

MPRA

Munich Personal RePEc Archive

Mr.

Iskandar, Azwar

Balai Diklat Keuangan Makassar, Kementerian Keuangan

2014

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/76243/>

MPRA Paper No. 76243, posted 17 Jan 2017 02:58 UTC

PENGARUH PENERBITAN SUKUK NEGARA SEBAGAI PEMBIAYAAN DEFISIT FISKAL DAN KONDISI EKONOMI MAKRO TERHADAP PERKEMBANGAN PERBANKAN SYARIAH DI INDONESIA

Azwar

Balai Diklat Keuangan Makassar, Email : azwar.iskandar@gmail.com

The purpose of this research was to analyze the effect of sovereign sukuk issuance as state fiscal funding and macroeconomics on the Islamic banking growth in Indonesia. This research used multiple linear regression analysis. This research processed data on a monthly basis with the time sequence or time series from January 2011 until May 2014 from statistic publication of Otoritas Jasa Keuangan (OJK), Badan Pusat Statistik (BPS) dan Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang Kementerian Keuangan Republik Indonesia (DJPU). The results showed that the existence of sovereign sukuk on Islamic banking that measured by ratio of the value of ownership of sovereign sukuk domestic by Islamic banking to GDP (SUKUK^a) as part of the providing a safe asset for the Islamic banking (risk free asset) has positive and significant impact on the Islamic banking growth in Indonesia that measured by the ratio of the total value of financing of Islamic banking to GDP (GROWTH). Meanwhile, the existence of sovereign sukuk on Islamic banking that measured by ratio of the value of ownership of sovereign sukuk domestic by Islamic banking to total value of financing of Islamic banking (SUKUK^b) as portfolio asset to liquidity has negative and significant impact on the Islamic banking growth in Indonesia that measured by the ratio of the total value of financing of Islamic banking to GDP (GROWTH). This research also showed that the other factors such as exchange rate and inflation have negative and positif impact significantly on Islamic banking growth in Indonesia.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh penerbitan sukuk negara sebagai pembiayaan defisit fiskal dan kondisi ekonomi makro terhadap perkembangan perbankan syariah di Indonesia. Data-data yang digunakan merupakan data *time series* bulanan mulai bulan Januari 2011 sampai dengan bulan Mei 2014. Jenis data yang dikumpulkan bersifat data sekunder yang diperoleh dari publikasi data statistik Otoritas Jasa Keuangan (OJK), Badan Pusat Statistik (BPS) dan Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang Kementerian Keuangan Republik Indonesia (DJPU). Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi berganda. Hasil empiris menunjukkan bahwa keberadaan sukuk negara pada perbankan syariah yang diukur dengan rasio nilai kepemilikan sukuk negara domestik oleh perbankan syariah terhadap GDP (SUKUK^a) sebagai bagian penyediaan *asset* yang aman bagi perbankan syariah (*risk free asset*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap rasio nilai total pembiayaan perbankan syariah terhadap GDP yang mengukur perkembangan perbankan syariah Indonesia. Sementara itu, keberadaan sukuk negara pada perbankan syariah yang diukur dengan rasio nilai kepemilikan sukuk negara domestik oleh perbankan syariah terhadap total pembiayaan (SUKUK^b) sebagai portofolio *asset* perbankan untuk likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap rasio nilai total pembiayaan perbankan syariah terhadap GDP yang mengukur perkembangan perbankan syariah Indonesia. Penelitian ini juga membuktikan bahwa faktor lain berupa indikator makro ekonomi berupa nilai tukar rupiah terhadap USD dan inflasi masing-masing berpengaruh negatif signifikan dan positif signifikan terhadap perkembangan perbankan syariah Indonesia.

Kata kunci : sukuk, GDP, fiskal

1. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Konsep keuangan berbasis syariah Islam (*Islamic Finance*) dewasa ini telah tumbuh secara pesat, diterima secara universal dan diadopsi tidak hanya oleh negara-negara Islam di kawasan Timur Tengah saja, melainkan juga oleh berbagai negara di kawasan Asia, Eropa, dan Amerika. Hal tersebut ditandai dengan didirikannya berbagai lembaga keuangan

syariah dan diterbitkannya berbagai instrumen keuangan berbasis syariah. Beberapa prinsip pokok dalam transaksi keuangan sesuai syariah antara lain berupa penekanan pada perjanjian yang adil, anjuran atas sistem bagi hasil atau *profit sharing*, serta larangan terhadap riba, *gharar* (keraguan), dan *maysir* (judi)¹.

¹ Lihat dalam Dewan Syariah Nasional. Himpunan Fatwa Dewan Syariah Nasional. Jakarta : Bank Indonesia-Dewan Syariah Nasional, 2003, halaman 274

Salah satu bentuk instrumen keuangan syariah yang telah banyak diterbitkan baik oleh negara maupun korporasi adalah sukuk. Di beberapa negara, sukuk telah menjadi instrumen pembiayaan anggaran negara yang penting. Pada saat ini, beberapa negara telah menjadi *regular issuer* dari sukuk, misalnya Malaysia, Bahrain, Brunei Darussalam, Uni Emirate Arab, Qatar, Pakistan, dan State of Saxony Anhalt – Jerman. Penerbitan *sovereign sukuk* (sukuk negara) biasanya ditujukan untuk keperluan pembiayaan negara secara umum (*general funding*) atau untuk pembiayaan proyek-proyek tertentu (Wibowo, dkk, 2012).

Kaitannya dengan pembiayaan negara, sebagaimana disebutkan dalam Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN), sukuk negara sebagai salah satu Surat Berharga Negara (SBN) merupakan sumber pembiayaan fiskal dalam negeri yaitu berupa surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing.

Berdasarkan Nota Keuangan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara Perubahan (APBN-P) 2014, peningkatan defisit anggaran dalam rencana APBN-P tahun 2014 direncanakan akan dibiayai dari peningkatan pembiayaan dalam negeri sebesar Rp69.154,1 miliar, dari rencana semula sebesar Rp196.258,0 miliar dalam APBN tahun 2014 menjadi sebesar Rp265.412,2 miliar. Perubahan rencana pembiayaan dalam negeri pada tahun 2014 tersebut terutama berasal dari: (1) pemanfaatan dana Saldo Anggaran Lebih (SAL) sebesar Rp1.000,0 miliar dari semula tidak direncanakan; (2) penambahan penerbitan SBN (termasuk sukuk negara) sebesar Rp69.691,7 miliar, dari sebesar Rp205.068,8 miliar menjadi Rp274.760,6 miliar; (3) Penambahan penarikan pinjaman program sebesar Rp13.119,6 miliar dari sebesar Rp3.900,0 miliar menjadi Rp17.019,6 miliar (DJA, 2014). Dari sini keberadaan SBN menjadi penting untuk menunjang defisit fiskal khususnya sebagai sumber pembiayaan dalam negeri.

Selain sebagai sumber pembiayaan negara, termasuk di dalamnya pembiayaan

pembangunan proyek (seperti proyek infrastruktur dalam sektor energi, telekomunikasi, perhubungan, pertanian, industri manufaktur, dan perumahan rakyat), penerbitan sukuk negara di sisi lain juga bertujuan untuk pengembangan dan pertumbuhan instrumen keuangan syariah, khususnya pada industri perbankan syariah. Penerbitan sukuk negara yang cukup besar di satu sisi akan menambah likuiditas di pasar keuangan yang berperan penting dalam pembentukan *benchmark yield curve* dan pengembangan pasar obligasi dalam negeri.



Grafik 1.1. Outstanding Sukuk Negara Perbankan Syariah
Sumber : DJPU

Sampai akhir Mei 2014, penerbitan sukuk negara domestik (*tradeable*) mencapai total emisi Rp 100,254 triliun dengan *outstanding* (kepemilikan) yang didominasi oleh sektor perbankan yaitu sekitar 41% dari total *outstanding* di samping entitas lainnya seperti asuransi, dana pensiun, reksadana, dan perorangan atau rumah tangga, dengan nilai *outstanding* oleh perbankan syariah Indonesia mencapai Rp 7,057 triliun (DJPU, 2014). Berbagai keuntungan investasi melalui sukuk negara, antara lain ; (1) memberikan imbalan tetap (*fixed return*) secara periodik, (2) investasi yang aman karena pembayaran imbalan dan nilai nominal dijamin oleh undang-undang, (3) dapat diperdagangkan di pasar sekunder pada harga pasar (4) berpotensi mendapat *capital gain* di pasar sekunder (5) pajak imbalan (15%) lebih kecil daripada pajak terhadap bagi hasil deposito (20%) dan (6) sesuai prinsip syariah (Amirullah, 2011), menjadi daya tarik yang menjanjikan bagi sektor perbankan khususnya oleh perbankan syariah untuk menanamkan dananya.

