

COST OF CAPITAL PADA BANK SYARIAH MANDIRI PERIODE 2004-2008

Indra Setyawan
Apriani Dorkas Rambu Atahau

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Kristen Satya Wacana
Jl. Diponegoro No.52-60 Salatiga, 50711

Abstract: The growth of Islamic or Syariah banking had been remarkable. It was not only occurring in countries where the Moslems were majority but also in countries where Moslems were minority. Syariah banking itself had a specific characteristic known as "profit-and-loss sharing system". This "profit-and-loss sharing system" was different from interest-based system used by conventional banks. Profit-and-loss sharing system implementation had a significant impact on the cost of capital calculation in Islamic banks. This research described the calculation of capital cost in Bank Syariah Mandiri as one of Islamic (syariah) banks. The aim of the study was to give view about the capital cost of Mandiri syariah bank in Indonesia. The data were taken from Mandiri Syariah bank's financial report during five consecutive years. The data were analyzed by using trend analysis. Based on trend analysis in every component of cost of capital, it was concluded that the cost of capital of Bank Syariah Mandiri syariah bank tended to decrease due to the decreasing trend of its cost of debt.

Key words: Cost of Capital, Syariah Banking, Islamic Banks

Perkembangan lembaga-lembaga keuangan berbasis Islam di dunia saat ini menjadi peristiwa yang fenomenal. Lembaga-lembaga keuangan Islam internasional diperkirakan telah berkembang sebesar 15% per tahunnya. Produk-produknya yang mengacu pada ajaran Islam memiliki nilai kurang lebih USD 300 miliar sebagai produk baru yang telah diperkenalkan secara luas. Perkembangan ini sendiri tidak hanya terjadi pada negara dengan penduduk mayoritas muslim, tapi juga pada negara dengan penduduk minoritas muslim, antara lain Inggris, Amerika Serikat, Rusia, Swiss dan Thailan (Arrif, 2001).

Perkembangan lembaga keuangan Islam ini terjadi karena adanya overlikuiditas dana investasi pada negara-negara di Timur Tengah akibat lonjakan harga minyak. Selain itu faktor jumlah penduduk muslim dunia yang sangat besar (24% dari populasi dunia) sangat mempengaruhi perkembangan lembaga keuangan ini. Namun terdapat satu faktor yang mampu membedakan lembaga keuangan Islam dengan lembaga keuangan konvensional lainnya, yaitu adanya karakteristik sistem perbankan syariah yang beroperasi berdasarkan prinsip bagi hasil. Karakteristik tersebut menonjolkan adanya aspek keadilan dalam

bertransaksi, sehingga memberikan alternatif sistem perbankan yang saling menguntungkan bagi masyarakat dan bank. Hal-hal tersebut tentunya dapat menjadikan perbankan syariah sebagai alternatif sistem perbankan yang kredibel dan dapat diminati oleh seluruh golongan tanpa terkecuali.

Indonesia sendiri sebagai negara dengan mayoritas penduduk muslim juga tidak lepas dari berbagai perkembangan lembaga keuangan dan produk pasar modal berbasis syariah. Produk pasar modal berbasis syariah yang telah berkembang di Indonesia contohnya adalah obligasi syariah yang disebut *sukuk*. Sementara itu meskipun perkembangannya agak terlambat bila dibandingkan negara-negara muslim lainnya, lembaga keuangan berbasis syariah di Indonesia terus berkembang.

Perkembangan ini tentu saja dicermati oleh pemerintah dengan mengeluarkan berbagai peraturan khusus mengenai syariah, terutama mengenai sistem perbankan syariah, karena selain dapat memberikan rasa aman kepada para nasabahnya, hal ini juga tentunya diharapkan dapat memajukan sistem keuangan perbankan berbasis syariah. Dengan telah diberlakukannya Undang-Undang No.21 Tahun 2008 tentang Perbankan Syariah yang terbit tanggal 16 Juli 2008, maka pengembangan industri perbankan syariah nasional semakin memiliki landasan hukum yang memadai dan akan mendorong pertumbuhannya secara lebih cepat lagi.

