

***RECONSTRUCTION OF ZOMBIE FINANCE THROUGH SHARIA
REFINANCING AND RESILIENCE OF INTEREST RATE COVERAGE IN
CORPORATE CRISES***

**REKONSTRUKSI ZOMBIE FINANCE MELALUI REFINANCING SYARIAH
DAN KETAHANAN INTEREST COVERAGE PADA KRISIS KORPORASI**

**Rustan¹, Syamsuddin², Sitti Walida Mustamin³, Fera Firyal Thahir⁴, Sitti Mukarramah⁵,
Andi Arifwangsa Adiningrat⁶**

Universitas Muhammadiyah Makassar^{1,2,3,6}

Politeknik Perikanan Negeri Tual⁴

Universitas Khairun⁵

rustan@unismuh.ac.id¹, syamsuddin@unismuh.ac.id², validamustamin@unismuh.ac.id³,
ferafiryalthahir@polikant.ac.id⁴, sittimukarramah@unhair.ac.id⁵, andiariefky@unismuh.ac.id⁶.

ABSTRACT

This study aims to: analyze the phenomenon of Zombie Finance in MSMEs and examine sharia refinancing as a reconstruction model to strengthen interest coverage resilience during corporate crises. The research used a qualitative phenomenological approach involving five MSME informants affected by financial pressure during the crisis period. Data were collected through in-depth interviews, observation, documentation, and financial reports. The findings show that MSMEs experienced a sales decline of 50%–65%, causing weakened cash flow, reduced profitability, and limited ability to meet financing obligations. This condition reflects the characteristics of Zombie Finance, where businesses continue operating but rely on refinancing or loan extensions to survive. The study also finds that sharia refinancing is perceived as fairer, more adaptive, and more sustainable because it aligns financing obligations with real business capacity through risk-sharing principles and ethical restructuring. Therefore, sharia refinancing has the potential to strengthen MSME financial resilience and sustainability during economic crises

Keywords: *Zombie Finance, Sharia Refinancing, Interest Coverage, Financial Resilience, Corporate Crises.*

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis fenomena Zombie Finance pada UMKM serta mengkaji refinancing syariah sebagai model rekonstruksi untuk memperkuat ketahanan interest coverage pada masa krisis korporasi. Penelitian menggunakan pendekatan kualitatif dengan jenis fenomenologi yang melibatkan lima informan UMKM terdampak tekanan keuangan selama masa krisis. Data dikumpulkan melalui wawancara mendalam, observasi, dokumentasi, dan laporan keuangan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa UMKM mengalami penurunan penjualan sebesar 50%–65% yang menyebabkan melemahnya arus kas, menurunnya profitabilitas, dan terbatasnya kemampuan memenuhi kewajiban pembiayaan. Kondisi ini mencerminkan karakteristik Zombie Finance, yaitu usaha tetap beroperasi tetapi bergantung pada refinancing atau perpanjangan pinjaman untuk bertahan. Penelitian juga menemukan bahwa refinancing syariah dipersepsikan lebih adil, adaptif, dan berkelanjutan karena menyesuaikan kewajiban pembiayaan dengan kapasitas usaha riil melalui prinsip bagi hasil dan restrukturisasi yang etis. Dengan demikian, refinancing syariah berpotensi memperkuat ketahanan dan keberlanjutan keuangan UMKM pada masa krisis ekonomi.

Kata kunci: *Zombie Finance, Refinancing Syariah, Interest Coverage, Ketahanan Keuangan, Krisis Korporasi.*

PENDAHULUAN

Fenomena zombie finance semakin menonjol dalam dinamika keuangan korporasi global, terutama setelah krisis keuangan global dan pandemi Covid-19, ketika banyak perusahaan bertahan

bukan karena pemulihan kinerja operasional, . fenomena ini menjadi isu krusial dalam krisis korporasi modern karena banyak perusahaan tetap beroperasi meskipun secara fundamental tidak lagi memiliki

kapasitas laba yang memadai untuk menanggung beban bunga utangnya. Dalam literatur keuangan korporasi, perusahaan zombie umumnya diidentifikasi sebagai perusahaan yang mengalami kelemahan profitabilitas secara persisten, terutama ketika interest coverage ratio berada di bawah satu, sehingga laba operasi tidak cukup untuk membayar biaya bunga.