Namun di lain pihak, perlu pula dipertimbangkan konsekuensi ekonomis atau dampak dari penerbitan sukuk negara ini bagi perekonomian nasional. Dominasi kepemilikan sukuk negara dengan segala keuntungannya oleh sektor perbankan, berpotensi menimbulkan keengganan bagi perbankan untuk menyalurkan kredit (konvensional) atau pembiayaan (syariah) bagi masyarakat karena dana perbankan banyak ditanamkan pada sukuk negara. Hal ini tentu akan menghambat perkembangan dan pertumbuhan perbankan. Sebagaimana dikemukakan oleh Hauner (2006), tingginya kepemilikan perbankan pada surat berharga pemerintah berpotensi menghambat perkembangan sektor keuangan dalam jangka panjang. Di satu sisi profitabilitas bank akan meningkat namun di sisi lain juga dapat menurunkan efisiensi. Secara empiris hasil penelitian Shirai (2002) menyatakan bahwa kecenderungan perbankan di India untuk menanamkan dananya pada surat berharga pemerintah mengurangi *share asset* beresiko dalam portofolio bank yang kemudian meningkatkan *Capital Adequacy Ratio* (CAR), di mana jika nilai CAR tinggi maka bank tersebut mampu membiayai kegiatan operasional dan memberikan kontribusi yang cukup besar bagi profitabilitas. Sementara itu Degirmen (2007) menemukan bahwa peningkatan pinjaman sektor publik di Turki meningkatkan modal bank dan mengurangi porsi *lending* yang dilakukan di bank pemerintah.

Pada perbankan syariah, bila ditinjau dari pada aspek teori mekanisme perbankan syariah, kekhawatiran akan dampak ini justru seyogyanya tidak akan terjadi. Dengan sistem bagi hasil (*profit sharing*), institusi keuangan syaria'ah terbebas dari pengaruh bunga. Selain itu, dengan biaya modal (pembiayaan) yang nihil dan penerapan konsep *equity* dan *share financing* secara efisien dengan mengintegrasikan tingkat tabungan (dominan dari *demand* dan *saving deposits* dan terbatas dari *investment deposit*) dengan investasi, institusi keuangan syariah diharapkan dapat memicu pertumbuhan investasi sektor swasta, sehingga maka skema pembiayaan dengan surat berharga negara ini akan menjadi sangat menguntungkan karena anti-inflasi dan lebih stabil. Dalam hal ini, institusi perbankan syaria'ah yang terbangun dengan baik juga dapat

memainkan fungsinya sebagai lembaga intermediasi antara masyarakat dengan pemerintah melalui konsep jual beli seperti *salam*, *istisna'*, *leasing* dan konsep kerjasama seperti *mudharabah* dan *musyarakah*. Diharapkan instrumen pembiayaan fiskal ini mampu membantu pemerintah dalam memenuhi kebutuhan pembiayaan pembangunan (Hendry, 2010).



Grafik 1.2. Pembiayaan Perbankan Syariah

Sumber : Otoritas Jasa Keuangan (OJK)

Mengingat tren kepemilikan sukuk negara oleh perbankan syariah yang terus meningkat dan beberapa kelebihan sistem perbankan syariah dibandingkan perbankan konvensional serta terdapatnya potensi perlambatan pertumbuhan perbankan karena kepemilikan sukuk negara oleh perbankan sebagaimana dikemukakan di atas, maka menarik untuk melihat bagaimana pengaruh dari penerbitan sukuk negara sebagai pembiayaan defisit fiskal terhadap perkembangan sektor perbankan syariah di Indonesia. Di samping itu, pengaruh dari kondisi indikator makroekonomi Indonesia di samping keberadaan sukuk juga menarik untuk dicermati mengingat dampaknya yang besar bagi perekonomian dan perbankan nasional secara umum.

1.2. Tujuan Penelitian

Berdasarkan uraian di atas, tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh penerbitan sukuk negara sebagai pembiayaan defisit fiskal dan kondisi ekonomi makro terhadap perkembangan perbankan syariah di Indonesia.

2. KERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1. Surat Berharga Untuk Pembiayaan Defisit Fiskal dan Pengaruhnya Bagi Sektor Perbankan

Kebijakan defisit APBN menunjukkan bahwa pemerintah masih sangat membutuhkan dana untuk pembangunan ekonomi yaitu sarana dan prasarana, kualitas sumber daya manusia dan kelembagaan-kelembagaan ekonomi modern. Untuk itu pemerintah sudah seharusnya menyediakan dana dalam APBN dalam porsi yang besar untuk pembangunan ekonomi. Semakin banyak pengeluaran tentunya akan semakin menambah defisit APBN. Kebijakan defisit APBN diambil oleh pemerintah guna meningkatkan pertumbuhan ekonomi (*pro-growth*) yang membawa konsekuensi untuk mencari sumber pembiayaan. Potensi yang besar dalam pembiayaan dalam negeri sudah selayaknya dimanfaatkan oleh pemerintah, salah satunya dengan menerbitkan SBN sehingga dapat digunakan untuk pembiayaan defisit APBN.

Pembiayaan defisit fiskal dengan SBN atau obligasi di antaranya melalui penerbitan sukuk negara menjadi alternatif bagi sebagian besar negara-negara berkembang (*emerging markets*) saat ini. Peningkatan stok obligasi pemerintah dipengaruhi oleh faktor permintaan dan penawaran. Dari sisi permintaan, peningkatan stok obligasi domestik bersumber dari meningkatnya outlet untuk instrumen investasi bagi perusahaan dan perbankan. Selain itu relatif lebih rendahnya suku bunga di negara-negara industri dan stabilnya perekonomian *emerging market* juga semakin meningkatkan *demand* untuk obligasi pemerintah domestik. Adapun dari sisi penawaran, krisis keuangan dan program rekapitalisasi perbankan memberikan kontribusi yang sangat signifikan pada kenaikan utang domestik pemerintah yang berakibat pada peningkatan penerbitan surat berharga pemerintah.

Penggunaan utang domestik untuk pembiayaan defisit pemerintah dengan jalan penerbitan surat berharga atau obligasi tidak terlepas dari pertimbangan *cost* dan *benefit*-nya terhadap perekonomian. Literatur yang membahas mengenai keterkaitan langsung antara utang domestik pemerintah terhadap perekonomian serta transmisinya ke sektor keuangan dan

sektor riil khususnya di negara-negara berkembang sebagaimana dikemukakan oleh Hauner (2006) masih terbatas. Hal ini dikarenakan pembiayaan domestik baru berkembang khususnya setelah terjadinya krisis Asia pada penghujung 1990-an. Pembiayaan defisit fiskal bagi negara berkembang sebelumnya lebih banyak bertumpu pada pinjaman lunak luar negeri. Sejauh ini kritik mengenai penggunaan utang domestik untuk pembiayaan defisit fiskal adalah dampaknya terhadap pinjaman pihak swasta, sustainability utang, sustainability fiskal, melemahnya efisiensi perbankan serta risiko inflasi (Abbas dan Christensen, 2007).

Pembiayaan defisit fiskal dengan pinjaman domestik dalam jangka menengah-panjang mengarah kepada peningkatan suku bunga riil dan meningkatkan *financial market repression* yang akhirnya dapat menurunkan kualitas dari perolehan fiskal (Easterly dkk, 1994). Detragiache dkk. (2005) yang menggunakan tingkat suku bunga pinjaman domestik pemerintah sebagai proksi utang domestik Pemerintah di 82 *Low Income Countries* (LIC) menemukan bahwa koefisien tingkat suku bunga memiliki hubungan yang negatif dan signifikan terhadap *loans to GDP* dan *deposit to GDP*. Hal ini mengindikasikan adanya *crowding out effect*². Degirmen (2007) menunjukkan bahwa peningkatan pinjaman sektor publik di Turki meningkatkan modal bank dan mengurangi porsi pinjaman yang dilakukan bank pemerintah. Sementara itu di Colombia, tingginya defisit fiskal pada periode 1983-1986 merupakan faktor utama di balik tingginya tingkat suku bunga riil pada periode tersebut (Easterly dkk, 1994).

² Dalam ilmu ekonomi *crowding out* dimaknai sebagai berkurangnya dampak investasi yang diakibatkan dari naiknya suku bunga riil. Peristiwa kenaikan suku bunga ini terjadi melalui proses multiplier yang agak panjang yang dimulai dari kebijakan fiskal ekspansif yakni kebijakan untuk menaikkan pengeluaran pemerintah melalui pembiayaan defisit yang lebih besar. Kebijakan tersebut idealnya membawa dampak positif terhadap investasi, pada tingkat bunga yang sama serta melalui proses multiplier, income masyarakat diasumsikan akan naik menuju titik kesesimbangannya seiring dengan membaiknya ekonomi masyarakat. Namun demikian peningkatan income tersebut secara bersama-sama juga berpengaruh terhadap bergesernya keseimbangan pasar uang karena permintaan uang juga naik. Naiknya permintaan uang ini menjadi penyebab naiknya tingkat bunga dan turunnya investasi sehingga income masyarakat ikut turun (Surjaningsih, 2012).

