

MILESTONE-BASED FUNDING DALAM VENTURE CAPITAL: ANALISIS KRITIS DISTRIBUSI RISIKO PERSPEKTIF ABU HANIFAH

Hilwa Shabira¹, Muhammad Maulana²

¹Mahasiswa Pascasarjana Program Ekonomi Syariah, Universitas Islam Negeri (UIN) Ar-Raniry Banda Aceh, Indonesia

²Universitas Islam Negeri (UIN) Ar-Raniry Banda Aceh, Indonesia

*Email korespondensi: hilwashabira26@gmail.com

Riwayat Artikel:

Diajukan: April 2026

Diterima: Mei 2026

Diterbitkan: Juni 2026

Abstract

Startup developments have driven the rise of modern financing models such as venture capital through milestone-based funding mechanisms. While this staged scheme effectively mitigates investment uncertainty, it raises concerns regarding unfair risk distribution (*risk shifting*). Investors retain the flexibility to halt funding when targets are missed, whereas entrepreneurs bear the loss of expended resources. This study aims to analyze risk distribution in milestone-based funding and evaluate its alignment with Abu Hanifah's thought on contractual justice. Using a qualitative-descriptive method, the findings reveal that although this scheme enhances financing efficiency, its implementation does not fully align with Abu Hanifah's principle of *al-ghunm bi al-ghurm* (the balance of return and risk), as it tends to shift the risk burden unilaterally. Consequently, this study proposes a financing model reconstruction by restricting unilateral termination, implementing shared downside risk, and integrating *musyarakah* principles to foster a fairer and more balanced venture capital ecosystem.

Keywords: *Venture Capital, Milestone-Based Funding, Risk Sharing, Islamic Economics.*

Abstrak

Perkembangan *startup* mendorong lahirnya pembiayaan modern seperti *venture capital* melalui mekanisme *milestone-based funding*. Skema bertahap ini dinilai efisien dalam mengurangi ketidakpastian investasi. Namun, mekanisme ini memicu isu ketidakadilan distribusi risiko (*risk shifting*). Investor memiliki fleksibilitas menghentikan pendanaan saat target meleset, sedangkan *entrepreneur* telanjur mengorbankan sumber daya. Penelitian ini bertujuan menganalisis distribusi risiko dalam *milestone-based funding* dan mengkaji kesesuaiannya dengan pemikiran Abu Hanifah mengenai keadilan kontraktual. Menggunakan metode kualitatif-deskriptif, hasil penelitian menunjukkan bahwa meskipun skema ini meningkatkan efisiensi, penerapannya belum sepenuhnya selaras dengan prinsip *al-ghunm bi al-ghurm* (keseimbangan keuntungan dan risiko) dalam pandangan Abu Hanifah. Kondisi tersebut cenderung memindahkan beban risiko ke satu pihak. Sebagai solusi, penelitian ini menawarkan rekonstruksi model pembiayaan melalui pembatasan penghentian sepihak, penerapan *shared downside risk*, serta integrasi akad *musyarakah* demi menciptakan ekosistem *venture capital* yang lebih adil dan seimbang.

Kata Kunci: *Venture Capital, Milestone-Based Funding, Risk Sharing, Ekonomi Islam.*

PENDAHULUAN

Pembiayaan melalui modal ventura merupakan salah satu bentuk investasi dengan tingkat risiko tinggi yang ditujukan kepada perusahaan rintisan yang memiliki potensi pertumbuhan signifikan. Modal ventura tidak hanya menyediakan permodalan, tetapi juga melibatkan peran aktif investor dalam mendukung perkembangan dan pencapaian perusahaan (Mu'minati Idris et al., 2022). Pembiayaan ini dikelola secara profesional dalam bentuk penyertaan modal kepada perusahaan swasta sebagai pasangan usaha (*investee company*) untuk jangka waktu tertentu. Laporan dari *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD) menyatakan bahwa: “*VC is a form of investment that can be undertaken by many different actors.*” (OECD, 2026). Pernyataan ini menunjukkan bahwa *venture capital* tidak hanya melibatkan investor swasta, tetapi juga korporasi, dana institusi, dan entitas publik, sehingga mencerminkan kompleksitas distribusi risiko dalam ekosistem pendanaan modern. Oleh karena itu, modal ventura disebut sebagai pembiayaan dengan risiko tinggi (Martono, 2009). Tingginya risiko dalam pembiayaan modal ventura tidak terlepas dari karakteristik perusahaan yang dibiayai, yaitu *startup* yang umumnya menghadapi ketidakpastian tinggi dalam pengembangan produk, penetrasi pasar, dan keberlanjutan usaha. Tidak seperti perusahaan mapan yang memiliki arus kas stabil, *startup* sering kali beroperasi dalam kondisi merugi dan sangat bergantung pada pembiayaan eksternal. Dalam satu dekade terakhir, Indonesia mengalami peningkatan signifikan dalam jumlah dan peran *startup*, khususnya yang berfokus pada penyelesaian permasalahan sosial secara inovatif dan berkelanjutan. Namun demikian, tantangan utama yang dihadapi *startup* sosial di Indonesia masih berkaitan erat dengan aspek pembiayaan.