Menurut (Altman, E. I., Dai, R., & Wang, 2024) menunjukkan bahwa proporsi perusahaan zombie tercatat meningkat secara signifikan sejak 1990 dan mencapai sekitar 7% pada 2020 di dua puluh ekonomi terbesar dunia, sementara (Banerjee & Hofmann, 2018) menunjukkan bahwa proporsi perusahaan zombie di 14 negara maju meningkat dari sekitar 4% pada akhir 1980-an menjadi 15% pada 2017, sedangkan studi IMF menemukan bahwa zombifikasi perusahaan non-keuangan meningkat secara global, terutama setelah krisis keuangan global dan pandemi Covid-19 (Banerjee & Hofmann, 2022); (Albuquerque, B., & Iyer, 2024) Fenomena ini menunjukkan bahwa krisis korporasi bukan hanya berkaitan dengan penurunan pendapatan, tetapi juga dengan struktur pembiayaan yang rentan, biaya utang yang menumpuk, dan lemahnya kemampuan perusahaan mempertahankan ketahanan pembayaran bunga (Pusparini, M.D., Sukmaningrum, 2025).

Dalam perspektif Hukum Ekonomi Syariah, *zombie finance* tidak hanya mencerminkan lemahnya pengelolaan keuangan perusahaan, tetapi juga menunjukkan dampak negatif sistem pembiayaan berbasis bunga yang berisiko menimbulkan ketimpangan ekonomi. Perusahaan yang terus bertahan melalui pembiayaan ulang utang tanpa peningkatan produktivitas dinilai bertentangan

dengan prinsip keadilan dan kemaslahatan. Ekonomi syariah menekankan pembiayaan berbasis aset riil, pembagian risiko yang proporsional, serta keberlanjutan usaha agar stabilitas keuangan tercipta secara sehat dan berkeadilan.

Penyebab utama munculnya *zombie finance* berkaitan dengan akumulasi utang berbunga, refinancing konvensional yang hanya memperpanjang jatuh tempo tanpa memperbaiki struktur arus kas, serta lingkungan suku bunga rendah yang dalam jangka panjang mendorong keberlangsungan perusahaan tidak produktif. (Banerjee & Hofmann, 2018) menegaskan bahwa peningkatan perusahaan zombie berkaitan dengan berkurangnya tekanan finansial akibat rendahnya suku bunga, sehingga perusahaan yang seharusnya direstrukturisasi tetap bertahan melalui pembiayaan ulang. Studi OECD juga menunjukkan bahwa perusahaan zombie, yakni perusahaan tua yang terus-menerus mengalami kesulitan membayar bunga, dapat menekan produktivitas, investasi, dan alokasi sumber daya ekonomi (Adalet McGowan, M., Andrews, D., & Millot, 2018). Dengan demikian, masalah mendasar dalam krisis korporasi tidak hanya terletak pada besarnya utang, tetapi pada kegagalan mekanisme pembiayaan untuk membedakan antara perusahaan yang masih layak direhabilitasi dan perusahaan yang hanya dipertahankan melalui *rollover debt*.

Rekonstruksi *zombie finance* melalui *refinancing* syariah menawarkan pendekatan alternatif karena tidak hanya mengganti instrumen utang, tetapi juga menata ulang hubungan pembiayaan berdasarkan prinsip keadilan kontraktual, keterkaitan aset riil,

pembagian risiko, dan keberlanjutan arus kas. Refinancing syariah dapat diarahkan melalui akad seperti murābahah restrukturisasi, ijārah muntahiyah bi al-tamlīk, mushārahah mutanāqīshah, atau sukuk berbasis aset, bergantung pada karakteristik aset, beban kewajiban, dan kapasitas operasional perusahaan. Pendekatan ini relevan karena pembiayaan syariah menekankan kesesuaian antara kewajiban pembayaran dan kemampuan ekonomi riil, sehingga dapat mengurangi tekanan bunga tetap yang menjadi penyebab melemahnya interest coverage. Dalam konteks krisis, mekanisme berbasis syariah juga dipandang memiliki potensi ketahanan karena mengedepankan prinsip risk sharing, etika pembiayaan, dan pengelolaan risiko yang lebih berhati-hati dibandingkan struktur utang berbasis bunga murni.

Pada masa krisis ekonomi, pembiayaan syariah kerap dipandang lebih resilien karena tidak dibangun di atas beban bunga tetap yang menekan pelaku usaha, melainkan melalui pola kemitraan yang menempatkan risiko dan keuntungan secara proporsional antara penyedia dana dan pengusaha. Skema ini menciptakan ruang adaptasi yang lebih manusiawi ketika pendapatan usaha melemah, sehingga ancaman gagal bayar tidak langsung berubah menjadi tekanan finansial yang destruktif. Selain berlandaskan prinsip keadilan, sistem syariah juga menekankan transparansi, etika bisnis, serta menjauhi praktik riba dan spekulasi berlebihan yang sering menjadi pemicu instabilitas ekonomi. Keterikatannya pada aktivitas usaha dan aset riil turut mendorong pengelolaan risiko yang lebih disiplin, sehingga struktur keuangan menjadi lebih sehat, berimbang, dan tidak mudah