Pengembangan sistem perbankan syariah di Indonesia dilakukan dalam kerangka *dual-banking system* atau sistem perbankan ganda dalam kerangka Arsitektur Perbankan Indonesia (API), untuk menghadirkan alternatif jasa perbankan yang semakin lengkap kepada masyarakat Indonesia. Sehingga diharapkan sistem per-

bankan syariah dan perbankan konvensional secara sinergis mendukung mobilisasi dana masyarakat secara lebih luas untuk meningkatkan kemampuan pembiayaan bagi sektor-sektor perekonomian nasional (Bank Indonesia, 2009).

Mengingat produk yang ditawarkan oleh perbankan syariah perlu memberi keuntungan, maka mengestimasi biaya modal menjadi proses yang penting. Semua jenis bisnis baik perusahaan maupun perbankan yang mampu mengelola proses ini dengan baik dimungkinkan akan menghasilkan nilai ekonomi yang positif bagi para pemegang sahamnya. Hal ini semakin penting di tengah kondisi yang terus berubah dikarenakan perubahan iklim bisnis, tingkatan penerimaan investor terhadap waktu pengembalian dan risiko yang berhubungan dengan masing-masing kelas sekuritas yang diterbitkan oleh perusahaan (Shubber & Alzafiri, 2008). Tugas pendanaan ini sendiri akan menjadi sangat berisiko jika tidak ditangani secara profesional, karena dapat mengancam keberlangsungan perusahaan (terjadinya kebangkrutan). Oleh sebab itu manajemen diharapkan untuk senantiasa mencermati besaran biaya modal yang ada, sehingga *return* investasi yang didapat berupa penerimaan bagi hasil melalui berbagai produk penyaluran dana dapat melebihi besaran biaya modalnya (Brigham & Houston, 2006).

Walaupun penelitian keuangan Islam (*Islamic Finance*) telah banyak dilakukan (terutama setelah berkembangnya institusi keuangan berdasarkan syariah seperti bank syariah dan asuransi syariah) namun penelitian yang menyangkut keputusan pendanaan, khususnya biaya modal relatif jarang. Padahal sistem bagi hasil yang menjadi karakteristik khas yang terdapat pada bank syariah tentunya akan mempengaruhi perhitungan biaya modal mengingat beban bunga

yang menjadi komponen pembentuk biaya modal tidak dapat dipastikan pada awal penempatan dana. Penelitian Al-Deehani, *et.al* (1999) pada dua belas bank syariah yang tersebar di beberapa negara di luar Indonesia menyatakan bahwa pendanaan bank syariah melalui rekening investasi dapat meningkatkan nilai perusahaan tanpa meningkatkan biaya modalnya. Oleh karena itu sebagai penelitian eksploratif untuk biaya modal di Indonesia, penelitian ini hendak menjawab dua pertanyaan, pertama bagaimana perhitungan biaya modal pada bank syariah Mandiri dan kedua bagaimana analisis *trend* dari komponen pembentuk biaya modal. Adapun tujuan yang hendak dicapai dari penelitian ini adalah untuk memperoleh gambaran tentang perhitungan biaya modal pada Bank Syariah Mandiri di Indonesia serta komponen yang dominan dalam menentukan besarnya biaya modal. Melalui penelitian ini diharapkan diperoleh gambaran tentang perhitungan biaya modal pada bank syariah sehingga dapat dipahami perbedaannya dengan bank konvensional.

Tujuan utama keuangan bank adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Bank yang memiliki sejarah *return* yang tinggi pada setiap proyek (investasi) yang dikerjakannya akan memiliki nilai yang baik pula. Dalam memaksimalkan nilai ini bank dapat melihatnya melalui nilai pasar bank (sebagai contoh melalui harga saham). Oleh karena itu dalam berinvestasi bank diharapkan dapat berinvestasi pada proyek yang memiliki tingkat *return* yang lebih besar daripada tingkat biaya modal yang dapat diterima. Dalam kaitannya dengan penganggaran modal, jika tidak terdapat proyek investasi yang tingkat *return*-nya melebihi biaya modal maka dana yang semula hendak digunakan untuk investasi tersebut dapat dialihkan untuk pembagian dividen

kepada pemegang saham atau digunakan untuk membeli kembali saham yang beredar. Tingkat biaya modal ini akan semakin tinggi pada proyek yang lebih berisiko. Sementara itu *return* pada sebuah investasi dapat diukur berdasarkan besarnya arus kas (*cash flows*) masuk dan waktu terjadinya arus kas yang dihasilkan. Bauran pendanaan yang meminimalkan biaya modal dan sesuai dengan aktiva yang akan didanai, akan menghasilkan sebuah struktur modal yang optimal.

