islamic finance*) dibangun di atas fondasi etika yang melarang *riba* (bunga), *gharar* (ketidakpastian yang berlebihan), dan mendorong pembagian risiko serta keterkaitan dengan sektor riil. Karakteristik ini memiliki resonansi yang kuat dengan nilai-nilai koperasi. Di antara berbagai akad dalam keuangan syariah, *Sukuk Mudharabah* (saham bagi hasil) dipilih karena kesesuaiannya yang paling tinggi dengan karakteristik koperasi. Abdul Rahman (2017) menyatakan bahwa akad *mudharabah* dalam sukuk merepresentasikan *partnership* yang sejalan dengan prinsip keanggotaan koperasi, dimana satu pihak menyediakan modal (*shahibul maal/anggota*) dan pihak lain menyediakan keahlian dan tenaga (*mudharib/koperasi*). Skema ini sejalan dengan prinsip *user-owner* dan *patronage-refund* dalam koperasi.

Mekanisme bagi hasil (*profit and loss sharing*) pada sukuk *mudharabah* menawarkan paradigma yang berbeda dengan sistem bunga. Ahmed (2015) menegaskan bahwa mekanisme

ini memberikan distribusi keuntungan yang lebih adil dan transparan dibandingkan sistem bunga, karena imbal hasil tergantung pada kinerja riil usaha yang dibiayai, bukan pada angka bunga yang telah ditetapkan di muka. Keadilan ini tercermin dari: (1) *symmetry of information*, dimana kedua belah pihak harus transparan; dan (2) *symmetry of risk*, dimana investor ikut menanggung risiko usaha.

Standar akuntansi dan syariah yang ketat untuk sukuk, seperti yang ditetapkan oleh *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI) dan Dewan Syariah Nasional (DSN-MUI), juga sejalan dengan prinsip tata kelola yang baik (*good governance*) dalam koperasi. Grassa (2013) berpendapat bahwa pengawasan syariah (*shariah governance*) dalam sukuk menciptakan lapisan pengawasan tambahan yang dapat meningkatkan disiplin, transparansi, dan akuntabilitas bagi penerbit, dalam hal ini koperasi.

Tujuan dari kajian ini dirumuskan dengan tiga tujuan utama, (1) Menganalisis Faktor Determinan Minat Anggota terhadap Investasi Sukuk: Penelitian ini akan menyelidiki faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan investasi anggota, baik faktor ekonomi (seperti tingkat pendapatan dan jumlah kepemilikan aset) maupun faktor non-ekonomi (seperti kepercayaan pada pengurus, religiusitas, dan pengetahuan keuangan). Pendekatan ini didukung oleh temuan James & Sykuta (2005) bahwa keputusan investasi dalam organisasi koperasi sangat dipengaruhi oleh modal sosial (*social capital*) dan kepercayaan (*trust*), yang seringkali lebih penting daripada pertimbangan return finansial semata.

(2) Mengembangkan Model Struktur Sukuk yang Sesuai dengan Karakteristik Koperasi: Penelitian akan merancang sebuah model sukuk korporasi yang mengakomodasi karakteristik unik koperasi, seperti basis anggota yang luas dengan kemampuan investasi terbatas dan prinsip keanggotaan yang demokratis. Model ini akan mengadopsi akad Mudharabah (bagi hasil), yang menurut Abdul Rahman (2017) memiliki kompatibilitas tinggi dengan prinsip koperasi karena menekankan pada kemitraan, pembagian risiko, dan keadilan dalam distribusi hasil usaha.

(3) Merancang Strategi Implementasi yang Mempertimbangkan Aspek *Legal* dan *Governance*: Penelitian akan memetakan strategi implementasi yang memenuhi kebutuhan regulasi kompleks, yang mencakup hukum koperasi (Permenkop No. 09/2018) dan hukum pasar modal syariah (POJK No. 30/2019). Aspek tata kelola (*governance*) yang baik menjadi fokus, mengingat penelitian Birchall (2013) menekankan bahwa keberhasilan inovasi keuangan dalam koperasi sangat bergantung pada transparansi, akuntabilitas, dan sistem pengawasan yang kuat.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kualitatif dengan desain studi kasus intrinsik (*intrinsic case study*). Pendekatan kualitatif dipilih karena sesuai untuk mengeksplorasi fenomena sosial yang kompleks dan kontekstual, dimana peneliti berusaha memahami makna dan proses sosial yang terjadi secara mendalam (Creswell & Pyoth, 2018). Desain studi kasus intrinsik, sebagaimana didefinisikan oleh Stake (1995), digunakan karena tujuannya adalah untuk memahami kasus tertentu secara mendalam, bukan karena kasus tersebut mewakili kasus lain, tetapi karena kasus itu sendiri memiliki nilai intrinsik yang menarik. Dalam konteks ini, Koperasi Peternak X dipandang sebagai kasus yang unik dan penting untuk dipelajari secara mendalam terkait potensi penerbitan sukuk koperasi.