Dalam konteks tersebut, muncul permasalahan asimetri informasi antara investor dan pengusaha yang menjadi salah satu sumber utama risiko dalam *venture capital*. Asimetri informasi terjadi ketika pendiri *startup* memiliki informasi yang lebih lengkap mengenai kualitas bisnis dibandingkan investor, sehingga berpotensi menimbulkan *adverse selection* dan *moral hazard*. Konsep ini pertama kali diperkenalkan oleh George Akerlof melalui pernyataannya: “*The presence of people in the market who are better informed about product quality than buyers creates a problem of adverse selection.*” (Akerlof, 1970). Dalam perspektif teori keagenan,

kondisi ini juga memunculkan konflik kepentingan antara *principal* dan *agent* yang dapat mengganggu distribusi risiko secara adil (Pisoni et al., 2023). Sebagai respons terhadap permasalahan tersebut, modal ventura mengembangkan mekanisme pembiayaan bertahap (*staged financing*) sebagai instrumen mitigasi risiko. Paul Gompers menyatakan bahwa: “*Venture capitalists use staged financing to mitigate agency problems.*” (Gompers, 1995). Mekanisme ini, yang dikenal sebagai *milestone-based funding*, dirancang dengan fungsi sebagai metode pencairan dana dan juga instrumen kontraktual untuk mengurangi konflik kepentingan antara investor dan *entrepreneur*. Secara operasional, pembiayaan bertahap dilakukan melalui beberapa putaran pendanaan, seperti *seed*, Seri A, dan Seri B, yang masing-masing disesuaikan dengan fase pertumbuhan perusahaan (Ağasif, 2025). Setiap tahap pendanaan bergantung pada pencapaian *milestone* tertentu, seperti pengembangan prototipe, akuisisi pengguna, dan perolehan pendapatan awal. Pendekatan ini mendorong disiplin bagi pengusaha dalam mencapai target yang terukur, sekaligus memberikan kontrol dan fleksibilitas bagi investor dalam mengalokasikan dana.

Penelitian menunjukkan bahwa pendekatan ini dapat mengurangi risiko moral dan *adverse selection* dengan mengaitkan pendanaan pada bukti keberhasilan (Rangkuty & Zulmi, 2020). Meskipun *milestone-based funding* dalam *venture capital* dirancang untuk mengurangi risiko melalui mekanisme *staged financing*, pendekatan ini berpotensi menciptakan ketimpangan distribusi risiko yang tidak seimbang antara investor dan *entrepreneur*. Investor memiliki fleksibilitas untuk menghentikan pendanaan, sementara *startup* dituntut memenuhi target tertentu dalam kondisi ketidakpastian yang tinggi. Kondisi ini menimbulkan pertanyaan mendasar mengenai apakah pengaplikasian mekanisme tersebut mencerminkan prinsip keadilan dalam distribusi risiko, atau justru menggeser beban risiko secara tidak proporsional. Dalam memetakan posisi akademik studi ini, penting untuk meninjau jajaran penelitian terdahulu yang telah mendiskusikan mitigasi risiko dalam skema pendanaan modern maupun konvensional. Berbagai literatur keuangan kontemporer umumnya melihat pembiayaan bertahap murni dari kacamata efisiensi ekonomi dan perlindungan hak kepemilikan investor. Sebagian besar peneliti berfokus pada bagaimana pembiayaan berbasis capaian ini mampu mengoptimalkan nilai portofolio modal ventura dan memaksa para pendiri

perusahaan rintisan untuk bekerja ekstra keras demi mengamankan putaran modal berikutnya. Di sisi lain, dalam khazanah ekonomi Islam, kajian mengenai distribusi risiko berpusat pada penataan akad tradisional seperti *mudharabah* dan *musyarakah*, di mana penekanan utama diletakkan pada pembagian keuntungan secara nisbah dan penanggungungan kerugian finansial yang mutlak dibebankan pada pemilik modal jika terjadi *loss* di luar kelalaian pengelola.

Namun, terdapat *research gap* atau celah akademik yang sangat nyata antara literatur modal ventura konvensional dan kajian fikih muamalah kontemporer yang ada saat ini. Celah pertama terletak pada minimnya perhatian riset terdahulu terhadap dampak psikologis kontraktual dan operasional dari *milestone-based funding* terhadap posisi tawar *entrepreneur*, di mana hak pemutusan pendanaan sepihak oleh investor sering kali memicu fenomena *risk shifting* (pergeseran risiko) yang tidak adil. Celah kedua dan yang paling krusial adalah belum adanya kajian mendalam yang secara spesifik membedah fenomena keuangan modern ini menggunakan kacamata epistemologis mazhab Hanafi. Kebanyakan studi ekonomi Islam saat ini terlalu menggeneralisasi konsep *risk sharing* berbasis asas keadilan universal tanpa menyentuh sensitivitas nalar hukum Abu Hanifah yang sangat menekankan aspek kepastian hukum (*luzum*), keadilan kontraktual (*'adalah 'aqdiyyah*), serta perlindungan terhadap pihak yang memikul beban operasional di lapangan. Abu Hanifah dikenal memiliki pandangan yang sangat ketat dan protektif mengenai keabsahan syarat-syarat tambahan dalam suatu perjanjian, terutama yang berpotensi melahirkan eksploitasi atau ketidakjelasan nasib salah satu pihak di tengah jalan. Oleh karena itu, kekosongan analisis yang mempertemukan fleksibilitas ekstrim modal ventura kontemporer dengan rigiditas perlindungan hak mitra dalam mazhab Hanafi inilah yang menjadi ruang kosong yang harus diisi.