Beberapa penelitian empiris, teori serta model tentang struktur modal telah berkembang lebih dari lima dekade. Semua kajian tersebut mengarahkan perhitungan biaya modal melalui perhitungan biaya yang muncul berturut-turut dari masing-masing sumber pendanaan, seperti modal saham dan obligasi. Bermula dari akhir tahun 1940an, para ahli keuangan mengetahui bahwa manipulasi pada hutang dan modal saham dapat meningkatkan nilai perusahaan, dengan cara menghasilkan sebuah kombinasi yang tepat pada sumber pendanaan. Pada saat ini terdapat lima konsep teori keuangan yang telah berkembang mengenai struktur modal: (1) Model *leverage* awal; (2) Model *Miller-Modigliani* (MM Model); (3) *Capital Asset Pricing Model* (CAPM); (4) *Arbitrage Price Theory* (APT); dan (5) Model Gordon.

Teori awal mengenai *leverage* perusahaan memperlihatkan jumlah hutang yang maksimal dapat membawa struktur modal hingga ke tingkat optimal, yang mana dapat mengurangi biaya rata-rata modal hingga minimum (Shubber & Alzafiri, 2008). Model ini sendiri terjadi dalam kondisi ada pajak karena adanya penghematan pajak perusahaan serta pendisiplinan manajemen. Namun model ini memiliki kelemahan yaitu risiko bawaan dari hutang itu sendiri. Risiko hutang ini dapat

menimbulkan berbagai biaya yang tentunya tidak sedikit, misalnya biaya kebangkrutan, biaya agensi dan perusahaan dapat kehilangan fleksibilitas masa depannya (Damodaran, 2009).

Teori ini dikembangkan lagi dengan adanya model Miller-Modigliani (MM) pada tahun 1958. MM mengembangkan lebih lanjut mengenai konsep pemisahan struktur modal, hal ini berkaitan dengan adanya proses arbitrase yang dilakukan oleh investor, dan asumsi mengenai kondisi sempurna (sebuah lingkungan dimana tidak ada pajak, biaya agensi, dan tidak relevannya struktur modal), sehingga nilai sebuah perusahaan/bank bebas dari rasio hutang yang ada. Perkembangan selanjutnya adalah model Gordon yang mengembangkan sebuah model untuk mengukur biaya modal saham dari modal perusahaan (Shubber & Alzafiri, 2008).

Selanjutnya dikembangkan model CAPM yang menggambarkan hubungan linear antara biaya modal saham dan tingkat risiko sistematis ($\hat{\alpha}$). Teori harga arbitrase (APT) yang muncul selanjutnya merupakan upaya untuk mengatasi kelemahan dari model CAPM. Teori harga arbitrase mengedepankan *return asset* sebagai sebuah fungsi pada variabel-variabel kunci (Shubber & Alzafiri, 2008).

Berbagai model tambahan lainnya telah dikembangkan sehingga membantu para pengambil keputusan dalam menghitung biaya modal dari banyak sumber pendanaan. Penelitian ini akan menggunakan model *weighted average cost of capital* (WACC) sebagai model biaya modal tertimbang. WACC adalah rata-rata tertimbang dari biaya modal pada proyek yang dihitung dengan menentukan bobot biaya dari masing-masing sumber pendanaan dari total nilai pasar pendanaan perusahaan yang dihitung pada sebelum dan sesudah pajak (Ross, 2001).

STRUKTUR MODAL

Pilihan pendanaan antara hutang dan modal saham secara langsung berkaitan dengan pencarian struktur modal yang optimal. Beberapa penelitian menunjukkan bahwa sebuah perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi cenderung memiliki struktur modal yang optimal dan sehingga dapat menghasilkan kinerja yang baik. Namun teori Modigliani-Miller membuktikan bahwa tingkat hutang tidak berhubungan dengan nilai perusahaan dalam kondisi tidak ada pajak (Pratomo & Ismail, 2006).