Dalam kondisi pasar keuangan yang masih dangkal, dimana banyak perusahaan memiliki akses yang terbatas untuk pembiayaan luar negeri, peningkatan utang domestik pemerintah dapat mengarah pada *crowding out* terhadap pinjaman sektor swasta. Efek *crowding out* ini terjadi ketika dana umumnya lebih banyak dirasakan oleh perusahaan-perusahaan skala kecil yang tidak memiliki akses untuk pembiayaan luar negeri. Bagi perusahaan swasta besar dengan reputasi baik dapat mencari pembiayaan di luar negeri atau bersaing untuk memperoleh dana melalui pasar modal dalam negeri.

Dengan menggunakan data individual perbankan pada 73 negara berpendapatan menengah selama periode 1990-an, Hauner (2006) menemukan bahwa bank yang lebih banyak menglokasikan dana pada obligasi pemerintah memiliki keuntungan yang lebih besar tetapi kurang efisien. Selain itu tingginya pinjaman pemerintah pada sektor perbankan akan mengganggu kualitas dan kedalaman (*quality and depth*) perkembangan sektor keuangan dalam jangka panjang. Pengujian pada level agregat, obligasi pemerintah domestik dapat mengganggu perkembangan sektor keuangan apabila sudah mencapai tingkat yang sangat tinggi.

Abbas dan Christensen (2007) menyatakan bahwa keputusan bank untuk menanamkan dananya pada obligasi pemerintah domestik dapat dipandang efisien secara ekonomis ditinjau dari perspektif diversifikasi risiko. Jika dalam jangka panjang tingkat pengembalian perbankan dari pinjaman oleh sektor swasta berkorelasi negatif dengan pendapatan bank dari obligasi pemerintah domestik maka risiko keseluruhan dari portofolio bank akan menurun.

Abbas dan Christensen (2007) juga menyatakan bahwa dalam kondisi ekonomi yang melemah dan imbal hasil dari sektor swasta menurun maka pendapatan pajak domestik juga menurun yang dapat mengakibatkan semakin melebarnya *fiscal gap*. Dalam kondisi *fiscal gap* ini dibiayai oleh sumber domestik maka *yield* dari obligasi pemerintah domestik akan meningkat demikian pula halnya dengan profit bank. Oleh karenanya

dapat mengkompensasi dengan segera imbal hasil yang rendah dari sektor swasta.

Sementara itu, penelitian oleh Utari dkk (2010) menunjukkan bahwa keberadaan surat berharga negara dalam bentuk Surat Utang Negara (SUN) domestik tidak signifikan mempengaruhi perkembangan sektor keuangan secara agregat melalui peningkatan rasio total kredit dan kredit kepada sektor swasta terhadap GDP. Namun keberadaan SUN domestik berdampak positif dan signifikan terhadap perkembangan sektor keuangan yang diukur dengan rasio kapitalisasi pasar saham/GDP. Di sisi lain, kepemilikan SUN domestik mempengaruhi secara signifikan profit dan efisiensi perbankan. Hasil ini cukup menjelaskan mengenai tingginya minat perbankan untuk berinvestasi di SUN terlebih apabila tingkat risiko untuk menyalurkan kredit cukup tinggi.

Penyaluran dana perbankan yang dominan untuk membiayai defisit pemerintah tidak hanya mengurangi kualitas dari perkembangan sektor keuangan tetapi juga dapat mengganggu *financial deepening*³ dalam jangka panjang karena bank yang tidak efisien cenderung menanamkan dananya pada sektor publik dibandingkan dengan mengembangkan pasar perbankan.

Di samping berbagai dampak tersebut di atas, obligasi pemerintah memiliki peran yang sangat penting. Dengan berkembangnya pasar obligasi domestik, pemerintah dapat menghilangkan ketergantungan baik secara langsung maupun tidak langsung terhadap pembiayaan dari bank sentral yang berupa *money financing* serta pembiayaan luar negeri. Selain itu, *yield* yang terbentuk dari perdagangan surat berharga pemerintah yang likuid berperan sebagai *pricing benchmark* untuk pinjaman jangka panjang yang diterbitkan oleh bank dan perusahaan lainnya. Selanjutnya obligasi pemerintah bersama dengan instrumen pasar uang dan saham merupakan instrumen yang vital dalam pelaksanaan operasi kebijakan moneter dan *collateralized lending* untuk pasar uang antar bank. Perkembangan pasar obligasi pemerintah

³ *Financial deepening* adalah proses pengembangan sektor keuangan yang ditandai dengan antara lain meningkatnya jumlah dan volume institusi keuangan, jumlah instrument di pasar serta kualitas pelayanan yang diberikan (Wikipedia)

dapat memperkuat transmisi dan pelaksanaan kebijakan moneter termasuk pencapaian target kebijakan moneter (Utari dkk, 2010).

2.2 Perkembangan Pembiayaan Defisit APBN Melalui SBN

Sejak tahun 2005, SBN menjadi instrumen utama pembiayaan APBN (BSPUN DJPU). Kenaikan SBN periode 2009-2014, antara lain untuk *refinancing* utang lama yang jatuh tempo, dan *refinancing* dilakukan dengan utang baru yang mempunyai *terms* dan kondisi yang lebih baik.

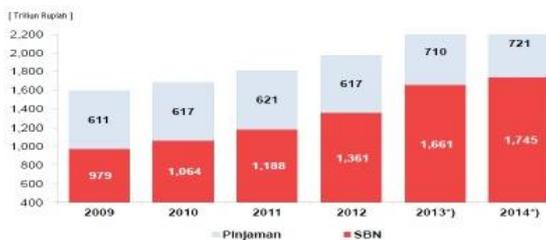


Diagram 2.1 Perkembangan Pembiayaan Instrumen SBN
Sumber : DJPU

Sebagai langkah pengelolaan utang sehubungan dengan defisit anggaran, pemerintah menerbitkan Keputusan Menteri Keuangan Republik Indonesia Nomor 37 /KMK.08/2013 tentang Strategi Pengelolaan Utang Negara Tahun 2013-2016. Peraturan ini disusun sebagai panduan bagi pengelolaan utang Negara dalam jangka menengah dan penyusunan strategi pembiayaan tahunan melalui utang. Hal ini terkait dengan kesinambungan pengelolaan utang yang pada periode tahun-tahun sebelumnya berhasil menurunkan rasio utang terhadap GDP yang signifikan.

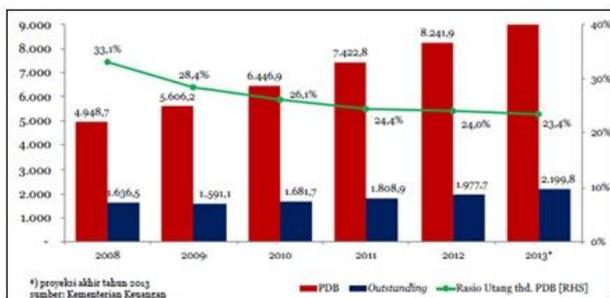


Diagram 2 Perkembangan Ratio Utang Terhadap GDP Indonesia
Sumber : DJPU

2.3. Makro Ekonomi dan Perkembangan Sektor Keuangan/Perbankan

Secara teoritis dan berdasarkan studi empiris yang telah ada sebelumnya, perkembangan sektor keuangan/perbankan dipengaruhi oleh berbagai faktor yang dapat dikelompokkan menjadi aspek geografis dan *endowment*, kondisi politik, kondisi ekonomi makro, struktur pasar perbankan, iklim investasi dan kualitas supervisi sektor keuangan (Detragiache dkk, 2005). Dari beberapa literatur, beberapa variabel makroekonomi yang mempengaruhi perkembangan sektor keuangan/perbankan diantaranya adalah :

1) *Income (+)* ; semakin tingginya pendapatan yang mencerminkan *wealth* suatu negara maka diperkirakan tingkat perkembangan sektor keuangan/perbankan juga tinggi. Boyd dkk (2001) menemukan hubungan yang positif dan signifikan antara variabel *initial real percapita Gross Domestic Product (GDP)* yang merupakan proksi dari *income* dengan rasio *liquid liabilities perbankan / GDP* dan rasio kredit kepada sektor swasta / *GDP*.