Pendekatan ini sejalan dengan argumen Yin (2018) bahwa studi kasus memungkinkan eksplorasi mendalam terhadap fenomena dalam konteksnya yang natural, terutama ketika

batasan antara fenomena dan konteksnya tidak jelas. Penelitian ini berusaha menjawab "bagaimana" dan "mengapa" penerbitan sukuk dapat dimodelkan di Koperasi Peternak, yang merupakan pertanyaan penelitian yang tepat untuk dijawab dengan metode studi kasus.

Untuk memastikan kedalaman dan kevalidan data, penelitian ini menerapkan triangulasi sumber dan metode (Denzin, 1978). Data dikumpulkan melalui tiga teknik utama: (1) Wawancara Mendalam (*In-Depth Interviews*): Dilakukan terhadap 31 informan yang dipilih dengan teknik purposive sampling dan snowball sampling. Informan terdiri dari pengurus (3 orang), pengawas (3 orang), manajemen/karyawan (5 orang), dan anggota koperasi (20 orang). Pemilihan anggota dilakukan untuk merepresentasikan variasi kepemilikan sapi (1-5 ekor, 6-10 ekor, >10 ekor) dan wilayah geografis. (2) Observasi Partisipatif (*Participant Observation*): Peneliti terlibat dalam aktivitas harian Koperasi Peternak X, seperti proses penampungan susu di TPS (Tempat Penampungan Susu), rapat-rapat internal, dan interaksi antara pengurus dengan anggota. Observasi ini menghasilkan data tentang budaya organisasi, dinamika kekuasaan, dan praktik-praktik informal yang tidak terungkap melalui wawancara. Observasi partisipatif memberikan akses kepada peneliti untuk memahami konteks sosial dan praktik-praktik yang seringkali dianggap remeh oleh pelakunya (Spradley, 2016). Dan (3) ditambah dengan studi literatur dan dokumen koperasi.

Analisis data dalam penelitian ini mengikuti model interaktif Miles et al, (2014), yang terdiri dari tiga alur kegiatan yang saling terkait: reduksi data, penyajian data, dan penarikan kesimpulan/verifikasi. Reduksi Data (*Data Reduction*): Proses ini melibatkan seleksi, pemusatan, penyederhanaan, abstraksi, dan transformasi data mentah yang diperoleh dari lapangan. Pada tahap ini, transkrip wawancara, catatan lapangan, dan dokumen dianalisis untuk mengidentifikasi tema, pola, dan kode-kode penting. Reduksi data terjadi secara terus-menerus sepanjang penelitian dan merupakan bagian dari analisis yang mempertegas, membuang, mengatur, dan mengarahkan data sehingga kesimpulan final dapat diverifikasi (Miles et al., 2014). Software NVivo 12 digunakan untuk membantu proses koding dan kategorisasi data yang besar.

Penyajian Data (*Data Display*): Setelah direduksi, data disajikan dalam bentuk yang terorganisir dan terkompresi, yang memungkinkan peneliti untuk menarik kesimpulan dan melihat tindakan lebih lanjut. Dalam penelitian ini, data disajikan dalam bentuk matriks (misalnya, matriks faktor minat investasi), bagan alir (*flowchart*) proses penerbitan sukuk, dan jaringan tema (*thematic networks*). Penyajian data yang baik adalah yang menyajikan informasi secara utuh sehingga allows the analyst to see what is happening and either to draw justified conclusions or to move on to the next step of analysis (Miles et al., 2014).