Dalam pemikiran konvensional teori keuangan pada model *leverage* awal selalu mengasumsikan bahwa jumlah hutang yang maksimal pada struktur modal adalah hal yang baik. Ini dikarenakan hutang secara relatif lebih murah, dengan demikian dapat menurunkan WACC. Namun bagaimanapun juga, "hutang" dikenal dengan kekakuannya, dalam hal ini hutang membutuhkan pengawasan yang lebih, karena jika terjadi beberapa keterlambatan/kegagalan dalam membayar pembayaran bunga dan/atau pokok pinjaman secara berkala akan mengakibatkan bahaya nyata untuk sebuah bisnis, dan mungkin berakibat likuidasi – sebagai bukti berlanjut dari fenomena keruntuhan perusahaan (Shubber & Alzafiri, 2008).

Oleh karena itu, para manajer keuangan memiliki tugas penting untuk mengawasi tingkat hutang, untuk mencegah hutang melebihi tingkat optimalnya pada struktur modal. Ketika tingkatan hutang mendekati titik "ideal" ini, dan terutama ketika tingkat hutang berlebih, masing-masing biaya dari semua sumber pendanaan pada modal (termasuk hutang) akan meningkat, dikarenakan kenaikan risiko keuangan yang dapat

diterima yang berhubungan dengan perusahaan (Shubber & Alzafiri, 2008).

Berbagai kajian telah dikembangkan untuk menemukan struktur modal yang optimal. Penelitian Jensen & Meckling (1976) dalam Pratomo & Ismail (2006) menunjukkan bahwa struktur modal yang optimal dapat dihasilkan melalui *trade-off* antara biaya agensi hutang dengan keuntungan hutang. Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Myers (1977) dalam Pratomo & Ismail (2006) juga menemukan bahwa tingkat hutang yang lebih tinggi dapat meredam konflik antara pemegang saham dengan manajer berkaitan dengan masalah pemilihan investasi. Hasil ini juga didukung oleh Berger (2002), bahwa peningkatan dalam rasio hutang menghasilkan biaya agensi modal saham yang lebih rendah serta peningkatan kinerja perusahaan.

Sementara itu dalam penelitian pada bank Islam di Malaysia oleh Pratomo & Ismail (2006), membuktikan bahwa dengan tingkat hutang yang lebih tinggi atau rasio modal saham yang lebih rendah berhubungan dengan efisiensi laba yang lebih tinggi. Temuan ini juga menyatakan bahwa ukuran bank berbanding terbalik dengan kinerja bank.

Penelitian Deehani, *et al.* (1999) pada bank syariah di beberapa negara seperti Kuwait, Malaysia, dan Denmark menemukan bahwa nilai perusahaan dapat ditingkatkan dengan biaya modal yang tetap.

KEADAAN KHUSUS PADA BANK SYARIAH

Dalam *ushul fiqh*, terdapat kaidah yang menyatakan bahwa "*maa laa yatimm al-wajib illa bihi fa huwa wajib*", yakni sesuatu yang harus ada untuk menyempurnakan yang wajib, maka ia wajib diadakan. Mencari nafkah (yakni melalui kegiatan ekonomi) adalah wajib. Dan karena pada zaman modern ini kegiatan perekonomian tidak akan sempurna tanpa adanya lembaga perbankan, maka lembaga perbankan ini pun wajib diadakan. Dengan demikian, maka kaitan antara Islam dengan perbankan menjadi jelas (Karim, 2006).

Terdapat salah satu filosofi dasar ajaran Islam dalam kegiatan ekonomi dan bisnis, yaitu larangan untuk berbuat curang dan zalim. Semua transaksi yang dilakukan oleh seorang muslim haruslah berdasarkan prinsip rela sama rela (*antaraddin minkum*), dan tidak boleh ada pihak yang menzalimi atau dizalimi. Prinsip dasar ini mempunyai implikasi yang sangat luas dalam bidang ekonomi dan bisnis, termasuk dalam praktik perbankan. Salah satu kritik Islam terhadap praktik perbankan konvensional adalah dilanggarnya prinsip *al-kharaj bi al-dhamaan* (hasil usaha muncul bersama biaya), dan prinsip *al-ghunmu bi al-ghurmi* (keuntungan muncul bersama risiko) (Karim, 2006).