2) *Inflasi (+/-)* ; inflasi yang tinggi biasanya akan menghambat perkembangan sektor perbankan. Hubungan yang negatif dan signifikan antara inflasi dengan perkembangan sektor keuangan dan perbankan diantaranya dibuktikan dalam Boyd, Levine dan Smith (2001), Hauner (2006) dan Detragiatche, Gupta, Tressel (2005) dan Tohari (2010). Namun pada penelitian lainnya, tingkat inflasi yang meningkat justru dapat mendorong perkembangan sektor perbankan khususnya dalam penyaluran kredit atau pembiayaan kepada masyarakat. Pengaruh yang positif inflasi terhadap pembiayaan perbankan diantaranya dibuktikan dalam penelitian Ayu (2013), Levina (2013), Zakki (2009), dan Chorida (2010).

3) *Indikator fiskal (+/-)*; variabel fiskal ditengarai mempengaruhi perkembangan sektor keuangan/perbankan melalui pemberian kredit kepada sektor publik (pemerintah) oleh perbankan dan melalui peningkatan instrumen yang tersedia di pasar keuangan. Boyd dkk (2001) yang menggunakan variabel *central government expenditure to GDP* dan Cuadro, Saez dkk (2003) yang menggunakan variabel defisit/

GDP tidak menemukan adanya hubungan yang positif dan signifikan terhadap perkembangan sektor keuangan yang menggunakan total kredit kepada sektor swasta/GDP. Hauner (2006) menggunakan variabel rasio pinjaman publik/GDP dan rasio pinjaman publik/total kredit yang diberikan. Hasil empiris menunjukkan bahwa rasio pinjaman publik/GDP signifikan meningkatkan perkembangan sektor keuangan yang tercermin dari rasio total kredit/GDP dan *liquid liabilities*/GDP. Di lain pihak semakin tinggi rasio pinjaman publik/total kredit perbankan berdampak negatif dan signifikan terhadap rasio kredit kepada sektor swasta/GDP. Menurut Hauner, peningkatan rasio pinjaman publik/GDP meningkatkan perkembangan sektor keuangan dengan menyediakan aset yang aman bagi perbankan. Namun demikian dari sisi portofolio aset perbankan, pinjaman terhadap pemerintah yang berlebihan dapat menghambat *financial deepening*.

4) Indikator risiko (-) : semakin baik indikator risiko maka semakin baik perkembangan sektor keuangan, demikian pula sebaliknya. Dalam beberapa literatur, penggunaan indikator yang mencerminkan tingkat risiko bervariasi. Boyd, Levine dan Smith (2001) menggunakan tingkat kestabilan politik sebagai indikator risiko dan menemukan hubungan yang negatif dan signifikan antara variabel jumlah revolusi yang terjadi dengan *liquid liabilities* dari perbankan. Sementara itu (Koubi, 2008) yang menggunakan tingkat kepastian hukum juga menemukan hubungan yang signifikan antara faktor tingkat kepastian hukum dengan volatilitas return di pasar saham.

5) Volatilitas atau nilai tukar (-) : volatilitas dalam pasar keuangan dianggap sebagai suatu instrumen yang menjadi *filtering* dari *shock* yang terjadi di luar. Volatilitas yang rendah mencerminkan ketahanan perekonomian yang tentunya berdampak positif terhadap perkembangan sektor keuangan. Koubi (2008) menemukan bahwa volatilitas secara signifikan mempengaruhi volatilitas return saham. Adapun indikator nilai tukar, Muhayatsyah (2013) menemukan bahwa nilai tukar (kurs) berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap pembiayaan bank syariah yang diukur melalui *Financing Deposit Ratio* (FDR). Tohari

(2010) dalam penelitiannya juga menemukan bahwa nilai tukar rupiah terhadap USD memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap dana penghimpunan dana perbankan syariah yang berimplikasi pada pencapaian jumlah pembiayaan perbankan. Sementara itu, Yoda (2008) justru membuktikan bahwa variabel nilai tukar berpengaruh positif signifikan terhadap nilai kredit bank dalam periode pengamatan sepanjang kuartal I-2002 hingga kuartal III-2007.

2.3 Hipotesis

Berdasarkan kerangka teoritis dan beberapa penelitian terdahulu di atas, hipotesis penelitian yang akan dibuktikan dalam penelitian ini adalah :

1. Dari sisi *asset* perbankan, semakin tinggi rasio nilai kepemilikan sukuk negara domestik oleh perbankan syariah terhadap GDP, diduga dapat meningkatkan perkembangan sektor perbankan syariah dengan penyediaan aset yang aman bagi perbankan syariah (*risk free asset*);
2. Dari sisi *portofolio asset* perbankan untuk likuiditas, semakin tinggi rasio nilai kepemilikan sukuk negara domestik oleh perbankan syariah terhadap total pembiayaan perbankan syariah, diduga akan semakin menghambat perkembangan perbankan syariah yang diwakili dengan rasio total pembiayaan perbankan syariah terhadap GDP. Hal ini terjadi karena terdapatnya dugaan banyaknya dana perbankan yang ditanamkan pada sukuk negara sehingga dikhawatirkan dapat mempengaruhi fungsi perbankan sebagai lembaga intermediasi
3. Kondisi ekonomi makro yang diwakili oleh nilai tukar dan inflasi turut mempengaruhi perkembangan sektor perbankan. Nilai tukar rupiah terhadap USD diduga berpengaruh negatif terhadap perkembangan sektor perbankan syariah.
4. Sedangkan inflasi justru diduga berpengaruh positif terhadap perkembangan sektor perbankan syariah yang memiliki sistem berbeda dengan perbankan non syariah (konvensional).
5. Rasio nilai kepemilikan sukuk negara domestik oleh perbankan syariah terhadap GDP, rasio nilai kepemilikan sukuk negara

domestik oleh perbankan syariah terhadap total pembiayaan perbankan syariah dan kondisi ekonomi makro (nilai tukar dan inflasi) secara simultan (bersama-sama) mempengaruhi perkembangan sektor perbankan syariah.

4. METODE RISET

Data-data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data *time series* bulanan mulai bulan Januari 2011 sampai dengan bulan Mei 2014. Jenis data yang dikumpulkan bersifat data sekunder yang diperoleh dari publikasi data statistik Otoritas Jasa Keuangan (OJK), Badan Pusat Statistik (BPS) dan Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang Kementerian Keuangan Republik Indonesia (DJPU).

Model yang digunakan untuk melihat dampak penerbitan sukuk negara sebagai pembiayaan defisit fiskal dan kondisi ekonomi makro terhadap perkembangan sektor perbankan syariah di Indonesia mengacu kepada penelitian Hauner (2006) dan Utari dkk (2010).

Indikator perkembangan perbankan syariah yang digunakan sebagai variabel dependen adalah nilai pembiayaan perbankan syariah yang diukur dari rasio total pembiayaan perbankan syariah terhadap GDP. Rasio ini mengukur kemampuan bank untuk memberikan

bisa dikategorikan dalam produk-produk kredit (*loans*) atau pembiayaan (Yulianita, 2010). Rasio ini menjadi indikator yang kuat mengingat dampaknya yang besar terhadap pertumbuhan ekonomi.

Sedangkan determinan dari perkembangan perbankan syariah sebagai variabel independen adalah rasio nilai kepemilikan sukuk negara domestik oleh perbankan syariah terhadap GDP tahun sebelumnya dan total pembiayaan (SUKUK^{a-1}) dan nilai unsur makroekonomi yang terdiri dari nilai tukar rupiah terhadap USD (KURS) dan inflasi (INF).

Teknik analisis data penelitian menggunakan teknik *Regresi Linier Berganda*. Nachrowi (2006) menjelaskan bahwa salah satu teknik analisis kuantitatif yang dapat memberikan informasi mengenai hubungan dua variabel adalah teknik permodelan regresi linier. Pemodelan regresi linier yang cukup populer adalah regresi linier sederhana (*simple regression*) dan regresi linier majemuk (*multiple regression*). Analisis ini juga disebut dengan metode simpangan kuadrat terkecil biasa (*Ordinary Least Square = OLS*) yang merupakan metode pendugaan dengan meminimumkan jumlah kuadrat simpangan dari hasil pendugaan atau estimasi variabel tak bebas.