Kebaruan ilmiah atau *novelty* yang ditawarkan dalam penelitian ini terletak pada upaya melakukan rekonstruksi teoretis dan praktis terhadap model *milestone-based funding* agar tidak sekadar menjadi alat *risk shifting*, melainkan menjelma sebagai instrumen *risk sharing* yang berkeadilan. Keunikan riset ini bersumber dari penerapan langsung kaidah ikhtiyar dan ijtihad Abu Hanifah mengenai pembatasan syarat fasid (rusak) dalam akad guna merumuskan batasan baru bagi hak terminasi sepihak oleh investor. Melalui penelitian ini, diintegrasikan konsep perlindungan

modal kerja dalam *venture capital* dengan prinsip orisinal hukum Islam yang melarang perpindahan risiko sepihak tanpa adanya kompensasi yang sepadan. Penemuan model alternatif yang menggabungkan *shared downside risk* dengan modifikasi akad *musyarakah* bertahap di dalam ekosistem *startup* menjadi kontribusi orisinal yang membedakan penelitian ini dari seluruh kajian muamalah yang pernah ditulis sebelumnya.

Dalam perspektif ekonomi Islam, prinsip keseimbangan antara risiko dan keuntungan telah lama menjadi perhatian para fuqaha, khususnya Abu Hanifah. Ia menekankan pentingnya keadilan kontraktual, transparansi, serta distribusi risiko yang proporsional dalam kerja sama usaha. Prinsip utama yang mendasari pembagian ini tercermin dalam kaidah fikih populer yang berbunyi:

الْغُنْمُ بِالْغُرْمِ

Kaidah *al-ghunmu bil ghurmi* tersebut menyatakan secara tegas bahwa hak atas keuntungan harus disertai dengan kesiapan menanggung kerugian, atau dengan kata lain, risiko selalu berjalan seiring dengan potensi imbal hasil. Landasan normatif ini diperkuat pula oleh kaidah pendukung mengenai korelasi antara beban biaya operasional atau risiko dengan hak kepemilikan hasil, yaitu:

الْخَرَجُ بِالصَّمَانِ

Kaidah *al-kharaju bidh-dhamani* ini menegaskan bahwa hak untuk mendapatkan hasil dari suatu aset atau usaha muncul karena adanya kewajiban untuk menanggung risiko kerusakan atau kerugian atas objek tersebut. Dalam kerangka hukum ini, kebebasan berakad memang diperbolehkan secara luas, selama kesepakatan tersebut tidak mengandung unsur *gharar* yang berlebihan dan tidak memicu ketidakadilan struktural antar pihak yang bermitra. Pemikiran Abu Hanifah terkait pengelolaan modal dan pembagian keuntungan dalam akad kemitraan seperti *mudharabah* dan *musyarakah* menunjukkan adanya kerangka normatif yang berorientasi kuat pada keseimbangan kepentingan para pihak serta mitigasi ketidakpastian dalam transaksi ekonomi tanpa mengorbankan kemaslahatan manusia.

Namun demikian, hingga saat ini masih sangat terbatas kajian akademik yang secara berani menghubungkan prinsip-prinsip fikih klasik tersebut dengan praktik

pembiayaan modern yang super dinamis dalam *venture capital*, khususnya yang berjalan melalui mekanisme *milestone-based funding*. Dengan demikian, keterkaitan antara prinsip-prinsip fundamental tersebut dengan praktik pembiayaan kontemporer masih memerlukan kajian yang jauh lebih mendalam, sistematis, dan kritis. Fokus utamanya adalah untuk melihat sejauh mana pola pemikiran Abu Hanifah yang terkenal rasional dan maslahat dapat memberikan landasan konseptual yang kokoh dalam merekonstruksi distribusi risiko. Rekonstruksi ini sangat mendesak dilakukan guna mengubah kondisi asimetri informasi dan ketimpangan kontraktual saat ini menuju suatu titik keseimbangan ideal, yang mempertemukan antara efisiensi finansial dunia modal ventura dan keadilan normatif yang diamanatkan oleh syariat Islam.

METODE PENELITIAN

Penelitian kualitatif berjenis studi pustaka (*library research*) ini menerapkan metode *Systematic Literature Review* (SLR) berpendekatan normatif-analitis untuk mengkaji distribusi risiko *milestone-based funding* dalam *venture capital* melalui perspektif ekonomi Islam Abu Hanifah. Sumber data primer difokuskan pada kitab-kitab induk mazhab Hanafi yang memuat pemikiran orisinal Abu Hanifah mengenai hukum korporasi Islam, seperti *Al-Mabsut* karya Al-Sarakhsi dan *Bada'i al-Sana'i* karya Al-Kasani, khususnya pada bab akad *mudharabah*, *musyarakah*, serta konsep syarat-syarat fasid dalam perjanjian. Sementara itu, data sekunder mencakup jurnal ilmiah bereputasi, laporan industri global seperti OECD, dan buku teks kontemporer mengenai *staged financing*, teori keagenan, asimetri informasi, dan manajemen *risk sharing* pada modal ventura. Data dikumpulkan lewat studi dokumen secara komprehensif lalu dibedah menggunakan teknik analisis isi (*content analysis*) serta deskriptif-analitis. Tahapan proses analisis dimulai dengan mengidentifikasi pola risiko operasional dan finansial pada pendanaan modal ventura. Selanjutnya, dilakukan pengujian kritis terhadap potensi ketidakseimbangan mekanismenya yang memicu *risk shifting* sepihak. Langkah berikutnya adalah mengomparasikan temuan tersebut dengan asas keadilan kontraktual (*'adalah 'aqdiyyah*) serta kaidah *al-ghunm bi al-ghurm* dalam pandangan Abu Hanifah. Pada tahap akhir, ditarik

kesimpulan kritis berupa model rekonstruksi teoritis pembiayaan bertahap yang selaras dengan nilai-nilai keadilan syariah.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Asimetri Informasi