Dalam bank syariah terdapat satu hal, yaitu baik meminjam maupun meminjamkan dengan tingkat bunga yang telah ditetapkan sebelumnya berlawanan dengan prinsip syariah Islam, dan oleh sebab itu tidak dapat dipraktekkan. Selain itu, penyimpan/penabung yang dijamin baik pengembalian uang mereka maupun tingkat pengembalian bunga yang spesifik di awal

transaksi (*fixed and predetermined rate*) juga dilarang dalam prinsip syariah Islam (Shubber & Alzafiri, 2008). Sehingga penentuan besarnya risiko bagi hasil dibuat pada waktu akad dengan berpedoman pada kemungkinan untung dan rugi. Besarnya bagi hasil ini tergantung kepada keuntungan proyek yang dijalankan, sehingga jumlah pembagian bagi hasil meningkat sesuai dengan peningkatan jumlah pendapatan. Ketika proyek tersebut tidak mendapatkan keuntungan maka kerugian akan ditanggung bersama oleh kedua belah pihak.

Larangan pada penetapan tingkat bunga yang telah ditetapkan sebelumnya ini sendiri dikarenakan nasabah sebagai peminjam dana tidak selalu akan mendapatkan keuntungan yang *fixed and predetermined* juga, karena dalam berbisnis dimungkinkan terjadinya rugi, imbas atau untung yang besarnya tidak dapat ditentukan dari awal. Menurut prinsip syariah Islam mengenakan tingkat bunga pada suatu pinjaman merupakan tindakan memastikan sesuatu yang tidak pasti, karena itu diharamkan.

Dengan tindakan tersebut jelas bahwa bank konvensional menuntut mendapatkan untung (pendapatan bunga pinjaman maupun pokok pinjaman) yang *fixed and predetermined rate*, tetapi menolak untuk menanggung risikonya (*al-ghunmu bi laa ghurmi* 'I gaining return without being responsible for any risk), serta mengharapkan hasil usaha, tetapi tidak bersedia menanggung biayanya (*al-kharaj bi laa dhaman* 'I gaining income without being responsible for any expense). Padahal prinsip-prinsip tersebut merupakan prinsip dasar dalam teori keuangan, yakni prinsip bahwa *return* selalu beriringan dengan risiko (*return goes along with risk*) (Karim, 2006).

DASAR PEMIKIRAN KEUANGAN ISLAM

Dalam dasar pemikiran keuangan Islam terdapat dua pihak yang bekerjasama dalam harmoni sebagai partner yaitu pemilik dana/ penabung (*shahib al-maal*) yang mempercayakan dananya pada pengelola dana (*mudharib*), tanpa pemilik dana diyakinkan dengan adanya jaminan/garansi pengembalian dari siapapun itu yang menggunakan dana mereka. Dalam praktiknya, bank Islam mengambil sekitar tiga perempat dana di bawah manajemen mereka dari para pemilik dana, sedangkan pada saat bersamaan mereka tidak menjamin tingkat pengembalian (*return*) yang spesifik pada pemilik dana ini (Shubber & Alzafiri, 2008). Hal ini sendiri dilakukan untuk menghindari adanya riba, yang dapat menjadikan suatu transaksi bisnis menjadi haram.

Riba sendiri menurut Imam Sarakhsi dalam Karim (2006) adalah tambahan yang disyaratkan dalam transaksi bisnis tanpa adanya padanan (*iwad*) yang dibenarkan syariah atas penambahan tersebut. Hal ini sesuai dengan keuangan Islam yang melarang sistem bunga berdasarkan penciptaan siklus-siklus bisnis dalam ekonomi kapitalis.

Perlu diperhatikan bahwa dalam kasus bank syariah pengembalian bagi hasil yang dibayarkan kepada penabung/penyimpan tidaklah dianggap sebagai beban yang dapat mengurangi pendapatan operasi. Dan dalam praktiknya bank-bank syariah mencoba untuk mengikuti tingkat pembayaran bunga yang dibuat oleh bank-bank konvensional. Hal ini dikuatkan oleh pengamatan yang telah dilakukan, bahwa manajemen bank syariah selalu mencoba untuk menurunkan tingkat bagi hasil simpanan (*return*) yang mereka dapat, ketika mereka melihat tingkat prospektif