terperangkap dalam akumulasi utang berkepanjangan di tengah gejolak krisis

Kajian zombie firms telah berkembang dari isu identifikasi perusahaan bermasalah menuju analisis dampak makrofinansial, tata kelola, restrukturisasi, dan kebijakan pembiayaan. Albuquerque dan Iyer menemukan bahwa keberadaan perusahaan zombie menimbulkan spillover negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan non-zombie dalam industri yang sama, sedangkan penelitian lain menunjukkan bahwa perusahaan zombie dapat menghambat investasi, pertumbuhan penjualan, penyerapan tenaga kerja, dan masuknya perusahaan baru ((Albuquerque, B., & Iyer, 2023), Namun, sebagian besar studi tersebut masih berfokus pada sistem pembiayaan konvensional, zombie lending, dan indikator distress berbasis bunga, sementara kajian mengenai refinancing syariah sebagai instrumen rekonstruksi zombie finance masih terbatas. Oleh karena itu, penelitian mengenai ketahanan interest coverage dalam skema refinancing syariah memiliki urgensi ilmiah untuk mengisi kesenjangan literatur, sekaligus menawarkan model restrukturisasi korporasi yang lebih adaptif terhadap krisis, lebih selaras dengan arus kas riil, dan berpotensi menurunkan risiko zombifikasi perusahaan.

Model restrukturisasi korporasi yang adaptif terhadap krisis merupakan pendekatan penataan kembali kewajiban dan strategi usaha yang menyesuaikan kemampuan perusahaan dengan kondisi ekonomi serta arus kas riil yang dimiliki. Model ini tidak hanya berfokus pada perpanjangan utang, tetapi juga pada pemulihan kesehatan usaha melalui pembagian risiko yang lebih seimbang, fleksibilitas pembayaran, dan penguatan produktivitas perusahaan. Dengan mekanisme yang lebih realistis

dan berorientasi pada keberlanjutan, restrukturisasi semacam ini dapat mengurangi ketergantungan perusahaan pada pembiayaan ulang yang terus-menerus, sehingga risiko terbentuknya perusahaan zombie dapat ditekan.

Berdasarkan latar belakang yang telah dikemukakan diatas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini sebagai berikut : (1). Bagaimana fenomena *Zombie Finance* dapat terjadi dan memengaruhi ketidakmampuan UMKM dalam mempertahankan ketahanan *interest coverage* pada kondisi krisis usaha? . (2). Bagaimana refinancing syariah dimaknai oleh pelaku UMKM sebagai model rekonstruksi keuangan yang lebih adil, adaptif, dan berkelanjutan dalam mengatasi kondisi *zombie finance*? . (3). Bagaimana rekonstruksi *Zombie Finance* melalui refinancing syariah dapat membangun ketahanan keuangan UMKM yang lebih resilien dan berdaya saing pada masa krisis ekonomi?

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kualitatif dengan jenis penelitian fenomenologi untuk memahami secara mendalam fenomena *Zombie Finance* pada perusahaan yang mengalami tekanan keuangan dan ketidakmampuan menjaga ketahanan *interest coverage* selama krisis korporasi. Pendekatan fenomenologi digunakan karena penelitian berupaya menggali makna, pengalaman, serta realitas yang dialami pelaku korporasi, praktisi keuangan syariah, dan pihak terkait dalam menghadapi kondisi utang yang berkepanjangan. Fokus penelitian diarahkan pada bagaimana refinancing syariah dipahami dan dimaknai sebagai solusi rekonstruktif dalam mengurangi ketergantungan terhadap pembiayaan berbasis bunga serta memperkuat keberlanjutan keuangan perusahaan.

Pengumpulan data dilakukan melalui wawancara mendalam, observasi, dan dokumentasi terhadap 5 informan UMKM yang memiliki keterkaitan dengan praktik restrukturisasi keuangan dan pembiayaan syariah, yang terdampak krisis korporasi. Selain itu, penelitian juga memanfaatkan dokumen pendukung berupa laporan keuangan, kebijakan restrukturisasi, serta literatur ilmiah yang relevan dengan refinancing syariah dan ketahanan *interest coverage*. Teknik pemilihan informan menggunakan *purposive sampling* dengan mempertimbangkan pengalaman dan pemahaman informan terhadap fenomena perusahaan zombie dan strategi penyelamatan keuangan berbasis syariah.