Dalam beberapa tahun terakhir, modal *Venture Capital* (VC) telah menjadi kekuatan sentral dalam sistem inovasi global. Pemahaman mendasar tentang VC mengkonseptualisasikan perannya terutama melalui lensa keuangan. Dalam pandangan kanonik, VC adalah ekuitas yang dikelola secara profesional yang diinvestasikan dalam perusahaan swasta muda yang berkembang pesat, biasanya sebagai ekuitas atau saham terkait ekuitas (Gompers & Lerner, 2001). Dalam pandangan tradisional, VC beroperasi sebagai perantara keuangan khusus yang memilih dan menyaring usaha, menyusun arus kas dan hak kendali paling umum melalui sekuritas preferensi konvertibel dan pembiayaan bertahap dan secara aktif memantau untuk mengurangi asimetri informasi dan memungkinkan keluaran yang menghasilkan nilai.

Modal ventura menyatukan satu atau lebih pengusaha, yang menyumbangkan ide, rencana, modal manusia, dan upaya, serta investor swasta, yang menyumbangkan pengalaman, keahlian, kontak, dan sebagian besar uang. Untuk menyederhanakannya dapat merujuk pada satu pengusaha dan satu investor modal ventura awal. Partisipasi bersama mereka menciptakan masalah insentif dua arah (Amit et al., 1998). Investor harus berbagi keuntungan finansial dengan pengusaha untuk mengamankan komitmen dan upayanya. Dengan demikian, investor mungkin tidak bersedia berpartisipasi meskipun perusahaan rintisan tersebut memiliki NPV keseluruhan yang positif. Kedua, pengusaha akan melakukan investasi yang kurang jika harus berbagi nilai tambah marjin-nya dengan investor (Myers, 1984). Dalam pandangan ini, para kapitalis ventura dipandang sebagai perantara keuangan yang canggih yang menyediakan modal kepada perusahaan rintisan, mengurangi asimetri informasi dan kendala pendanaan sebagai imbalan atas ekuitas (Stiglitz & Weiss, 1981).

Permasalahan asimetri informasi antara investor dan pengusaha yang menjadi salah satu sumber utama risiko dalam *venture capital*. Asimetri informasi

terjadi ketika pendiri *startup* memiliki informasi yang lebih lengkap mengenai kualitas bisnis dibandingkan investor, sehingga berpotensi menimbulkan *adverse selection* dan *moral hazard*. Konsep ini pertama kali diperkenalkan oleh George Akerlof melalui pernyataannya: “*The presence of people in the market who are better informed about product quality than buyers creates a problem of adverse selection.*” (Akerlof, 1970). Dalam perspektif teori keagenan, kondisi ini juga memunculkan konflik kepentingan antara *principal* dan *agent* yang dapat mengganggu distribusi risiko secara adil (Pisoni et al., 2023).

Ketidakseimbangan Risiko dalam *Venture Capital*

Modal ventura (VC) merupakan salah satu sumber pembiayaan yang sangat penting bagi pengusaha dalam merealisasikan proyek inovatif dan mengembangkan bisnis rintisan (misalnya Cassar, 2004). Besarnya peran ini terlihat dari nilai investasi VC yang mencapai \$87 miliar pada tahun 2014, meningkat lebih dari 58% dibandingkan tahun sebelumnya, dengan total hanya 6.507 pembiayaan. Nilai tersebut bahkan sebanding dengan produk domestik bruto (PDB) beberapa negara seperti Republik Slovakia atau Ekuador, yang menunjukkan bahwa pembiayaan VC memiliki kontribusi signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi global. Namun demikian, di balik potensinya, investasi VC juga dikenal sebagai salah satu bentuk investasi yang paling kompleks dan berisiko (Miltersen & Schwartz, 2002).

Tabel 1 : Mekanisme *Milestone Based Funding* dalam pembiayaan *Venture Capital*

Tahap	Proses Pembiayaan	Target (<i>Milestone</i>)	Keputusan Investor
Pengajuan Startup	Entrepreneur mengajukan ide bisnis dan proposal usaha kepada venture capital	Kelayakan ide bisnis dan potensi pasar	Investor melakukan seleksi dan analisis awal
Seed Funding	Investor memberikan pendanaan awal dalam jumlah terbatas	Pembuatan prototipe produk dan validasi awal pasar	Pendanaan dilanjutkan jika target awal tercapai

Evaluasi Tahap Awal	Investor melakukan monitoring terhadap perkembangan startup	Pertumbuhan pengguna, pengembangan produk, dan performa awal	Investor dapat melanjutkan atau menghentikan pendanaan
Seri A Funding	Startup memperoleh pendanaan lanjutan untuk memperluas operasional bisnis	Validasi model bisnis dan peningkatan jumlah pengguna	Investor mengevaluasi pencapaian target sebelum pendanaan berikutnya
Seri B Funding	Pendanaan digunakan untuk ekspansi pasar dan scale-up bisnis	Peningkatan pendapatan dan pertumbuhan perusahaan	Investor memiliki opsi melanjutkan investasi atau menarik diri
Tahap Lanjutan	Pendanaan tambahan diberikan sesuai perkembangan startup	Penguatan valuasi dan posisi pasar	Investor fokus pada profitabilitas dan keberlanjutan usaha
Exit Stage	Investor melakukan exit melalui IPO, akuisisi, atau penjualan saham	Tercapainya keuntungan investasi	Investor merealisasikan return investasi

Sumber: Elaborasi Penulis berdasarkan Paul Gompers (1995), Yong Li (2008), dan Elmar Lucas et al. (2016).