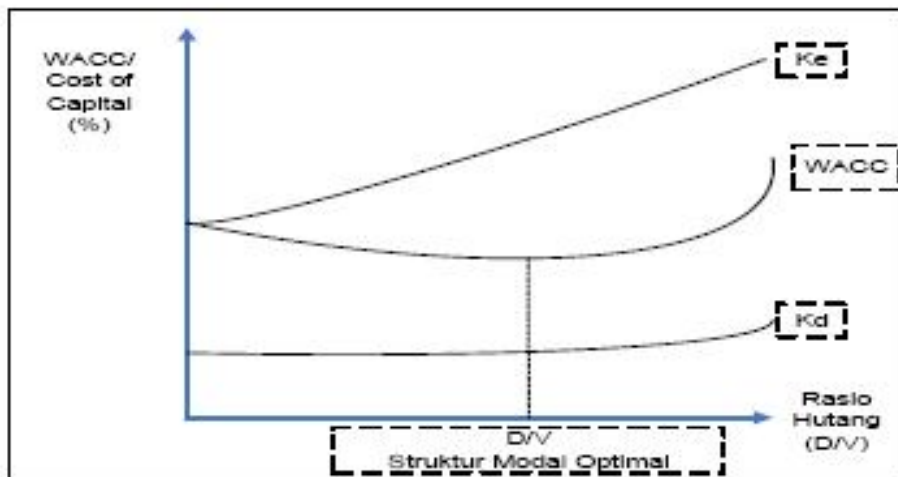
pengembalian pada simpanan cukup rendah (Shubber & Alzafiri, 2008).

BIAYA MODAL BANK SYARIAH

Pada umumnya dalam perbankan konvensional akan menggunakan campuran antara utang dan modal saham untuk meminimalkan biaya modal sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Sehingga kurva WACC yang terbentuk akan berbentuk U. Kurva berbentuk U ini

merupakan gambaran hubungan antara biaya modal dengan jumlah hutang pada nilai total pendanaan perusahaan ($Value\ of\ Firm\ (V) = Equity + Debt$). Hal ini sendiri bermula adanya proporsi yang lebih tinggi jumlah hutang sehingga mengurangi biaya modal/WACC (melalui adanya penghematan pajak), lalu sebuah tingkat optimal (minimum) tercapai, namun setelah titik optimum tercapai kenaikan dalam jumlah hutang dapat meningkatkan biaya modal/WACC (terjadinya peningkatan risiko kebangkrutan) (Shubber & Alzafiri, 2008)

Struktur Modal Optimal pada Bank Konvensional



Sumber : Ogilvie, 2006

Gambar 1. Struktur Modal Optimal pada Bank Konvensional

Keterangan :

Ke = biaya modal yang disyaratkan oleh pemegang saham biasa (ekuitas)

Kd = biaya modal yang disyaratkan oleh pemegang hutang (obligasi)

WACC = biaya modal rata-rata tertimbang

D/V = rasio hutang terhadap struktur modal perusahaan

Muncul sebuah pertanyaan terkait dengan keadaan khusus pada Bank Syariah. Pertanyaan tersebut adalah apakah kurva yang menggam-

barkan biaya rata-rata modal WACC pada Bank Syariah juga berbentuk U? Pertanyaan ini sendiri dilatarbelakangi adanya sistem bagi hasil pada

Bank Syariah yang melarang adanya penetapan tingkat pengembalian bunga yang spesifik di awal transaksi (*fixed and predetermined rate*) sehingga pada saat bersamaan tidak terbentuk juga adanya *return* (biaya) hutang yang disyaratkan oleh para pemilik dana sumber modal hutang tersebut. Tidak terbentuknya biaya hutang yang bagi Bank Syariah ini muncul dari bunga simpanan (biaya hutang mencerminkan besaran *rate of return* nasabah dari tiga macam rekening simpanan bank) menjadikan biaya modal pada Bank Syariah tidak berhubungan dengan tingkat bunga simpanan jika perhitungan dilakukan sebelum terjadinya pelaporan keuangan (*ex-ante*).

Selain itu Al-Deehani *et al.* (1999) menyatakan bahwa karena rekening investasi pada bank syariah tidak menetapkan bunga di awal penempatan dana bahkan sebaliknya mengisyaratkan pertanggung jawaban risiko kerugian secara bersama maka tidak ada risiko finansial pada sumber pendanaan ini. Oleh karena itu perilaku rekening bagi hasil ini lebih menyerupai saham daripada instrumen hutang karena tidak adanya janji pembayaran sejumlah tertentu seperti halnya hutang dan tidak adanya prioritas klaim saat likuidasi bank. Berdasarkan pemikiran ini maka peningkatan hutang pada bank syariah melalui rekening investasi tersebut tidak berdampak pada peningkatan risiko kebangkrutan sehingga biaya hutang akan lebih rendah dibandingkan bank konvensional.