Penarikan Kesimpulan dan Verifikasi (*Conclusion Drawing/Verification*): Pada tahap ini, peneliti mulai menarik makna dari data yang telah disajikan. Kesimpulan awal diverifikasi secara terus-menerus selama penelitian berlangsung. Teknik verifikasi yang digunakan antara lain: Triangulasi: Seperti disebutkan sebelumnya, triangulasi sumber dan metode dilakukan untuk memastikan validitas data. Data dari wawancara dengan pengurus dicek dengan observasi dan dokumen laporan keuangan. Member Checking: Temuan dan interpretasi awal dikembalikan kepada beberapa informan kunci (seperti Ketua Pengurus) untuk memastikan keakuratan dan makna yang dimaksudkan oleh mereka (Creswell & Poth, 2018). Proses analisis dan temuan didiskusikan dengan pembimbing dan rekan sejawat untuk mendapatkan masukan dan perspektif lain.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Behavioral Finance Anggota

Faktor Demografis dan Ekonomi

Analisis kualitatif terhadap 31 responden mengungkapkan bahwa karakteristik sosio-ekonomi berelasi dengan minat investasi dalam sukuk. Anggota dengan kepemilikan sapi >7 ekor menunjukkan probability 3.2 kali lebih tinggi untuk berinvestasi dibandingkan anggota dengan kepemilikan lebih sedikit. Fenomena ini dapat dijelaskan melalui teori slack resources dalam manajemen keuangan, dimana organisasi atau individu dengan sumber daya finansial yang lebih longgar memiliki kapasitas yang lebih besar untuk mengambil risiko investasi (George, 2005). Temuan ini konsisten dengan penelitian Cole et al. (2014) yang menyimpulkan bahwa kapasitas finansial menjadi prediktor utama dalam keputusan investasi pada komunitas petani." Dalam kerangka teori keuangan perilaku, hal ini merefleksikan konsep *mental accounting* (Thaler, 1999), dimana anggota dengan pendapatan lebih tinggi memiliki akun mental terpisah untuk investasi, berbeda dengan anggota berpendapatan rendah yang seluruh dananya dialokasikan untuk konsumsi.

Dari perspektif teori keuangan korporasi, pola ini mendukung *Pecking Order Theory* yang dimodifikasi untuk koperasi, dimana anggota dengan kapasitas keuangan lebih besar cenderung menjadi sumber pendanaan internal pertama sebelum mencari sumber eksternal (Berger & Udell, 2006). Berikut distribusi minat investasi berdasarkan kepemilikan sapi:

Tabel 1. Responden, Kepemilikan Sapi dan Minat Berinvestasi

Kepemilikan Sapi	Jumlah Responden	Berminat Investasi	Persentase
1-3 ekor	12	2	16.7%
4-6 ekor	9	4	44.4%
>7 ekor	10	8	80.0%

Sumber: hasil Penelitian, diolah

Faktor Psikografis dan Religius

Aspek psikografis dan religius terbukti menjadi determinan kritis dalam preferensi investasi anggota. 87% anggota yang berminat mengutamakan compliance syariah sebagai pertimbangan utama, mengalahkan faktor return. Temuan ini memperkuat penelitian Abdul-Muhmin & Umar (2017) religiositas mempengaruhi preferensi produk keuangan pada komunitas muslim.

Dalam kerangka teori keuangan perilaku, fenomena ini dapat dijelaskan melalui konsep identity economics (Akerlof & Kranton, 2000), dimana identitas sosial dan norma kelompok mempengaruhi preferensi ekonomi individu. Preferensi terhadap skema syariah juga merefleksikan social norm theory (Bicchieri, 2006), dimana anggota menyesuaikan perilaku dengan norma dominan dalam komunitasnya. Dari perspektif teori keuangan Islam, temuan ini mendukung konsep *maqasid al-shariah* (tujuan syariah), dimana kepatuhan terhadap prinsip syariah tidak hanya dipandang sebagai kewajiban agama tetapi juga sebagai mekanisme untuk mencapai keadilan ekonomi (Chapra, 2008).

Analisis Hukum dan Regulasi

Konstruksi Hukum Hybrid

Penerbitan sukuk koperasi memerlukan konstruksi hukum yang mengintegrasikan UU Perkoperasian dan regulasi pasar modal. POJK No. 30/2019 memberikan ruang bagi koperasi untuk menerbitkan efek melalui private placement dengan syarat tertentu. Namun, analisis

mendalam mengungkapkan adanya "regulatory mismatch antara karakteristik koperasi dan persyaratan pasar modal. Tantangan utama terletak pada penerapan teori **legal origins** (La Porta et al., 1998), dimana regulasi pasar modal yang dikembangkan untuk perusahaan publik (emiten) tidak sepenuhnya kompatibel dengan struktur governance koperasi. Misalnya, persyaratan pemegang efek maksimal 49 pihak dalam POJK No. 30/2019 bertentangan dengan prinsip keanggotaan terbuka dalam koperasi.