Prosedur ini digunakan untuk mendapatkan

Tabel 3.1 Variabel Penelitian

Variabel Dependen	Deskripsi Variabel		
GROWTH _t	Rasio nilai total pembiayaan perbankan syariah terhadap GDP tahun sebelumnya	Rasio ini mengukur kemampuan bank untuk menyalurkan pembiayaan sebagai indikator perkembangan atau pertumbuhan perbankan	
Variabel Independen	Deskripsi Variabel	Ekspektasi	
INF	Nilai Inflasi, yaitu kenaikan harga barang dan jasa secara umum dimana barang dan jasa tersebut merupakan kebutuhan pokok masyarakat atau turunnya daya jual mata uang suatu negara		-
KURS	Nilai tukar rupiah terhadap USD		-
SUKUK ^a	Rasio nilai kepemilikan sukuk negara domestik oleh perbankan syariah terhadap GDP tahun sebelumnya	Kepemilikan sukuk untuk penyediaan asset yang aman bagi perbankan syariah	+
SUKUK ^b	Rasio nilai kepemilikan sukuk negara domestik oleh perbankan syariah terhadap total pembiayaan perbankan syariah	Kepemilikan SUN dalam portofolio asset perbankan untuk likuiditas	-

pembiayaan sebagai indikator perkembangan atau pertumbuhan perbankan. Sebagaimana menurut Park (2009), dalam sebuah perusahaan, *proxy* yang sangat umum digunakan dalam mengukur pertumbuhan adalah pertumbuhan penjualan. Menurut Bamford (2004), untuk sebuah bank semua penjualan

hasil pendugaan parameter yang memiliki sifat tak bias linier terbaik (*Bias Linier Unbiased Estimator = BLUE*). Secara singkat BLUE mengandung arti bahwa pendugaan parameter yang dihasilkan akan memiliki varian yang minimum dan tidak berarti pendugaan dari masing-masing sampel akan sama populasinya.

Untuk memperoleh kesimpulan apakah model yang digunakan memiliki kelayakan untuk menjelaskan hubungan antara variabel dependen dan variabel independen, maka model akan melalui beberapa pengujian. Pengujian tersebut meliputi pengujian atas asumsi yang digunakan dan pengujian statistik terhadap model atau fungsi regresi yang dihasilkan (Nachrowi, 2006).

Uji asumsi klasik merupakan prasyarat analisis regresi ganda. Dalam uji asumsi klasik ini meliputi uji normalitas, uji heteroskedastisitas, uji autokorelasi, dan uji multikolinieritas. Apabila data tidak berdistribusi normal dan mengandung heteroskedastisitas maka perlu adanya perbaikan model regresi salah satunya dengan cara mentransformasi data dalam bentuk logaritma natural. Data hasil transformasi tersebut selanjutnya dianalisis kembali menggunakan analisis regresi. Apabila data masih mengandung multikolinieritas atau autokorelasi maka salah satu cara menghilangkannya adalah dengan menghilangkan salah satu variabel bebas (Nachrowi, 2006).

4.1. Uji Normalitas

Uji normalitas adalah pengujian tentang kenormalan distribusi data. Penggunaan uji normalitas karena pada analisis statistik parametrik, asumsi yang harus dimiliki oleh data adalah bahwa data tersebut harus terdistribusi secara normal. Maksud data terdistribusi secara normal adalah bahwa data akan mengikuti bentuk distribusi normal (Santosa dkk, 2005).

Uji normalitas dapat dilakukan dengan dua cara, yaitu dengan "Normal P-P Plot" dan "Tabel Kolmogorov Smirnov". Pada penelitian ini penulis melakukan uji normalitas dengan Tabel Kolmogorov Smirnov, melalui cara tersebut data dianalisis tidak menggunakan gambar namun dengan angka, kelebihan hasil data olahan menjadi lebih akurat. Dengan melihat nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)*, bila nilai tiap variabel lebih dari 0.05 (>0.05) maka uji normalitas terpenuhi atau data telah terdistribusi normal (Santoso dkk, 2002).

4.2. Uji Multikolinieritas

Uji ini bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel independen. Jika variabel independen saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak ortogonal (Ghozali, 2006).

Untuk mendeteksi adanya multikolinieritas, dapat dilihat dari nilai *tolerance* atau uji *Value Inflation Factor (VIF)*. Apabila nilai *tolerance value* lebih tinggi daripada 0,10 atau VIF lebih kecil daripada 10 maka dapat disimpulkan tidak terjadi multikolinieritas (Santoso dkk, 2002).

4.3. Uji Heteroskedastisitas

Pengujian ini digunakan untuk melihat apakah variabel pengganggu mempunyai varian yang sama atau tidak. Heteroskedastisitas mempunyai suatu keadaan bahwa varian dari residual suatu pengamatan ke pengamatan yang lain berbeda. Salah satu metode yang digunakan untuk menguji ada tidaknya heteroskedastisitas akan mengakibatkan penaksiran koefisien-koefisien regresi menjadi tidak efisien. Hasil penaksiran akan menjadi kurang dari semestinya (Gujarati dkk, 2010).

Heteroskedastisitas bertentangan dengan salah satu asumsi dasar regresi linear, yaitu bahwa variasi residual sama untuk semua pengamatan atau disebut homokedastisitas (Gujarati dkk, 2010).

Untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas yaitu dengan melihat grafik Plot antara nilai prediksi variabel terikat (*dependen*) yaitu ZPRED dengan residualnya SRESID. Deteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik scatterplot antara SRESID dan ZPRED dimana sumbu Y adalah Y yang telah diprediksi, dan sumbu X adalah residual (Y prediksi - Y sesungguhnya) yang telah di-studentized.

Dasar analisisnya adalah sebagai berikut :

- a. Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian

menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas.

- b. Jika ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas (Gujarati dkk, 2010).

4.4. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi merupakan pengujian asumsi dalam regresi di mana variabel dependen tidak berkorelasi dengan dirinya sendiri. Maksud korelasi dengan diri sendiri adalah bahwa nilai dari variabel dependen tidak berhubungan dengan nilai variabel itu sendiri, baik nilai variabel sebelumnya atau nilai periode sesudahnya (Santoso dkk, 2002).

Uji Durbin Watson (DW) adalah sebuah *test* yang digunakan untuk mendeteksi terjadinya autokorelasi pada nilai residual (*prediction errors*) dari sebuah analisis regresi. Pada saat melakukan uji autokorelasi, kita menggunakan tabel Durbin Watson. Tabel tersebut menjadi alat perbandingan terhadap nilai Durbin Watson hitung. Hasil perbandingan akan menghasilkan kesimpulan sebagai berikut :

1. Jika $DW < dL$, berarti terdapat autokorelasi positif;
2. Jika $DW > (4 - dL)$, berarti terdapat autokorelasi negatif;
3. Jika $dU < DW < (4 - dL)$, berarti tidak terdapat autokorelasi;
4. Jika $dL < DW < dU$ atau $(4 - du)$, berarti tidak dapat disimpulkan;

di mana : dL adalah batas bawah Durbin Watson dan dU adalah batas atas Durbin Watson. Nilai dL dan dU dapat dilihat pada tabel Durbin Watson (Wahid, 2002).

4.5. Pengujian Hipotesis

Untuk menguji hipotesis penelitian, dilakukan uji sebagai berikut :

1. Uji statistik t (Secara Parsial).

Menurut Imam Ghozali (2006) uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variabel dependen.

Pengujian dilakukan dengan menggunakan signifikan level 0,05 ($\alpha=5\%$). Penerimaan atau penolakan hipotesis dilakukan dengan kriteria:

- a. Jika nilai signifikan (*Sig.*) $> 0,05$ atau $t_{hitung} < t_{tabel}$ (nilai minus diabaikan) maka hipotesis ditolak atau koefisien regresi tidak signifikan. Ini berarti secara parsial variabel independen tidak mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen.
- b. Jika nilai signifikan (*Sig.*) $\leq 0,05$ atau $t_{hitung} > t_{tabel}$ (nilai minus diabaikan) maka hipotesis diterima atau koefisien regresi signifikan. Ini berarti secara parsial variabel independen tersebut mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

2. Uji Statistik F (Secara Simultan).

Menurut Imam Ghozali (2006) Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh signifikan secara bersama-sama (simultan) terhadap variabel terikat. Kriteria pengujian dimana hipotesis diterima apabila nilai ANOVA $F_{hitung} > F_{tabel}$ atau nilai *Sig.* $< \alpha$. Dalam hal ini $\alpha = 0,05$.

Model umum persamaan diformulasikan sebagai berikut :

$$GROWTH_t = \alpha_0 + \alpha_1SUKUK^a + \alpha_2SUKUK^l + \alpha_4KURS + \alpha_3INF + \varepsilon$$

Dari model di atas dapat dinyatakan bahwa perkembangan perbankan syariah Indonesia dipengaruhi oleh *interceptic systematic risk* (α_0), parameter regresi variabel rasio nilai kepemilikan sukuk negara domestik oleh perbankan syariah terhadap GDP ($SUKUK^a$), parameter regresi variabel rasio nilai kepemilikan sukuk negara domestik oleh perbankan syariah terhadap total pembiayaan ($SUKUK^l$), parameter regresi variabel nilai tukar (KURS) dan parameter regresi variabel inflasi (INF) serta *error* (variabel lainnya di luar dari $SUKUK$, INF dan KURS).