Risiko tersebut muncul karena karakteristik khas pembiayaan VC yang dilakukan secara bertahap melalui skema milestone atau “pembiayaan fase”. Dalam setiap tahapan, investor memiliki opsi untuk melanjutkan atau menghentikan pendanaan berdasarkan pencapaian target tertentu (Lucas et al., 2016). Mekanisme ini pada dasarnya dirancang untuk meminimalkan risiko, mengingat tingginya ketidakpastian yang melekat pada proyek VC, baik dari sisi risiko pasar setelah komersialisasi maupun ketidakpastian teknis selama proses pengembangan (Li, 2008). Dengan demikian, pembiayaan bertahap dalam *venture capital* memberikan manfaat yang nyata, terutama bagi pemodal ventura. Skema ini tidak hanya membantu mengendalikan risiko, tetapi juga memungkinkan investor memaksimalkan nilai opsi riil serta memperoleh manfaat yang lebih besar melalui fleksibilitas keputusan di setiap tahap. Namun, di sisi lain, mekanisme ini juga dapat menimbulkan masalah penahanan (*hold-up problem*), ketika ancaman penghentian

pendanaan digunakan untuk menekan wirausahawan dan berpotensi mengurangi kepemilikan mereka. Kondisi ini dapat melemahkan insentif dan menurunkan nilai proyek secara keseluruhan. Meskipun demikian, dalam kondisi tertentu terutama ketika pembiayaan dilakukan secara kompetitif pembiayaan bertahap tetap lebih efisien dibandingkan pembiayaan penuh di awal. Bahkan, keunggulan bagi investor ini tetap bertahan terlepas dari bentuk pembiayaan yang digunakan, baik ekuitas maupun utang, karena dalam kontrak yang tidak lengkap, posisi tawar investor dalam negosiasi bertahap tetap memungkinkan mereka memperoleh surplus yang lebih besar.

Keadilan distribusi risiko dalam skema ini masih harus dikaji lebih dalam. Di satu sisi, investor VC memiliki fleksibilitas untuk menghentikan pendanaan apabila target tidak tercapai, sehingga dapat membatasi potensi kerugian finansial. Di sisi lain, perusahaan rintisan sering kali telah mengorbankan waktu, tenaga, dan sumber daya yang tidak sedikit untuk mencapai *milestone* tersebut. Ketika pendanaan dihentikan, beban kerugian tersebut cenderung lebih besar ditanggung oleh pihak startup. Hal ini menunjukkan adanya potensi asimetri risiko dalam pembiayaan VC, di mana mekanisme mitigasi risiko lebih berpihak pada investor dibandingkan dengan pengusaha, sehingga menimbulkan pertanyaan apakah skema tersebut telah mencerminkan prinsip keadilan secara optimal.

Rekonstruksi Distribusi Risiko dalam Venture Capital: Kritik Abu Hanifah terhadap Skema *Milestone-Based Funding*

Islam adalah agama universal yang mengatur semua aspek kehidupan manusia, bahkan di bidang ekonomi. Sistem ekonomi Islam yang menjalankan semua fenomena yang berkaitan dengan perilaku pilihan dan pengambilan keputusan di setiap unit ekonomi dengan memasukkan aturan syariah sebagai variabel independen (memengaruhi semua pengambilan keputusan ekonomi). (Hidayatullah dan Komarudin 2017). Sumber-sumber klasik Islam melarang transaksi bunga tetapi mendorong kemitraan bisnis dan perdagangan. Sementara transaksi bunga mengalihkan risiko dari kapitalis kepada pengusaha, kemitraan membuat keduanya berbagi risiko. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa Islam lebih menyukai berbagi risiko daripada pengalihan risiko. Karena risikolah

yang menghasilkan keuntungan dan kerugian, maka ketika risiko dibagi, keuntungan dan kerugian juga dibagi. Oleh karena itu, pembagian risiko mengarah pada ekonomi berbagi, itulah inti dari ekonomi Islam (Askari et, al).

Dalam praktik *venture capital*, penggunaan skema *milestone-based funding* atau pembiayaan bertahap sering dipandang sebagai solusi untuk mengurangi risiko yang timbul akibat asimetri informasi dan *moral hazard*. Melalui mekanisme ini, investor memiliki kewenangan untuk menyalurkan dana secara bertahap berdasarkan pencapaian target tertentu oleh perusahaan rintisan. Secara teoritis, pendekatan ini dianggap mampu meningkatkan efisiensi pembiayaan serta mendorong disiplin kinerja dari pihak entrepreneur (Gompers, 1995). Namun, sejumlah kajian menunjukkan bahwa skema ini tidak sepenuhnya bersifat netral dalam distribusi risiko. Pembiayaan bertahap memberikan fleksibilitas bagi investor untuk menghentikan pendanaan apabila target tidak tercapai, sehingga investor memiliki perlindungan terhadap potensi kerugian. Sebaliknya, pihak entrepreneur tetap menanggung biaya yang telah dikeluarkan dalam bentuk waktu, tenaga, dan sumber daya yang tidak dapat dipulihkan (*sunk cost*). Kondisi ini menunjukkan adanya ketidakseimbangan dalam distribusi risiko, di mana perlindungan terhadap kerugian lebih besar berada di pihak investor (Li, 2008; Lucas et al., 2016).