METODE

Penelitian ini menggunakan data kuantitatif berupa data laporan keuangan yang diperoleh dari Bank Syariah Mandiri tahun 2004 – 2008 untuk menghitung besarnya zakat (*Z*), *Dividend*

Yield (*d*), Pertumbuhan Dividen (*g*), Deposito Berjangka (*DtX1*), Simpanan Nasabah (*StX2*) dan Rekening Investasi (*ItX3*).

Alat analisis yang digunakan adalah WACC dengan rumus:

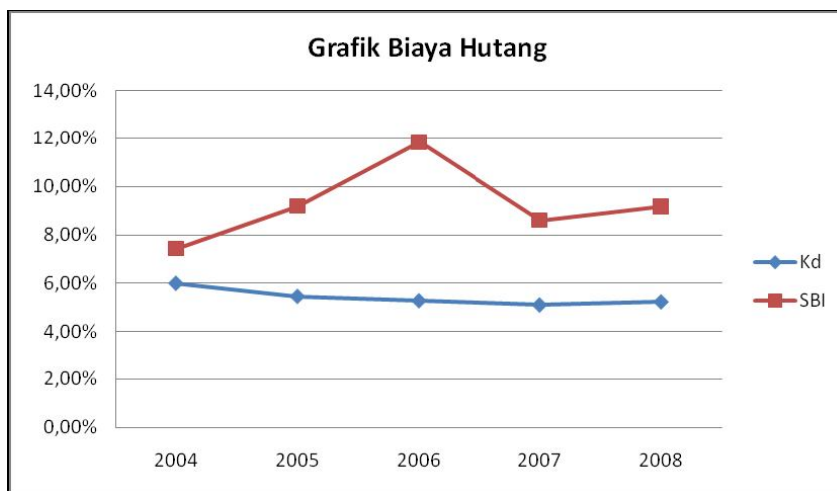
$$WACC = WdKd(1-t) + WeKe$$

Ke dihitung dengan formula: $Ke = Z + d + g$; dimana, *Z* adalah "zakat" yang merupakan pungutan wajib bagi orang beriman, jumlahnya hingga 2,5% dari dana ekuitas, *d* merupakan variabel dari *dividend yield* atau penghasilan dividen dan *g* adalah tingkat harapan pertumbuhan dividen per tahun. *Kd* dihitung dengan formula: $Kd = (DtX1) + (StX2) + (ItX3)$; dimana, *Dt*, *St* dan *It* melambangkan biaya masing-masing dari deposito berjangka, simpanan/tabungan nasabah dan rekening investasi. Bobot relevan dari ketiga tipe ini dilambangkan oleh *X1*, *X2* dan *X3*. Selanjutnya hasil perhitungan akan dinyatakan dalam bentuk grafik untuk melihat trend dari besarnya setiap komponen pembentuk biaya modal.

HASIL

Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Terdapat dua variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini yaitu: biaya modal yang diukur menggunakan WACC dan tingkat bunga simpanan. Adapun statistik deskriptif dari kedua variabel penelitian tersebut ditampilkan pada Tabel 1.



Gambar 2. Grafik Biaya Hutang

bank-bank konvensional yang pada umumnya besaran biaya hutang yang ada sangat bergantung pada suku bunga Bank Indonesia (melalui suku bunga Sertifikat Bank Indonesia) dimana sebagian besar dana bank ditempatkan. Bank-bank konvensional pada umumnya memberikan pendapatan bunga kepada nasabah lebih kecil dari suku bunga Bank Indonesia, sehingga bank tersebut mendapatkan keuntungan atas selisih (*range*) dari bunga simpanan dengan suku bunga Bank Indonesia.