Skema Kolektif sebagai Inovasi Hukum

Untuk mengakomodasi batasan 49 investor dan unit minimal Rp. 25 juta, dirancang skema kolektif inovatif. Pengelompokan dana anggota dalam satu entitas hukum khusus memungkinkan koperasi memenuhi persyaratan tanpa mengorbankan prinsip keanggotaan. Skema ini merupakan aplikasi dari teori "*adaptive efficiency*" (North, 1990) dalam ekonomi kelembagaan, dimana institusi harus beradaptasi dengan karakteristik lokal untuk mencapai efisiensi.

Secara legal, skema ini mengadopsi konsep *special purpose vehicle* (SPV) yang dimodifikasi, dimana dana dari ratusan anggota dikelompokkan dalam beberapa entitas kolektif yang memenuhi syarat sebagai pemodal profesional. Model ini sejalan dengan perkembangan *collaborative finance* yang dikemukakan oleh Bruntje & Gajda (2016) sebagai bentuk intermediasi keuangan yang memfasilitasi partisipasi kolektif dalam investasi.

Rancangan Struktur Sukuk Terintegrasi

Skema Mudharabah Multilevel

Struktur sukuk mengadopsi model mudharabah dengan mekanisme bagi hasil *revenue sharing*. Nisbah 17% ditetapkan berdasarkan simulasi kelayakan usaha dan benchmark pasar. Penetapan nisbah ini menerapkan teori *risk-return trade-off* dalam manajemen keuangan modern, dimana tingkat imbalan harus kompensatif terhadap tingkat risiko yang ditanggung investor (Bodie et al., 2014).

Perhitungan *cost of capital* untuk sukuk mudharabah menggunakan pendekatan build-up method:

Tingkat Imbalan = Risk-Free Rate (BI 7-Day Reverse Repo Rate) +

Equity Risk Premium +

Liquidity Premium +

Specific Risk Premium

$7\% = 4\% + 1.5\% + 0.5\% + 1\%$

Mekanisme *revenue sharing* (bukan *profit sharing*) dipilih berdasarkan pertimbangan **agency theory** (Jensen & Meckling, 1976), dimana penggunaan *revenue* sebagai basis bagi hasil mengurangi asimetri informasi dan meminimalkan moral hazard dalam pelaporan keuangan.

Mekanisme Perlindungan Investor

Untuk mengatasi volatilitas bagi hasil, diterapkan batas fluktuasi $\pm 0.25\%$. Batas fluktuasi $\pm 0.25\%$ memberikan proteksi bagi investor tanpa mengorbankan prinsip bagi hasil. Mekanisme ini merupakan inovasi dalam teori "financial engineering" yang mengintegrasikan prinsip syariah dengan kebutuhan stabilisasi return.

Dalam kerangka teori keuangan Islam, mekanisme ini sejalan dengan konsep prudent risk management (Islamic Financial Services Board, 2015) dan merepresentasikan aplikasi

masalah (kemanfaatan umum) dimana "stabilitas return diperlukan untuk menarik partisipasi luas anggota.

Sinking Fund Terstruktur

Mekanisme *sinking fund* dirancang untuk memastikan likuiditas pada saat jatuh tempo. Penyisihan Rp. 708.3 juta per bulan memastikan ketersediaan dana tanpa mengganggu operasional. Perhitungan ini menerapkan konsep *time value of money* dan *sinking fund factor* dalam teori manajemen keuangan:

$$A = FV \times [i / ((1 + i)^n - 1)]$$

dimana:

- A = Pembayaran periodik (Rp708.3 juta)
- FV = Future Value (Rp17 miliar)
- i = Tingkat diskonto (4% per tahun)
- n = Periode (24 bulan)

Penerapan *sinking fund* ini mencerminkan prinsip *conservatism* dalam manajemen keuangan dan sejalan dengan konsep *ihsan* (keunggulan) dalam Islam, dimana pelunasan kewajiban harus dipersiapkan dengan baik.

Analisis Kesiapan Organisasi

Kapabilitas Manajerial

Kesiapan organisasi Koperasi Peternak X teridentifikasi pada level menengah. Komitmen pengurus kuat, namun kapasitas teknis perlu ditingkatkan melalui *capacity building*). Temuan ini konsisten dengan penelitian Arcand et al. (2015) dalam *Journal of Economic Growth* bahwa "implementasi inovasi keuangan memerlukan dukungan struktur governance yang memadai."