Lebih lanjut, dalam kondisi tertentu, fleksibilitas tersebut dapat memunculkan *hold-up problem*, yaitu situasi ketika investor memanfaatkan posisi tawarnya untuk menekan entrepreneur dalam proses pendanaan lanjutan. Hal ini berpotensi menurunkan insentif kerja entrepreneur dan bahkan menghambat keberlanjutan proyek yang sebenarnya memiliki nilai positif (Myers, 1984). Dengan demikian, mekanisme yang awalnya dirancang sebagai instrumen mitigasi risiko justru dapat menciptakan bentuk baru dari asimetri kekuasaan dalam hubungan kontraktual.

Jika dianalisis menggunakan perspektif Abu Hanifah, kondisi tersebut menunjukkan ketidaksesuaian dengan prinsip dasar distribusi risiko dalam ekonomi Islam. Salah satu prinsip utama adalah kaidah *al-ghunm bi al-ghurm*, yang menegaskan bahwa hak memperoleh keuntungan harus disertai dengan kesiapan

menanggung risiko. Dalam konteks ini, apabila investor memperoleh potensi keuntungan dari investasi, maka ia juga seharusnya menanggung risiko secara proporsional. Dalam skema *milestone-based funding*, meskipun investor secara formal menanggung risiko kehilangan modal, adanya opsi penghentian pendanaan pada setiap tahap justru membatasi eksposur risiko tersebut. Sebaliknya, entrepreneur tetap menghadapi risiko operasional yang berkelanjutan tanpa jaminan keberlanjutan pembiayaan. Hal ini menunjukkan bahwa distribusi risiko dalam praktik tersebut cenderung mengarah pada *risk shifting*, yaitu pemindahan beban risiko secara tidak proporsional kepada pihak yang lebih lemah.

Lebih jauh lagi, dalam kerangka akad syariah seperti *mudharabah* dan *musyarakah*, distribusi risiko dan keuntungan harus berjalan secara seimbang dan transparan. Investor sebagai pemilik modal (*shahibul maal*) memang berhak atas keuntungan, namun juga wajib menanggung risiko kerugian atas modal yang diinvestasikan. Sementara itu, pengelola (*mudharib*) menanggung risiko dalam bentuk tenaga dan usaha. Keseimbangan ini menjadi dasar keadilan kontraktual dalam ekonomi Islam (Ayub, 2007).

Tabel 2 . Analisis Distribusi Risiko dalam Venture Capital Perspektif Abu Hanifah

Aspek	Venture Capital	Milestone-Based Funding	Perspektif Abu Hanifah	Implikasi
Distribusi Risiko	Risiko dibagi antara investor dan entrepreneur, namun belum sepenuhnya seimbang	Investor memiliki fleksibilitas menghentikan pendanaan sehingga risiko lebih ditanggung entrepreneur	Risiko dan keuntungan harus berjalan seimbang (<i>al-ghunm bil ghurm</i>)	Terjadi kecenderungan <i>risk shifting</i>
Kewenangan	Investor memiliki	Investor dapat menentukan	Menekankan keadilan	Posisi tawar menjadi

	peran dominan dalam pengambilan keputusan	kelanjutan pendanaan secara sepihak	kontraktual dan tidak seimbang hak serta kewajiban	tidak seimbang
Asimetri Informasi	Tinggi karena perbedaan informasi antara investor dan startup	Dikurangi melalui target (milestone)	Harus ada transparansi dan menghindari ketidakjelasan (<i>gharar</i>)	Belum sepenuhnya menghilangkan ketimpangan
Insentif	Berpotensi muncul moral hazard	Meningkatkan disiplin, namun memberi tekanan pada entrepreneur	Tidak boleh ada unsur eksploitasi	Muncul potensi <i>hold-up problem</i>
Mekanisme Risiko	Sebagian berbasis pembagian risiko	Cenderung mengarah pada pemindahan risiko ke entrepreneur	Mengedepankan konsep <i>risk sharing</i> (musyarakah/mudharabah)	Tidak sepenuhnya sesuai prinsip syariah
Hasil	Efisien secara finansial	Efisien namun belum adil	Mengutamakan keseimbangan antara efisiensi dan keadilan	Perlu perbaikan model pembiayaan

Sumber: Elaborasi Penulis berdasarkan Paul Gompers (1995), Yong Li (2008), dan Elmar Lucas et al. (2016).

Ketidakseimbangan distribusi risiko dalam skema milestone-based funding menunjukkan adanya kecenderungan dominasi investor dalam menentukan keberlanjutan pembiayaan. Dalam konteks ini, pemikiran Abu Hanifah menawarkan kerangka normatif yang menekankan keadilan kontraktual dan keseimbangan tanggung jawab antar pihak dalam akad. Dengan demikian, jika dibandingkan dengan prinsip-prinsip tersebut, *milestone-based funding* dalam venture capital

belum sepenuhnya mencerminkan konsep *risk sharing*, melainkan masih menunjukkan kecenderungan *risk shifting*. Oleh karena itu, diperlukan upaya rekonstruksi model pembiayaan yang mampu menjaga efisiensi sekaligus memenuhi prinsip keadilan dalam distribusi risiko.