Analisis data dilakukan secara fenomenologis melalui proses reduksi data, pengelompokan tema, interpretasi makna, dan penarikan esensi pengalaman informan. Peneliti berupaya mengidentifikasi pola-pola kesadaran dan pemaknaan mengenai refinancing syariah sebagai mekanisme transformasi keuangan yang lebih etis, adaptif, dan berorientasi pada keberlanjutan korporasi. Melalui pendekatan ini, penelitian diharapkan mampu menghasilkan model rekonstruksi *Zombie Finance* yang tidak hanya menekankan aspek finansial, tetapi juga mempertimbangkan nilai amanah, keadilan, dan ketahanan ekonomi dalam menghadapi krisis korporasi

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil

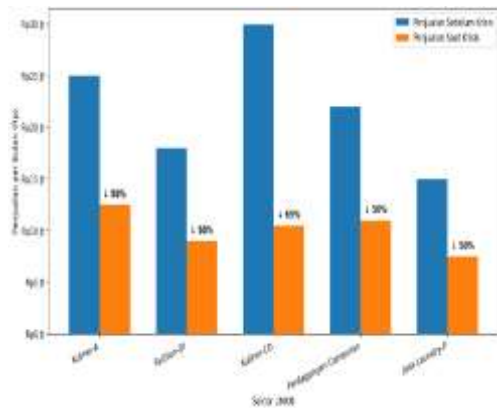
Berdasarkan hasil wawancara dengan Informan 3, pelaku UMKM di Kota Makassar yang bergerak pada sektor usaha kuliner, fashion, perdagangan dan jasa laundry, diperoleh gambaran bahwa kondisi usaha pernah mengalami tekanan

keuangan yang cukup serius akibat penurunan penjualan pada masa krisis dengan data-data sebagai berikut:

Tabel 1. Penurunan Penjualan UMKM pada Masa Krisis

No.	Sektor UMKM	Penjualan Sebelum Krisis	Penjualan Saat Krisis & Persentase Penurunan
1	Kuliner-A	Rp25.000.000	Rp12.500.000 ↓ 50%
2	Fashion_DI	Rp18.000.000	Rp9.000.000 ↓ 50%
3	Kuliner	Rp30.000.000	Rp10.500.000 ↓ 65%
4	Perdagangan Campuran	Rp22.000.000	Rp11.000.000 ↓ 50%
5	Jasa Laundry_P	Rp15.000.000	Rp7.500.000 ↓ 50%

Sumber : Data Primer. (2026)



Gambar. 1. Penurunan Penjualan UMKM Kota Makassar

Berdasarkan Grafik dan Tabel 1 diatas memperlihatkan bahwa masa krisis menjadi titik tekanan yang kuat bagi keberlangsungan UMKM, ditandai dengan penurunan penjualan yang merata pada seluruh sektor usaha. Secara kuantitatif, sektor Kuliner mengalami kontraksi paling tajam, dari Rp30.000.000 menjadi Rp10.500.000 per bulan atau turun 65%, sementara Kuliner-A, Fashion_DI, Perdagangan Campuran, dan Jasa Laundry_P masing-masing mengalami penurunan sebesar 50%. Namun, di balik angka-angka tersebut, terdapat makna kualitatif yang lebih mendalam: krisis tidak hanya mengurangi pendapatan, tetapi juga mengubah pengalaman hidup pelaku UMKM dalam menjalankan usaha, mulai dari melemahnya arus kas, berkurangnya pelanggan, ketidakpastian permintaan, hingga munculnya strategi bertahan

agar usaha tetap berjalan. Dalam perspektif fenomenologi, data ini mencerminkan pengalaman subjektif pelaku UMKM yang menghadapi krisis sebagai situasi penuh keterbatasan, di mana mereka harus menegosiasikan ulang cara berjualan, mengelola biaya, mempertahankan pelanggan, dan menjaga harapan di tengah tekanan ekonomi. Dengan demikian, penurunan penjualan pada tabel dan grafik bukan sekadar gambaran statistik, melainkan representasi nyata dari kerentanan, daya tahan, dan proses adaptasi UMKM dalam menghadapi perubahan sosial-ekonomi yang mendadak

Selain itu, Informan menjelaskan bahwa pada fase tersebut, arus kas usaha tidak mampu menutup kewajiban cicilan pembiayaan secara optimal, sehingga pembayaran utang hanya dapat dilakukan melalui skema perpanjangan pinjaman. Kondisi ini secara tidak langsung mencerminkan karakteristik *Zombie Finance*, yaitu usaha tetap berjalan tetapi tidak memiliki kapasitas laba yang memadai untuk memenuhi beban pembiayaan secara sehat, khususnya dalam menjaga ketahanan *interest coverage*.

Tabel 2. Kondisi Keuangan UMKM Saat Krisis

Intisari Pada UMKM	Temuan Informan	Kondisi UMKM
UMKM mengalami penurunan penjualan saat krisis sebesar 50% hingga 65%.		Arus kas usaha melemah secara signifikan dan tidak lagi stabil untuk menopang kebutuhan operasional serta cicilan pembiayaan.
UMKM mengalami penurunan yang besar,	Kuliner paling banyak dari	Tekanan keuangan paling berat, sehingga kemampuan

Rp30.000.000 menjadi Rp10.500.000 atau turun 65%.	membayar dan pembiayaan menjadi sangat terbatas.	cicilan dan bunga
Mayoritas sektor mengalami penurunan penjualan sebesar 50%.	Penurunan pendapatan menyebabkan laba usaha berkurang, sementara kewajiban utang tetap berjalan.	separuh laba berkurang, utang
Pembayaran utang berpotensi hanya dapat dilakukan melalui perpanjangan pinjaman atau restrukturisasi.	Hal ini mencerminkan gejala <i>Zombie Finance</i> , yaitu usaha tetap berjalan tetapi tidak mampu memenuhi beban pembiayaan secara sehat.	
Ketahanan interest coverage UMKM melemah.	Laba usaha tidak cukup kuat untuk menutup beban bunga dan cicilan, sehingga keberlangsungan usaha bergantung pada kelonggaran pembiayaan.	