5. HASIL EMPIRIS DAN PEMBAHASAN

5.1 Hasil Uji Normalitas

Tabel 5.1 Tabel Kolmogorov Smirnov

		SUKUKa	SUKUKI	KURS	INF	GROWTH
N		41	41	41	41	41
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	1,7946	31,4426	966499,6585	,4295	54,9397
	Std. Deviation	,82880	6,92410	94688,55732	,61641	17,59744
Most Extreme Differences	Absolute	,133	,184	,180	,139	,117
	Positive	,133	,095	,180	,139	,117
	Negative	-,099	-,184	-,103	-,113	-,090
Kolmogorov-Smirnov Z		,850	1,179	1,150	,888	,746
Asymp. Sig. (2-tailed)		,465	,124	,142	,410	,634

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Berdasarkan grafik dari hasil uji normalitas dengan Tabel Kolmogorov Smirnov terhadap seluruh variabel diperoleh hasil sebagai berikut :

Berdasarkan tabel tersebut, nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* untuk seluruh variabel lebih besar dari 0.05. Sehingga dapat dinyatakan bahwa seluruh variabel terdistribusi secara normal dan uji normalitas terpenuhi.

5.2 Hasil Uji Multikolinieritas

Hasil uji multikolinieritas pada model regresi untuk menemukan adanya korelasi antar variabel independen dengan indikator nilai VIF diperoleh sebagai berikut :

Tabel 5.2 Hasil Uji Multikolinieritas (VIF)

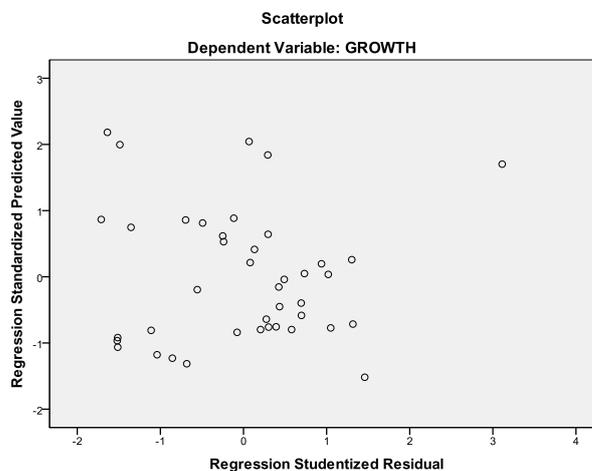
		Coefficients ^a	
Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	SUKUKa	,176	5,681
	SUKUKI	,384	2,603
	KURS	,224	4,460
	INF	,995	1,005

a. Dependent Variable: GROWTH

Dari tabel tersebut diketahui bahwa dalam penelitian ini tidak terdapat multikolinieritas yang ditandai dengan nilai VIF pada seluruh variabel yang lebih kecil dari 10 (VIF < 10).

5.3 Hasil Uji Heteroskedastisitas

Dengan menggunakan data penelitian ini, untuk menguji ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilihat hasil olahan data tersebut pada gambar *scatterplot output* data di bawah ini :



Gambar 5.1 Scatterplot Uji Heteroskedastisitas

Berdasarkan gambar *scatterplot* tersebut, terlihat bahwa terdapat titik-titik yang menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y dan tidak membentuk pola tertentu, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat heteroskedastisitas.

5.4 Hasil Uji Autokorelasi

Melalui program SPSS, nilai DW yang dihasilkan adalah sebagai berikut :

Tabel 5.3 Hasil Uji Autokorelasi (Durbin Watson)

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adj R Square	Std. Error of the Estimate	DW
1	,996 ^a	,993	,992	1,58639	1,394

a. Predictors: (Constant), INF, SUKUKI, KURS, SUKUKA

b. Dependent Variable: GROWTH

Pada tabel Durbin Watson dengan n (jumlah observasi) = 41, k (jumlah variabel) = 5 dengan alpha 5%, diperoleh nilai dL dan dU yaitu nilai dL = 1.230 dan dU = 1.786.

Melihat bahwa angka DW pada hasil pengolahan di atas menunjukkan nilai 1.394 atau berada pada interval $dL < DW < (4 - dL)$ maka dapat dinyatakan bahwa pada data penelitian tidak terdapat autokorelasi.

5.5 Hasil Empiris

Setelah melakukan serangkaian uji asumsi klasik analisis regresi berganda, analisis data penelitian kemudian dilanjutkan dengan uji statistik yang meliputi pengamatan nilai *R-Square* dan pengujian hipotesis penelitian dengan uji t-statistik (parsial) dan uji F (simultan).

Tabel 5.5. Hasil Uji Statistik

Model Summary ^b				
Model	R	R Square	Adj R Square	Std. Error of the Estimate
1	,996 ^a	,993	,992	1,58639

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	12296,1	4	3074,0	1221,48	,000 ^a
	Residual	90,599	36	2,517		
	Total	12386,7	40			

Model		Unstandardized Coefficients		t	Sig.
		B	Std. Error		
1	C	51,896	4,497	11,540	,000
	SUKUK ^a	29,124	,721	40,374	,000
	SUKUK ^l	-1,149	,058	-19,661	,000
	KURS	-1,397	,000	-2,497	,017
	INF	,948	,408	2,324	,026

Dari tabel di atas dapat dinyatakan hal-hal sebagai berikut :

1. Nilai *R-square* yang dihasilkan sebesar 0,993 atau sebesar 99.3 %. Hal ini berarti bahwa perubahan rasio nilai kepemilikan sukuk negara domestik oleh perbankan syariah terhadap GDP (SUKUK^a), rasio nilai kepemilikan sukuk negara domestik oleh perbankan syariah terhadap total pembiayaan (SUKUK^l), nilai tukar (KURS) dan inflasi (INF) dapat mempengaruhi perubahan perkembangan perbankan syariah Indonesia (GROWTH) sebesar 99.3%. Adapun sisanya sebesar 0.7 % dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model. Tingkat prediksi model yang sangat tinggi ini menunjukkan

bahwa model penelitian dianggap baik (*goodness of fit*).

2. Pada tabel F dengan derajat bebas/*degree of freedom* (df) untuk pembilang (df1) = $k - 1 = 5 - 1 = 4$; di mana k adalah jumlah variabel (bebas dan terikat) dan derajat bebas/*degree of freedom* (df) untuk penyebut (df2) = $n - k = 41 - 5 = 36$; di mana n adalah jumlah observasi/sampel pembentuk regresi (n= 41) dengan alpha 5% ($\alpha=0.05$), diperoleh nilai F_{tabel} sebesar 2.63. Nilai F statistik (simultan) yang dihasilkan berdasarkan tabel di atas adalah sebesar 1221.48 dan *Sig.* sebesar 0.000. Hal ini berarti bahwa rasio nilai kepemilikan sukuk negara domestik oleh perbankan syariah terhadap GDP (SUKUK^a), rasio nilai kepemilikan sukuk negara domestik oleh perbankan syariah terhadap total pembiayaan perbankan syariah (SUKUK¹), dan kondisi ekonomi makro (inflasi dan kurs) secara simultan/bersama-sama signifikan mempengaruhi perkembangan sektor perbankan syariah ($F_{hitung} > F_{tabel}$ atau nilai *Sig.* < α).

3. Estimasi persamaan regresi data penelitian yang diperoleh adalah sebagai berikut :

$$GROWTH_t = 51,896 + 29,124SUKUK^a - 1,149SUKUK^1 - 1,397KURS + 0,948INF + \varepsilon$$

Berdasarkan persamaan ini, dapat dinyatakan hal-hal sebagai berikut:

- Nilai koefisien rasio nilai kepemilikan sukuk negara domestik oleh perbankan syariah terhadap GDP (SUKUK^a) sebesar 29.124 dengan tanda positif (+) menandakan adanya hubungan positif, yang berarti jika rasio nilai kepemilikan sukuk negara domestik oleh perbankan syariah terhadap GDP (SUKUK^a) naik sebesar 1 persen, maka rasio nilai total pembiayaan perbankan syariah terhadap GDP yang mengukur perkembangan perbankan syariah Indonesia akan naik sebesar 29.214 persen.
- Nilai koefisien rasio nilai kepemilikan sukuk negara domestik oleh perbankan syariah terhadap total pembiayaan (SUKUK¹) sebesar -1.149 dengan tanda negatif (-) menandakan adanya

hubungan negatif, yang berarti jika rasio nilai kepemilikan sukuk negara domestik oleh perbankan syariah terhadap total pembiayaan (SUKUK¹) naik sebesar 1 persen, maka rasio nilai total pembiayaan perbankan syariah terhadap GDP yang mengukur perkembangan perbankan syariah Indonesia akan turun sebesar 1.149 persen.