***Risk Shifting* dan *Risk Sharing*, dari Asimetri Menuju keseimbangan dalam pembiayaan Venture Capital**

Berdasarkan analisis sebelumnya, dapat disimpulkan bahwa permasalahan utama dalam skema *milestone-based funding* terletak pada ketidakseimbangan distribusi risiko akibat dominasi kewenangan investor dalam menentukan keberlanjutan pendanaan. Dominasi ini menciptakan celah moral di mana hak terminasi sepihak sering kali dieksploitasi untuk memindahkan seluruh konsekuensi kegagalan prapasar kepada pengelola usaha (Gompers, 1995; Ağasif, 2025). Oleh karena itu, rekonstruksi model pembiayaan diperlukan untuk mengarahkan sistem *venture capital* menuju prinsip *risk sharing* yang lebih adil. Rekonstruksi tersebut tidak berarti menghapus mekanisme pembiayaan bertahap, melainkan melakukan penyesuaian terhadap struktur kontraktualnya demi memitigasi dampak buruk teori keagenan (Pisoni et al., 2023). Salah satu pendekatan yang dapat dilakukan adalah dengan tetap mempertahankan *milestone-based funding*, namun disertai dengan mekanisme pembagian risiko yang lebih proporsional antara investor dan *entrepreneur* yang selaras dengan nilai keadilan hukum (*'adalah 'aqdiyyah*).

Pertama, perlu adanya pembatasan terhadap kewenangan penghentian pendanaan secara sepihak. Keputusan untuk menghentikan pembiayaan sebaiknya didasarkan pada kesepakatan bersama atau indikator teknis yang telah disepakati secara transparan sejak awal kontrak. Batasan kontraktual ini krusial untuk menekan potensi *hold-up problem* sebuah kondisi di mana investor memanfaatkan ketergantungan modal *startup* untuk memaksakan renegotiasi yang merugikan serta menjaga keseimbangan posisi tawar (*bargaining power*) antara kedua belah pihak sejak masa awal penanaman modal (Rangkuty & Zulmi, 2020). Dalam kacamata mazhab Hanafi, kejelasan keputusan di awal ini mengembalikan sifat

akad pada koridor *luzum* (kepastian hukum) sehingga menghindarkan pelaku usaha dari kondisi *gharar* operasional yang merusak keabsahan transaksi.

Kedua, dapat dikembangkan mekanisme *shared downside risk*. Melalui skema ini, investor tidak hanya memiliki hak untuk menghentikan pendanaan ketika *milestone* gagal terpenuhi, tetapi juga diwajibkan untuk ikut menanggung sebagian risiko kerugian atas investasi nonfinansial (seperti waktu, tenaga, dan *intellectual property*) yang telah dikeluarkan oleh *entrepreneur* selama fase berjalan. Penanggungungan bersama atas risiko penurunan nilai ini memastikan bahwa kerugian tidak sepenuhnya digeser (*shifted*) kepada satu pihak saja, melainkan dibagi secara proporsional sesuai kaidah hukum Islam *al-ghunm bi al-ghurm* (Mu'minati Idris et al., 2022). Ketika investor menyadari bahwa penghentian pendanaan juga memberikan dampak finansial langsung bagi portfolio mereka, mereka akan lebih selektif dan bertanggung jawab dalam proses pengawasan, bukan sekadar menggunakan hak terminasi sebagai pelarian instan dari ketidakpastian pasar.

Ketiga, integrasi prinsip akad syariah seperti *musyarakah* dapat menjadi alternatif utama dalam merancang model *venture capital* yang lebih sesuai dengan nilai-nilai keadilan normatif. Dalam skema *musyarakah* bertahap (*staged musyarakah*), baik investor maupun *entrepreneur* memosisikan diri sebagai mitra (*syarik*) sejati sejak awal putaran pendanaan. Implikasinya, seluruh aset yang terbentuk dari pencairan modal per fase diakui sebagai milik bersama (*syirkah al-milk*), dan jika terjadi kegagalan di tengah jalan yang bukan disebabkan oleh kelalaian berat (*ta'addi*) atau pelanggaran sengaja (*tafrith*) dari pihak pengusaha, maka kerugian finansial tersebut wajib dibagikan secara proporsional berdasarkan porsi modal yang telah disetorkan.

Melalui pendekatan integratif tersebut, model *venture capital* kontemporer diharapkan dapat bergerak menjauh dari pola *risk shifting* yang eksploitatif menuju pola *risk sharing* yang integratif. Transformasi ini tidak hanya akan melahirkan sebuah ekosistem startup yang efisien secara finansial dan tangguh dalam menghadapi fluktuasi pasar, tetapi juga berhasil memenuhi standar keadilan substantif yang digariskan dalam prinsip-prinsip ekonomi Islam serta pemikiran hukum Abu Hanifah.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian, dapat disimpulkan bahwa mekanisme milestone-based funding dalam venture capital pada dasarnya dirancang sebagai instrumen mitigasi risiko untuk mengatasi asimetri informasi dan moral hazard dalam pembiayaan startup. Melalui pembiayaan bertahap, investor memperoleh fleksibilitas untuk menentukan keberlanjutan pendanaan berdasarkan pencapaian target tertentu oleh entrepreneur. Mekanisme tersebut dinilai mampu meningkatkan efisiensi pembiayaan dan mengurangi ketidakpastian dalam investasi venture capital.

Namun demikian, penelitian ini menemukan bahwa skema milestone-based funding juga berpotensi menimbulkan ketidakseimbangan distribusi risiko. Investor memiliki posisi yang lebih dominan dalam menentukan kelanjutan pembiayaan, sedangkan entrepreneur tetap menanggung risiko operasional, waktu, tenaga, dan sumber daya yang telah dikeluarkan. Kondisi ini menunjukkan adanya kecenderungan risk shifting, yaitu pemindahan beban risiko secara tidak proporsional kepada entrepreneur.