Sumber : Data Primer. (2026)

Tabel 2 tersebut menunjukkan bahwa seluruh UMKM di Kota Makassar mengalami penurunan penjualan saat krisis sebesar 50% hingga 65%. Penurunan terbesar terjadi pada sektor Kuliner, yaitu dari Rp30.000.000 menjadi Rp10.500.000 atau turun 65%, sedangkan sektor lainnya mayoritas mengalami penurunan sebesar 50%. Kondisi ini menggambarkan melemahnya arus kas usaha secara signifikan.

Penurunan arus kas tersebut berdampak pada terbatasnya kemampuan UMKM dalam membayar cicilan dan bunga pembiayaan. Akibatnya, pembayaran utang berpotensi hanya dapat dilakukan melalui perpanjangan pinjaman atau restrukturisasi. Kondisi ini mencerminkan gejala *Zombie Finance*, yaitu usaha tetap berjalan tetapi tidak

memiliki laba yang cukup untuk memenuhi beban pembiayaan secara sehat, terutama dalam menjaga interest coverage

Lebih lanjut, berdasarkan hasil wawancara kepada Informan bahwa refinancing syariah dipersepsikan sebagai alternatif yang lebih “ringan” dibandingkan pembiayaan berbasis bunga konvensional. Meskipun belum sepenuhnya memahami secara teknis akad syariah seperti *murābahah* atau *mushārahah*, informan merasakan adanya perbedaan dari sisi beban pembayaran yang lebih stabil dan tidak berkembang secara eksponensial seperti bunga. Hal ini membuat pelaku UMKM lebih mudah mengatur arus kas bulanan, meskipun tantangan utama tetap berada pada keterbatasan pendapatan usaha dan fluktuasi permintaan pasar.

Selain itu, Informan menilai *refinancing* syariah berpotensi membantu keberlanjutan usaha karena memberikan ruang restrukturisasi yang lebih manusiawi terhadap kondisi usaha yang sedang tertekan. Dalam perspektif pengalaman informan, pendekatan ini tidak hanya dipandang sebagai solusi finansial, tetapi juga sebagai bentuk “penyelamatan usaha” agar tidak terjebak dalam siklus utang yang terus berulang. Dengan demikian, temuan dari Informan 3 menunjukkan bahwa refinancing syariah memiliki potensi sebagai instrumen rekonstruksi *Zombie Finance* pada UMKM, terutama dalam memperkuat ketahanan arus kas dan meningkatkan kemampuan usaha bertahan di tengah krisis ekonomi

Pembahasan

1) Fenomena *Zombie Finance* dapat terjadi dan memengaruhi ketidakmampuan UMKM dalam mempertahankan ketahanan

***interest coverage* pada kondisi krisis usaha.**

Fenomena *Zombie Finance* pada UMKM dalam penelitian ini tampak dari kondisi usaha yang masih beroperasi, tetapi kemampuan keuangannya tidak lagi cukup kuat untuk menutup beban pembiayaan secara sehat. Temuan penelitian menunjukkan bahwa seluruh UMKM mengalami penurunan penjualan sebesar 50% hingga 65% pada masa krisis, dengan kontraksi paling tajam terjadi pada sektor kuliner, yaitu dari Rp30.000.000 menjadi Rp10.500.000 per bulan atau turun 65%. Penurunan tersebut menyebabkan arus kas melemah, laba usaha menurun, dan kewajiban cicilan tetap berjalan, sehingga kemampuan UMKM untuk menjaga *interest coverage* menjadi semakin terbatas. Kondisi ini sejalan dengan konsep *zombie firms* yang dikemukakan oleh (Banerjee, R., & Hofmann, R., 2022), yaitu perusahaan yang tidak mampu menghasilkan profitabilitas memadai, namun tetap bertahan melalui dukungan pembiayaan eksternal. Studi terbaru juga menegaskan bahwa indikator *interest coverage ratio* banyak digunakan untuk mengidentifikasi perusahaan zombie karena mencerminkan kemampuan laba operasional dalam menutup beban bunga.