Biaya Modal Saham/Ekuitas (Ke)

Besarnya biaya ekuitas yang digambarkan pada Gambar 3 tidak mengalami perubahan. Hal ini diakibatkan tidak adanya biaya yang disyaratkan oleh para pemegang saham dalam bentuk dividen serta zakat. Tidak adanya pembagian dividen maupun zakat ini sendiri dikarenakan

hampir seluruh kepemilikan saham Bank Syariah Mandiri dipegang oleh bank tersebut, sehingga dimungkinkan tidak adanya pembagian dividen dan menjadikannya laba ditahan. Selain itu diduga Bank Syariah Mandiri tidak secara langsung menjalankan fungsi pemotongan dana zakat tersebut, sehingga BSM tampaknya berperan sebagai perantara dana zakat dengan mereferensi LAZBSM (Lembaga Amil Zakat Bank Syariah Mandiri) umat kepada nasabahnya.

Biaya Modal (WACC)

Trend biaya modal pada Gambar 4 menunjukkan pola yang serupa dengan biaya hutang. Hal ini dikarenakan tidak adanya kontribusi dari biaya ekuitas serta proporsi hutang yang tinggi pada Bank Syariah Mandiri. Sehingga besaran biaya modal sangat dipengaruhi akan besaran biaya hutang.

menjadikan risiko hutang sama dengan risiko saham (Al-Deehani *et al.*, 1999).

Berdasarkan hasil perhitungan biaya modal pada Bank Syariah Mandiri diketahui bahwa biaya modal hutang berbeda dengan biaya modal saham karena pada periode penelitian Bank Syariah Mandiri tidak membayar zakat dan dividen kepada pemegang saham. Tidak adanya pembayaran zakat dan dividen disebabkan Bank Syariah Mandiri melakukan pengelompokan pembayaran zakat secara terpisah, serta menahan laba periode berjalan sehingga menjadi laba ditahan. Selain itu, dalam pembobotan baik biaya modal saham ("Ke") maupun biaya hutang ("Kd") tidak mempertimbangkan adanya elemen *capital gain* (terutama mengenai biaya modal saham). Absennya biaya modal saham menyebabkan pola WACC sebagai indikator biaya modal Bank Syariah Mandiri mengikuti pola biaya modal hutang. Hal ini tidak sesuai dengan penelitian Al-Deehani, *et al.* (1999) yang menemukan bahwa biaya modal hutang sama dengan biaya modal saham. Perbedaan hasil ini mengisyaratkan perlunya pengujian lebih lanjut terhadap klasifikasi elemen yang dimasukkan dalam kategori hutang dan modal pada struktur modal bank syariah.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh gambaran tentang perhitungan biaya modal pada Bank Syariah Mandiri di Indonesia serta komponen yang dominan dalam menentukan besarnya biaya modal. Melalui penelitian ini diharapkan diperoleh gambaran tentang

perhitungan biaya modal pada bank syariah sehingga dapat dipahami perbedaannya dengan bank konvensional.

Hasil penelitian diketahui perhitungan biaya modal pada Bank Syariah Mandiri selama periode 2004-2008 menunjukkan bahwa besarnya biaya modal yang dihitung dengan WACC lebih dipengaruhi oleh biaya modal hutang karena tidak adanya biaya modal saham selama periode penelitian. Dengan kata lain biaya modal hutang tidak sama dengan biaya modal saham. Hal ini tidak sejalan dengan hasil penelitian Al-Deehani, *et al.* (1999) yang menyatakan bahwa besarnya biaya modal hutang sama dengan biaya modal saham karena mempunyai risiko yang setara. Perbedaan hasil ini diduga dipengaruhi oleh perbedaan klasifikasi elemen yang tergolong sebagai hutang dan modal. Oleh karena itu di kemudian hari perlu pengujian lebih lanjut terhadap klasifikasi elemen yang dimasukkan dalam kategori hutang dan modal pada struktur modal bank syariah.

Saran

Keterbatasan akses terhadap perhitungan dan penetapan imbal bagi hasil simpanan (bunga simpanan) sebagai variabel dalam penelitian, jumlah sampel serta keterbatasan penulis dalam mengukur adanya biaya modal laba ditahan (Kr) di luar variabel penelitian merupakan masalah utama dalam penelitian ini. Penelitian selanjutnya diharapkan bisa mencoba mendatangi bank yang bersangkutan untuk memperoleh data *ex-ante* dengan proaktif. Dan jika dimungkinkan menambah sampel penelitian agar diperoleh kesimpulan yang lebih umum.