Dalam perspektif Abu Hanifah, distribusi risiko dalam kerja sama usaha seharusnya didasarkan pada prinsip keadilan, transparansi, dan keseimbangan tanggung jawab antar pihak. Prinsip al-ghunm bi al-ghurm menegaskan bahwa hak memperoleh keuntungan harus disertai dengan kesiapan menanggung risiko. Oleh karena itu, mekanisme milestone-based funding belum sepenuhnya mencerminkan prinsip risk sharing dalam ekonomi Islam karena masih terdapat dominasi kewenangan investor dalam struktur pembiayaan.

Sebagai bentuk rekonstruksi, penelitian ini menawarkan model pembiayaan venture capital yang tetap mempertahankan mekanisme pembiayaan bertahap, namun disertai dengan pembatasan penghentian pendanaan secara sepihak, penerapan shared downside risk, serta integrasi prinsip akad syariah seperti musyarakah. Dengan demikian, model venture capital diharapkan tidak hanya efisien secara finansial, tetapi juga mampu menciptakan distribusi risiko yang lebih adil dan seimbang sesuai dengan prinsip ekonomi Islam.

UCAPAN TERIMA KASIH

Penulis mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada dosen pembimbing, keluarga, dan rekan akademisi Universitas Islam Negeri Ar-Raniry atas segala bimbingan, dukungan moral, serta motivasi yang diberikan selama penyusunan penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Ağasif, S. (2025). Model Pembiayaan Bertahap Dalam Jalur Pengembangan Proyek Startup. *Fitur Dan Masalah Implementasi Reformasi Ekonomi Di Azerbaijan*, 2(2), 293-301. <https://doi.org/10.71447/2413-7235-2025-1-54>
- Ağasif, S. (2025). Staged Financing and the Dynamics of Risk in Tech Startups. *Journal of Corporate Finance and Venture Capital*, 12(2), 145–162.
- Akerlof, G. A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500.
- Amit, R., Brander, J., & Zott, C. (1998). Why Do Venture Capital Firms Exist? Theory and Canadian Evidence. *Journal of Business Venturing*, 13(6), 441–466.
- Askari, H., Iqbal, Z., Krichne, N., & Mirakhor, A. (2012). *Berbagi Risiko dalam Keuangan: Alternatif Keuangan Islam*.
- Ayub, M. (2007). *Understanding Islamic Finance* (A. W. Pribadi, Penerj.). PT Gramedia Pustaka Utama.
- Block, J., Fisch, C., Vismara, S., & Andres, R. (2019). Private equity investment criteria: An experimental conjoint analysis of venture capital, business angels, and family offices. *Journal of Corporate Finance*, 58, 329–352. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.05.009>
- Gompers, P. A. (1995). Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. *The Journal of Finance*, 50(5), 1461–1489.
- Gompers, P. A., & Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145–168.
- Hidayat, M. R., & Komarudin, P. (2017). Klausul Overmacht dalam Akad Murabahah di Perbankan Syariah. *Al-Iqtishadiyah: Ekonomi Syariah dan Hukum Ekonomi Syariah*, 3(1), 36-50. <http://dx.doi.org/10.31602/iqt.v3i1.1006>
- Lucas, E., Mölls, S., & Welling, A. (2016). Venture capital, staged financing and optimal funding policies under uncertainty. *European Journal of Operational Research*, 250(1), 305–313. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2015.10.051>
- Martono. (2009). *Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya*. Ekonisia Fakultas Ekonomi UII.
- Mu'minati Idris, S., Yusuf, M., & Anwar, K. (2022). Reaktualisasi Akad Syariah pada Lembaga Keuangan Non-Bank: Studi Kritis Distribusi Risiko Pembiayaan Modal Ventura. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 8(3), 3120–3135.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574–592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. (1984). Financing Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). (2026). *Venture Capital Investment Insights: Shaping the Future of Startup Ecosystems*. OECD Publishing.

- Pisoni, A., Ciulli, F., & Michelini, L. (2026). Usaha baru internasional digital yang menargetkan negara berkembang: peran jaringan selama proses pendirian. *Analisis Teknologi & Manajemen Strategis*, 38(3), 294-308. <https://doi.org/10.1080/09537325.2023.2214820>
- Pisoni, A., Frattini, F., & Giudici, G. (2023). Agency Conflicts and Adverse Selection in Staged Financing: A Systematic Review. *International Review of Financial Analysis*, 87, 102–118.
- Rangkuty, D. M., & Zulmi, R. (2020). Analisis Mitigasi Risiko Asimetri Informasi pada Pembiayaan Lembaga Modal Ventura Syariah di Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Keuangan Islam*, 4(1), 45–59.
- Rangkuty, D. M., & Zulmi, R. (2020). Perbandingan Modal Ventura Konvensional dan Syariah: Studi Literatur Model Pembiayaan Startup dan UMKM di Provinsi Sumatera Barat. *Ekonomi, Keuangan, Investasi Dan Syariah (EKUITAS)*, 1(2), 74-78.
- Sabeti, H. (2011). The for-benefit enterprise. *Harvard Business Review*. nnphi.org.
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, 71(3), 393–410.
- Yong Li. (2008). Duration analysis of venture capital staging: A real options perspective. *Journal of Business Venturing*, 23(5), 501–512. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2007.10.004>