Dalam konteks UMKM, *Zombie Finance* tidak selalu muncul dalam bentuk kegagalan usaha secara langsung, melainkan melalui ketergantungan pada perpanjangan pinjaman, restrukturisasi, atau pembiayaan ulang untuk menunda tekanan likuiditas. Hasil penelitian memperlihatkan bahwa ketika penjualan turun secara drastis, UMKM tidak lagi memiliki kapasitas arus kas yang stabil untuk membayar cicilan

dan beban pembiayaan. Kondisi ini memperkuat pandangan (Müge Adalet McGowan, Andrews, D., & Millot, V. 2018) dan (El Ghouli, S., Guedhami, O., Kim, H., & Park, K. 2021) bahwa perusahaan zombie umumnya ditandai oleh *interest coverage ratio* yang berada di bawah tingkat aman secara berulang, sehingga kewajiban finansial tidak dapat dipenuhi dari kinerja usaha normal. Temuan IMF juga menunjukkan bahwa fenomena perusahaan zombie meningkat setelah krisis besar, termasuk krisis keuangan global dan pandemi COVID-19, serta menimbulkan dampak negatif terhadap produktivitas dan kinerja sektor usaha sehat.

Dengan demikian, hasil penelitian ini memperlihatkan bahwa krisis usaha berfungsi sebagai pemicu utama terbentuknya *Zombie Finance* pada UMKM. Penurunan pendapatan yang tajam menyebabkan UMKM kehilangan ketahanan *interest coverage*, karena laba usaha tidak lagi mampu menopang kewajiban pembiayaan. Secara fenomenologis, keadaan ini tidak hanya menggambarkan persoalan angka keuangan, tetapi juga pengalaman subjektif pelaku UMKM dalam menghadapi tekanan usaha, ketidakpastian permintaan, berkurangnya pelanggan, dan kebutuhan untuk tetap bertahan meskipun struktur keuangan tidak lagi sehat. Temuan ini memperluas kajian *zombie firms* yang umumnya berfokus pada perusahaan besar dan terdaftar, dengan menunjukkan bahwa gejala serupa juga dapat terjadi pada UMKM melalui pelemahan arus kas, keterbatasan laba, dan ketergantungan pada skema pembiayaan berulang.

2) *Refinancing* Syariah sebagai Model Rekonstruksi Keuangan

yang Lebih Adil, Adaptif, dan Berkelanjutan dalam Mengatasi *Zombie Finance*

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pelaku UMKM memaknai *refinancing* syariah sebagai alternatif pembiayaan yang lebih ringan dan lebih adil dibandingkan pembiayaan berbasis bunga konvensional. Informan menilai bahwa pembiayaan syariah memiliki karakter pembayaran yang lebih stabil dan tidak berkembang secara eksponensial sebagaimana beban bunga, sehingga lebih mudah disesuaikan dengan kemampuan arus kas bulanan. Meskipun informan belum sepenuhnya memahami aspek teknis akad seperti *murābahah* atau *mushārahah*, pengalaman mereka menunjukkan bahwa *refinancing* syariah dipersepsikan sebagai instrumen yang dapat mengurangi tekanan psikologis dan finansial akibat kewajiban utang pada masa krisis. Pandangan ini selaras dengan prinsip dasar keuangan syariah yang menekankan keadilan transaksi, larangan riba, kepastian akad, dan pembagian risiko secara lebih proporsional.

Secara konseptual, *refinancing* syariah dapat dipahami sebagai model rekonstruksi keuangan karena tidak hanya memindahkan kewajiban lama ke skema baru, tetapi juga menata ulang hubungan antara pelaku usaha, lembaga pembiayaan, dan kemampuan riil usaha. Dalam akad *murābahah*, kepastian margin dapat membantu UMKM mengestimasi kewajiban pembayaran secara lebih jelas, sedangkan dalam akad berbasis kemitraan seperti *mushārahah*, prinsip bagi hasil berpotensi menciptakan hubungan yang lebih adaptif terhadap fluktuasi kinerja usaha.

Studi mengenai pembiayaan Islam pada UMKM menunjukkan

bahwa pembiayaan syariah dapat memperkuat strategi adaptasi usaha, termasuk pemasaran daring, pencarian bahan baku baru, dan pengembangan produk pada masa krisis. Penelitian lain juga menunjukkan bahwa pembiayaan Islam dapat berkontribusi terhadap pengelolaan modal kerja UMKM, terutama ketika pelaku usaha membutuhkan struktur pembiayaan yang lebih sesuai dengan kapasitas operasionalnya

Keadilan, adaptivitas, dan keberlanjutan dalam *refinancing* syariah terlihat dari kemampuan skema ini memberikan ruang restrukturisasi yang lebih manusiawi bagi UMKM yang sedang mengalami tekanan. Dalam penelitian ini, informan tidak hanya melihat *refinancing* syariah sebagai solusi teknis pembiayaan, tetapi juga sebagai bentuk penyelamatan usaha agar tidak terus terjebak dalam siklus utang berulang. Hal ini penting karena *Zombie Finance* tidak dapat diselesaikan hanya dengan memperpanjang tenor pinjaman, melainkan memerlukan rekonstruksi struktur kewajiban agar selaras dengan kapasitas pendapatan usaha. Dengan demikian, *refinancing* syariah berpotensi menjadi instrumen korektif yang mengubah pola pembiayaan dari sekadar mempertahankan usaha yang lemah menjadi membangun kembali struktur keuangan UMKM secara lebih sehat, etis, dan berorientasi jangka panjang.