- Nilai koefisien nilai tukar (KURS) sebesar -1.397 dengan tanda negatif (-) menandakan adanya hubungan negatif, yang berarti jika nilai tukar rupiah terhadap USD turun sebesar 1 persen, maka rasio nilai total pembiayaan perbankan syariah terhadap GDP yang mengukur perkembangan perbankan syariah Indonesia akan naik sebesar 1.397 persen.
- Nilai koefisien inflasi (INF) sebesar 0.948 dengan tanda positif (+) menandakan adanya hubungan positif, yang berarti jika nilai inflasi naik sebesar 1 persen, maka rasio nilai total pembiayaan perbankan syariah terhadap GDP yang mengukur perkembangan perbankan syariah Indonesia akan naik sebesar 0.948 persen.

4. Dengan menggunakan tabel t dengan derajat bebas/*degree of freedom* (df) = $n - k = 41 - 5 = 36$; di mana n adalah jumlah observasi/sampel pembentuk regresi (n= 41) dan k adalah jumlah variabel (bebas dan terikat), dengan alpha 5% ($\alpha=0.05$), diperoleh nilai t_{tabel} sebesar 2.028. Nilai t_{hitung} (parsial) masing - masing variabel independen yang dihasilkan adalah sebagai berikut :

- Nilai t_{hitung} untuk variabel rasio nilai kepemilikan sukuk negara domestik oleh perbankan syariah terhadap GDP (SUKUK^a) sebesar 40.374 dengan nilai *Sig.* sebesar 0.000. Hal ini berarti bahwa secara parsial, variabel rasio nilai kepemilikan sukuk negara domestik oleh perbankan syariah terhadap GDP (SUKUK^a) memiliki pengaruh yang signifikan terhadap rasio nilai total pembiayaan perbankan syariah terhadap GDP yang mengukur perkembangan perbankan syariah Indonesia (*Sig.* $\leq 0,05$ atau $t_{hitung} > t_{tabel}$).

- b. Nilai t_{hitung} untuk variabel rasio nilai kepemilikan sukuk negara domestik oleh perbankan syariah terhadap total pembiayaan (SUKUK¹) sebesar 19.661 (tanda minus diabaikan) dengan nilai *Sig.* sebesar 0.000. Hal ini berarti bahwa secara parsial, variabel rasio nilai kepemilikan sukuk negara domestik oleh perbankan syariah terhadap total pembiayaan (SUKUK¹) memiliki pengaruh yang signifikan terhadap rasio nilai total pembiayaan perbankan syariah terhadap GDP yang mengukur perkembangan perbankan syariah Indonesia ($Sig. \leq 0,05$ atau $t_{hitung} > t_{tabel}$).
- c. Nilai t_{hitung} untuk variabel nilai tukar (KURS) sebesar 2.497 (tanda minus diabaikan) dengan nilai *Sig.* sebesar 0.017. Hal ini berarti bahwa secara parsial, variabel nilai tukar (KURS) memiliki pengaruh yang signifikan terhadap rasio nilai total pembiayaan perbankan syariah terhadap GDP yang mengukur perkembangan perbankan syariah Indonesia ($Sig. \leq 0,05$ atau $t_{hitung} > t_{tabel}$).
- d. Nilai t_{hitung} untuk variabel inflasi (INF) sebesar 2.324 dengan nilai *Sig.* sebesar 0.026. Hal ini berarti bahwa secara parsial, variabel inflasi (INF) memiliki pengaruh yang signifikan terhadap rasio nilai total pembiayaan perbankan syariah terhadap GDP yang mengukur perkembangan perbankan syariah Indonesia ($Sig. \leq 0,05$ atau $t_{hitung} > t_{tabel}$).

5.6 Pembahasan

Hasil estimasi persamaan regresi dan uji statistik hipotesis penelitian menunjukkan bahwa keberadaan sukuk negara pada perbankan syariah yang diukur dengan rasio nilai kepemilikan sukuk negara domestik oleh perbankan syariah terhadap GDP (SUKUK^a) sebagai bagian penyediaan aset yang aman bagi perbankan syariah (*risk free asset*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap rasio nilai total pembiayaan perbankan syariah terhadap GDP yang mengukur perkembangan perbankan syariah Indonesia. Hal ini sesuai dengan hipotesis pertama penelitian yang menyebutkan bahwa keberadaan sukuk negara dilihat dari sisi *asset* perbankan dapat meningkatkan

perkembangan sektor perbankan syariah. Hasil pengujian ini sejalan dengan apa yang ditemukan oleh Hauner (2006), Abbas dan Christensen (2007), Utari dkk (2010).

Secara teoritis, dengan tersedianya alternatif investasi dalam bentuk sukuk negara domestik yang memiliki banyak keuntungan di antaranya dengan dengan *risk free asset* karena dijamin oleh negara dan peluang *capital gain* pada pasar uang sekunder maka bank dapat mengelola likuiditasnya dengan lebih baik. Pendapatan imbal hasil yang juga terjamin yang akan diperoleh dari investasi sukuk menjadi acuan untuk meng-*offset* risiko yang akan timbul dari penyaluran kredit atau pembiayaan oleh perbankan syariah. Dengan demikian diharapkan bank akan terdorong untuk meningkatkan aset likuidnya yang pada akhirnya dapat disalurkan kembali kepada masyarakat dalam bentuk kredit atau pembiayaan syariah.

Sementara itu, untuk pengujian hipotesis kedua penelitian ini, keberadaan sukuk negara pada perbankan syariah yang diukur dengan rasio nilai kepemilikan sukuk negara domestik oleh perbankan syariah terhadap total pembiayaan (SUKUK¹) sebagai *portofolio asset* perbankan untuk likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap rasio nilai total pembiayaan perbankan syariah terhadap GDP yang mengukur perkembangan perbankan syariah Indonesia. Artinya keberadaan sukuk negara domestik pada perbankan syariah dari sisi ini kontraproduktif terhadap tingkat perkembangannya. Hal ini sesuai dengan hipotesis kedua penelitian yang menyatakan bahwa keberadaan sukuk negara di satu sisi yaitu sebagai *portofolio asset* perbankan untuk likuiditas justru dapat menghambat perkembangan perbankan syariah. Hasil ini juga didukung oleh penelitian Hauner (2006), Abbas dan Christensen (2007), Utari dkk (2010).

Peningkatan *outstanding* sukuk negara sebagai utang domestik untuk pembiayaan defisit fiskal negara ditengarai akan mengurangi alokasi tabungan yang dapat digunakan untuk pinjaman sektor swasta (masyarakat). Hal ini dikarenakan peningkatan stok obligasi atau sukuk negara domestik tidak hanya menarik dana dari

investor baru tetapi juga dapat mengalihkan alokasi dana dari tabungan di perbankan ke obligasi pemerintah. Sehingga hal ini berdampak pada menurunnya jumlah dana yang akan dialokasikan bagi sektor swasta atau masyarakat dalam bentuk kredit atau pembiayaan. Selain itu, terbatasnya dana yang tersedia (*loanable fund*) untuk sektor swasta akan menimbulkan tekanan pada tingkat suku bunga sehingga meningkatkan *cost of capital* yang akhirnya mengurangi permintaan untuk investasi swasta, pemupukan modal, pertumbuhan dan kesejahteraan.

Kepemilikan obligasi pemerintah domestik dalam hal ini sukuk negara merupakan *constant flow of earning* bagi bank sehingga mengurangi insentif bank untuk menyalurkan kredit kepada sektor swasta yang dipandang lebih berisiko. Keputusan bank untuk menanamkan dananya pada obligasi pemerintah domestik dapat dipandang efisien secara ekonomis ditinjau dari perspektif diversifikasi risiko (*risk diversification effect*).

Sesuai dengan pandangan Klasikal dan Keynesian, peningkatan defisit fiskal pemerintah akan meningkatkan permintaan agregat dalam bentuk penerbitan obligasi dan menstimulus *output* dalam jangka pendek, namun dalam jangka panjang hal ini dapat menghambat investasi di mana penawaran atau ketersediaan dana yang dapat dipinjamkan (*loanable funds*) bagi sektor swasta akan lebih terbatas dan terjadi *crowding out effect* terhadap investasi swasta dan *interest sensitive spending* lainnya yang pada akhirnya menghambat pertumbuhan ekonomi agregat secara nasional.

Hal ini menunjukkan perlunya penyesuaian tingkat atau jumlah yang optimal dari proporsi *outstanding* sukuk negara domestik bagi perbankan syariah dalam rangka efektifitas perkembangan dan pertumbuhan perbankan syariah di Indonesia sebagai salah satu bagian dalam kancah perekonomian negara. Porsi kepemilikan sukuk negara pada perbankan syariah perlu dicermati dan dianalisis secara tepat hingga pada posisi yang stabil untuk menghindari kelemahan peran perbankan dalam menjalankan fungsinya sebagai lembaga intermediasi keuangan.