Analisis menggunakan *framework resource-based view* (Barney, 1991) mengidentifikasi bahwa Koperasi Peternak memiliki *tangible resource*" (aset fisik, keuangan) yang memadai, tetapi *intangible resources* (pengetahuan teknis, kapabilitas manajerial) masih perlu dikembangkan. Hal ini menegaskan pentingnya *dynamic capabilities* (Teece et al., 1997) dalam mengadopsi inovasi keuangan.

Dari perspektif teori keuangan behavioral organisasi, resistensi terhadap perubahan (*status quo bias*) dapat diatasi melalui *balanced implementation approach* yang mengombinasikan pelatihan teknis dengan pendekatan partisipatif.

Model sukuk koperasi yang dikembangkan dalam penelitian ini merepresentasikan integrasi yang harmonis antara teori dan praktik melalui sintesis tiga bidang ilmu utama: keuangan syariah, teori keuangan koperasi, dan keuangan perilaku. Struktur sukuk mudharabah tidak hanya compliant secara syariah tetapi juga merefleksikan semangat kebersamaan koperasi. Integrasi ini mengatasi "*theoretical gap*" yang dikemukakan oleh Mazzarol et al. (2018) mengenai kebutuhan pendekatan *hybrid* dalam keuangan koperasi.

Dalam konteks teori kelembagaan (*institutional theory*), model ini berhasil menjembatani *institutional logics* yang berbeda logika mutualitas koperasi dan logika efisiensi pasar modal. Organisasi *hybrid* seperti koperasi seringkali mengalami konflik institusional ketika mengadopsi praktik dari logika yang berbeda (Battilani & Schröter, 2012). Namun, melalui pendekatan sukuk mudharabah, konflik ini dapat dikelola karena prinsip bagi hasil dalam

mudharabah memiliki afinitas tinggi dengan nilai-nilai kolektif koperasi (Abdul Rahman, 2017).

Dari perspektif teori keuangan korporasi, struktur ini mengatasi masalah *information asymmetry* dan *agency costs* melalui mekanisme revenue sharing yang lebih transparan dibandingkan profit sharing. Penggunaan revenue sebagai basis perhitungan bagi hasil mengurangi ruang untuk manipulasi akuntansi dan meningkatkan transparansi (Ahmed, 2015). Hal ini sejalan dengan temuan Jensen & Meckling (1976) bahwa mekanisme insentif yang tepat dapat menyelaraskan kepentingan principal dan agent.

Integrasi Teori dan Praktik: Model yang dikembangkan berhasil mengintegrasikan prinsip keuangan syariah dengan nilai-nilai koperasi. Struktur sukuk mudharabah tidak hanya compliant secara syariah tetapi juga merefleksikan semangat kebersamaan koperasi. **Implikasi Teoritis:** Penelitian ini mengembangkan *theoretical framework* baru dalam keuangan koperasi dengan mengintegrasikan *behavioral finance*, *Islamic finance*, dan *institutional theory*. Model ini memberikan kontribusi pada pengembangan *theory of cooperative finance* yang lebih komprehensif. **Implikasi Praktis:** Implementasi model ini memerlukan pendekatan bertahap. Fase sosialisasi dan literacy building menjadi critical success factor dalam implementasi.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Penerbitan sukuk merupakan solusi pendanaan yang feasible dan strategis untuk koperasi dengan karakteristik seperti Koperasi Peternak. Faktor behavioral dan religius menjadi determinan kritis dalam penerimaan produk keuangan inovatif. Konstruksi hukum hybrid memungkinkan adaptasi regulasi pasar modal untuk koperasi dan Struktur sukuk mudharabah dengan mekanisme proteksi sesuai dengan kebutuhan koperasi

Saran

Rekomendasi Strategis: Pembentukan tim implementasi multidisplin, **Rekomendasi Teknis:** Pengembangan sistem monitoring dan evaluation yang komprehensif dan **Rekomendasi Kebijakan:** Advokasi untuk penyederhanaan regulasi sukuk koperasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdul Rahman, A. (2017). *Islamic Capital Markets: Principles and Practices*. Islamic Economic Society.
- Abdul-Muhmin, A. G., & Umar, Y. A. (2017). Religiosity and Muslim consumers' decision-making for Islamic financial products. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 10(3), 345-363.
- Ahmed, H. (2015). Islamic finance: Principles and practices. *Journal of Islamic Economics*, 8(2), 45-67.
- Akerlof, G. A., & Kranton, R. E. (2000). Economics and identity. *The Quarterly Journal of Economics*, 115(3), 715-753.
- Arcand, J. L., Berkes, E., & Panizza, U. (2015). Too much finance? *Journal of Economic Growth*, 20(2), 105-148.

- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120.
- Battilani, P., & Schröter, H. G. (2012). *The Cooperative Business Movement: 1950 to the Present*. Cambridge University Press.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (2006). A more complete conceptual framework for SME finance. *Journal of Banking & Finance*, 30(11), 2945-2966.
- Bicchieri, C. (2006). *The Grammar of Society: The Nature and Dynamics of Social Norms*. Cambridge University Press.
- Birchall, J. (2013). *Finance in an Age of Austerity: The Power of Customer-owned Banks*. Edward Elgar Publishing.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2014). *Investments (10th ed.)*. McGraw-Hill Education.
- Bruntje, D., & Gajda, O. (2016). *Crowdfunding in Europe: State of the Art in Theory and Practice*. Springer.
- Chapra, M. U. (2008). *The Islamic vision of development in the light of maqasid al-Shari'ah*. Islamic Research and Training Institute.
- Cole, S., Sampson, T., & Zia, B. (2014). Prices or knowledge? What drives demand for financial services in emerging markets? *The Journal of Finance*, 66(6), 1933-1967.
- Creswell, J. W., & Poth, C. N. (2018). *Qualitative inquiry and research design: Choosing among five approaches (4th ed.)*. Sage publications.
- Denzin, N. K. (1978). *The research act: A theoretical introduction to sociological methods*. McGraw-Hill.
- Fischer, M., & Ollermann, R. (2013). *The role of relational capital in determining cooperative membership*. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 84(4), 435-457.
- Gächter, S. (2006). *Conditional cooperation: Behavioral regularities from the lab and the field and their policy implications*. In *Psychology and Economics: A Promising New Cross-Disciplinary Field* (pp. 19-50). MIT Press.
- Grassa, R. (2013). Shariah supervisory system in Islamic financial institutions: New issues and challenges. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 4(1), 4-25.
- Islamic Financial Services Board. (2015). *Islamic Financial Services Industry Stability Report*. IFSB.
- James, H. S., & Sykuta, M. E. (2005). Property right and organizational characteristics of producer-owned firms. *Journal of Corporate Finance*, 11(5), 891-915.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kementerian Koperasi dan UKM Republik Indonesia, 2018, Permenkop No. 09 Tahun 2018, Tentang: *Penyelenggaraan dan Pembinaan Perkoperasian*
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- Mazzarol, T., Clark, D., Reboud, S., & Limnios, E. M. (2018). The role of institutional and self-efficacy in small firm innovation. *Journal of Small Business Management*, 56(1), 45-67.

- Miles, M. B., Huberman, A. M., & Saldana, J. (2014). *Qualitative data analysis: A methods sourcebook* (3rd ed.). Sage.
- Münkner, H. H. (2012). *Co-operation as a Remedy in Times of Crisis*. International Labour Organization.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- North, D. C. (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge University Press.
- Novkovic, S. (2008). *Defining the co-operative advantage*. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 79(2), 155-174.
- Otoritas Jasa Keuangan Republik Indonesia, Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomer 30 Tahun 2019 Tentang: *Penerbitan dan Persyaratan Efek Syariah*
-, Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomer 49 Tahun 2019 Tentang: *Penawaran Efek melalui Layanan Urun Dana (Crowdfunding) Berbasis Teknologi Informasi*.
- Rahman, A. A., & Said, J. (2018). Financing challenges for cooperatives in Malaysia. *International Journal of Business and Society*, 19(3), 712-729.
- Stake, R. E. (1995). *The art of case study research*. Sage Publications.
- Teece, D. J., Pisano, G., & Shuen, A. (1997). Dynamic capabilities and strategic management. *Strategic Management Journal*, 18(7), 509-533.
- Thaler, R. H. (1999). Mental accounting matters. *Journal of Behavioral Decision Making*, 12(3), 183-206.
- Yin, R. K. (2018). *Case Study Research and Applications: Design and Methods* (6th ed.). Sage Publications.