Hasil ini sejalan dengan (Walida, S. 2022) yang berfokus pada penguatan ekonomi syariah, pengelolaan usaha, dan pemberdayaan masyarakat berbasis nilai keadilan ekonomi. Temuan penelitian menunjukkan bahwa *refinancing* syariah dipersepsikan pelaku UMKM sebagai pembiayaan yang lebih ringan dan lebih manusiawi dibandingkan pembiayaan berbasis

bunga.

Selanjutnya, temuan hasil penelitian (Rustan et al., 2023), menunjukkan bahwa kemampuan sumber daya manusia dan sumber daya keuangan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kelangsungan usaha. Selain itu, Hasil penelitian (Adiningrat & Warda, 2023) menunjukkan bahwa model intensitas berbasis *technopreneurship* sangat praktis untuk digunakan oleh UMKM efektif sehingga mampu meningkatkan omzet UMKM.

3) Rekonstruksi *Zombie Finance* melalui Refinancing Syariah dalam Membangun Ketahanan Keuangan UMKM yang Lebih Resilien dan Berdaya Saing pada Masa Krisis Ekonomi

Rekonstruksi *Zombie Finance* melalui *refinancing* syariah dalam penelitian ini dapat dipahami sebagai upaya membangun kembali ketahanan keuangan UMKM dari kondisi arus kas yang melemah menuju struktur pembiayaan yang lebih resilien. Temuan menunjukkan bahwa penurunan penjualan sebesar 50% hingga 65% telah menekan kemampuan UMKM dalam memenuhi kewajiban cicilan dan beban pembiayaan, sehingga usaha tetap berjalan tetapi tidak berada dalam kondisi finansial yang sehat. Dalam kerangka ini, *refinancing* syariah berperan sebagai mekanisme pemulihan yang tidak hanya menunda kewajiban, tetapi juga menyesuaikan struktur pembayaran dengan kapasitas usaha.

Studi Abidi et al. (2023) dalam IMF Working Paper menunjukkan bahwa keberadaan perusahaan zombie dapat menurunkan kinerja finansial perusahaan sehat dalam industri yang sama, sehingga rekonstruksi keuangan

diperlukan untuk mencegah dampak lanjutan terhadap ekosistem usaha. Dalam konteks UMKM, *refinancing* syariah dapat menjadi jalan tengah antara keberlanjutan usaha dan disiplin keuangan, karena mendorong restrukturisasi kewajiban berdasarkan prinsip keadilan, kelayakan usaha, dan kemampuan bayar.

Secara praktis, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *refinancing* syariah dapat membangun UMKM yang lebih resilien dan berdaya saing apabila diterapkan bukan semata-mata sebagai fasilitas perpanjangan pembiayaan, melainkan sebagai strategi rekonstruksi menyeluruh. Skema ini perlu dihubungkan dengan evaluasi prospek usaha, pendampingan manajemen arus kas, penguatan pencatatan keuangan, dan penyesuaian akad dengan karakteristik sektor usaha. Dengan demikian, rekonstruksi *Zombie Finance* melalui *refinancing* syariah tidak hanya bertujuan menghindari gagal bayar, tetapi juga memulihkan daya hidup ekonomi UMKM agar mampu bertahan, beradaptasi, dan bersaing pada masa krisis. Temuan ini memberikan kontribusi teoretis dengan memperluas konsep *Zombie Finance* ke dalam konteks UMKM berbasis pengalaman pelaku usaha, serta memberikan kontribusi praktis bagi lembaga keuangan syariah dalam merancang model restrukturisasi yang lebih adil, adaptif, dan berkelanjutan.

Hasil ini sejalan dengan (Mukarramah, S. (2021) yang menyoroti penguatan ketahanan ekonomi dan tata kelola pembiayaan berbasis keberlanjutan. Pemikiran Sitti Mukarramah mendukung temuan penelitian ini bahwa keberlanjutan UMKM tidak cukup dijaga hanya melalui tambahan modal, tetapi membutuhkan restrukturisasi keuangan yang selaras dengan kapasitas usaha

dan ketahanan arus kas.

PENUTUP

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut

- 1) Fenomena *Zombie Finance* pada UMKM terbukti dapat terjadi ketika usaha tetap beroperasi, tetapi tidak lagi memiliki kemampuan keuangan yang sehat untuk menutup beban pembiayaan. Penurunan penjualan sebesar 50% hingga 65% pada masa krisis menyebabkan arus kas melemah, laba usaha menurun, dan kemampuan membayar cicilan semakin terbatas. Kondisi ini menunjukkan bahwa krisis usaha menjadi pemicu utama melemahnya *interest coverage* UMKM, sehingga pelaku usaha berisiko terjebak dalam ketergantungan pada pinjaman, restrukturisasi, atau pembiayaan ulang untuk mempertahankan kelangsungan usahanya.
- 2) *Refinancing* syariah dapat disimpulkan sebagai model rekonstruksi keuangan yang lebih adil, adaptif, dan berkelanjutan dalam mengatasi *Zombie Finance* pada UMKM. Skema ini dipandang lebih sesuai dengan kemampuan arus kas pelaku usaha karena menekankan prinsip keadilan, kepastian akad, larangan riba, dan pembagian risiko yang lebih proporsional. Dengan demikian, *refinancing* syariah tidak hanya berfungsi sebagai pemindahan kewajiban pembiayaan, tetapi juga sebagai upaya menata ulang struktur keuangan UMKM agar lebih sehat dan tidak terus bergantung pada utang berulang.
- 3) Rekonstruksi *Zombie Finance* melalui *refinancing* syariah

berperan penting dalam membangun ketahanan keuangan UMKM yang lebih resilien dan berdaya saing pada masa krisis ekonomi. Penerapannya perlu dilakukan secara menyeluruh melalui evaluasi prospek usaha, pendampingan manajemen arus kas, penguatan pencatatan keuangan, serta penyesuaian akad dengan karakteristik usaha. Dengan pendekatan tersebut, *refinancing* syariah tidak hanya membantu UMKM menghindari gagal bayar, tetapi juga memulihkan daya hidup usaha agar mampu bertahan, beradaptasi, dan berkembang secara berkelanjutan.

DAFTAR PUSTAKA

- Adalet McGowan, M., Andrews, D., & Millot, V. (2018). The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries. *Economic Policy*, 33(96), 685–736. <https://doi.org/10.1093/epolic/eiy018>
- Adiningrat, A. A., & Warda, W. (2023). The Development of Intensity Model on Technopreneurship to Improve Turnover in Micro, Small and Medium Enterprises (MSMEs) Culinary in Makassar, Indonesia. *International Journal of Economics ...*, 4(2), 372–382. doi: <https://doi.org/10.37385/ijedr.v4i2.1943>
- Albuquerque, B., & Iyer, R. (2023). The rise of the walking dead: Zombie firms around the world (IMF Working Paper No. 2023/125). International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9798400246890.001>
- Albuquerque, B., & Iyer, R. (2024). The rise of the walking dead: Zombie

- firms around the world. *Journal of International Economics*, 150, 104019.
- Altman, E. I., Dai, R., & Wang, W. (2024). (2024). Global zombie companies: Measurements, determinants, and outcomes. *Journal of International Business Studies*, 55, 72–744. <https://doi.org/10.1057/s41267-024-00689-4>
- Banerjee, R., & Hofmann, R., (2022). Corporate zombies: Anatomy and life cycle . Bank for International Settlements (BIS) Working Papers.
- Banerjee, R., & Hofmann, B. (2018). The rise of zombie firms : causes and consequences 1. *BIS Quarterly Review*, September, 67–78.
- El Ghoul, S., Guedhami, O., Kim, H., & Park, K. (2021). Corporate zombie firms and financial constraints . *Journal of Corporate Finance*.
- Müge Adalet McGowan, Andrews, D., & Millot, V. (2018). The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries . *OECD Economics Department Working Papers*.
- Mukarramah, S. (2021). Ketahanan ekonomi UMKM melalui penguatan tata kelola pembiayaan berbasis syariah. *Jurnal Ekonomi Pembangunan dan Keuangan Islam*, 7(2), 88–99. (n.d.).
- Pusparini, M.D., Sukmaningrum, P. . (2025). The development of Islamic finance literature in response to economic turbulence: A systematic review of financial stability strategies. *Journal of Islamic Economics*, 11(1), 20885. <https://doi.org/10.20885/jielariba.vol11.iss1.art21>
- Rustan, Hamzah, P., Jafar, A. N., & Adiningrat, A. A. (2023). Pengaruh Kemampuan Sumber Daya Manusia, Dan Sumber Daya Keuangan Terhadap Keberlangsungan Usaha. *Management Studies and Entrepreneurship Journal*, 4(3), 2750–2758.
- Walida, S. (2022). Penguatan ekonomi syariah dalam pemberdayaan UMKM berbasis keadilan ekonomi. *Jurnal Ekonomi Syariah dan Bisnis Islam*, 8(2), 101–112.