Hasil empiris ini juga menunjukkan bahwa efektifitas perbankan syariah dari sisi likuiditas dengan menjadikan sukuk sebagai *portofolio asset* untuk meningkatkan pembiayaan belum menunjukkan hasil yang cukup baik untuk perkembangannya. Dengan sistem bagi hasil (*profit sharing*) dan tidak adanya bunga serta penerapan konsep *equity* dan *share financing* secara efisien dengan mengintegrasikan tingkat tabungan (antara *demand*, *saving deposits* dan *investment deposit*) pada perbankan syariah, seharusnya mendorong investasi yang besar bagi swasta. Namun dengan hasil empiris ini, setidaknya hingga akhir pada periode penelitian, ternyata efek *crowding out* sebagaimana yang terjadi pada perbankan non syariah (konvensional) atas kepemilikan obligasi pemerintah juga masih ada pada perbankan syariah.

Sebagai bagian dalam kancah perekonomian Indonesia, peran perbankan (termasuk perbankan syariah) sebagai lembaga intermediasi keuangan tidak akan lepas dari pengaruh kondisi ekonomi makro Indonesia.

Untuk pembuktian hipotesis ketiga dan keempat penelitian, hasil pengujian empiris menunjukkan bahwa nilai tukar rupiah terhadap USD berpengaruh negatif dan signifikan terhadap perkembangan sektor perbankan syariah yang diukur dengan total pembiayaan kepada masyarakat termasuk kepada negara dalam bentuk sukuk negara. Artinya bahwa ketika nilai tukar rupiah melemah terhadap USD (kurs naik), kemampuan perbankan syariah untuk menyalurkan pembiayaannya kepada masyarakat relatif menurun atau berkurang. Sehingga hipotesis ketiga penelitian dapat diterima.

Hasil pengujian ini sejalan dengan apa yang ditemukan oleh Tohari (2010) yang juga menemukan bahwa nilai tukar rupiah terhadap USD memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap dana penghimpunan dana perbankan syariah yang berimplikasi pada pencapaian jumlah pembiayaan perbankan. Begitu juga Muhayatsyah (2013) yang menemukan bahwa nilai tukar (kurs) berpengaruh negatif terhadap pembiayaan bank syariah yang diukur melalui *Financing Deposit Ratio* (FDR).

Namun hasil ini berbeda dengan apa yang ditemukan oleh Yoga (2008). Perbedaan ini bisa jadi disebabkan karena perbedaan sistem pada perbankan syariah dan konvensional. Jika pada perbankan syariah, pembiayaan banyak disalurkan pada akad-akad syariah domestik yang tidak dalam bentuk valuta asing. Sehingga kenaikan nilai tukar rupiah terhadap valuta asing (USD) justru berdampak negatif terhadap penyaluran pembiayaan perbankan. Hal ini sejalan dengan teori ekonomi di mana jika nilai tukar rupiah terhadap USD naik (rupiah melemah) maka permintaan akan barang dan jasa menurun. Jika permintaan menurun, kondisi ini akan disikapi oleh produsen dengan mengurangi produksi. Penurunan produksi tentu berdampak pada penurunan kebutuhan dana produksi sektor swasta atau usaha dari sektor perbankan dalam bentuk pembiayaan.

Berbeda halnya pada perbankan konvensional yang jumlah kredit kepada pihak ketiga dalam bentuk valuta asing (USD) atau valas sangat besar dan cenderung terus meningkat dibandingkan perbankan syariah. Sehingga ketika nilai tukar dolar terhadap rupiah melemah atau menurun, bank mengalami risiko nilai tukar karena perusahaan menikmati penurunan harga dolar. Perusahaan membayar hutang kredit kepada bank lebih sedikit karena dolar bisa didapat dengan uang rupiah yang lebih sedikit ketika dikonversi. Sedangkan bank mengalami risiko nilai tukar karena harus membayar rupiah yang lebih banyak kepada deposan ketika bank mengkonversi dolar yang dibayarkan oleh kreditur. Ketika nilai tukar berfluktuasi, bank akan lebih selektif dalam mengucurkan kredit yang berdampak pada penurunan nilai kredit perbankan.

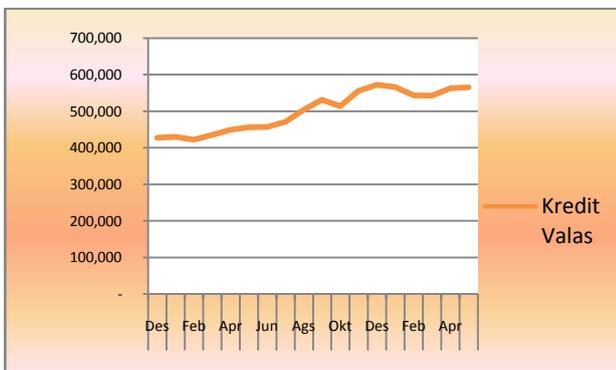


Diagram 5.1 Data Kredit Valas Bank Umum (Per Mei 2014)

Sumber : Otoritas Jasa Keuangan (OJK)

Pengujian empiris penelitian ini juga menemukan bahwa faktor ekonomi makro lainnya yaitu inflasi memiliki pengaruh terhadap perkembangan sektor perbankan syariah di Indonesia. Inflasi terbukti memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap besarnya total pembiayaan oleh perbankan syariah di Indonesia. Pembuktian ini sejalan dengan hasil empiris oleh Ayu (2013), Levina (2013), Zakki (2009), dan Chorida (2010). Artinya ketika tingkat inflasi meningkat, tingkat pembiayaan perbankan juga mengalami peningkatan. Dengan pembuktian ini, hipotesis keempat penelitian ini ditolak atau tidak diterima.

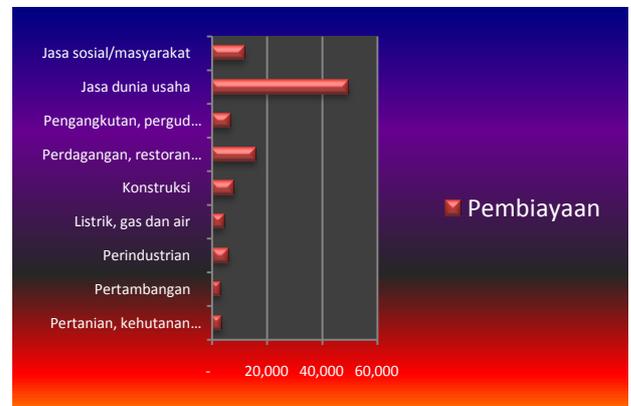


Diagram 5.2 Komposisi Pembiayaan Perbankan Syariah Berdasarkan Sektor Ekonomi (Per Mei 2014)

Sumber : Otoritas Jasa Keuangan (OJK)

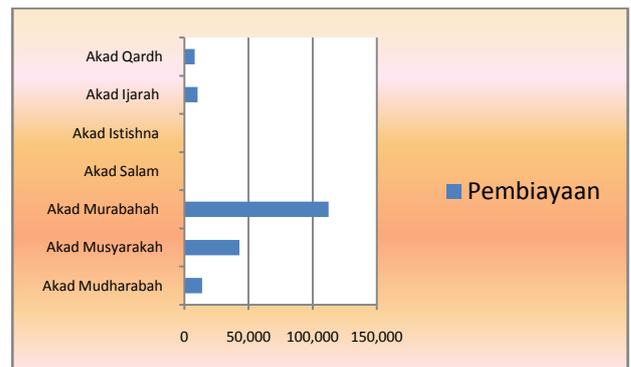


Diagram 5.3 Komposisi Akad Pembiayaan Perbankan Syariah (Per Mei 2014)

Sumber : Otoritas Jasa Keuangan (OJK)

Berdasarkan data statistik perbankan syariah yang dirilis oleh OJK, komposisi pembiayaan perbankan syariah hingga Mei 2014 masih didominasi oleh pembiayaan untuk investasi dunia usaha (*business services*) dengan akad

*murabahah*⁴. Pembiayaan untuk dunia usaha digunakan untuk pembelian mesin, peralatan produksi, pembangunan gudang dan lainnya yang memiliki masa depresiasi yang panjang dan besar kecilnya inflasi akan berpengaruh ke tingkat suku bunga pinjaman. Sementara pembiayaan modal kerja dunia usaha merupakan pembiayaan jangka pendek sehingga debitur tidak terlalu memperhatikan laju inflasi.

Di sisi lain, transaksi berdasarkan prinsip syariah yang dilakukan perbankan syariah yang berbeda dengan bank konvensional adalah banyak berhubungan langsung dengan sektor riil khususnya Usaha Kecil dan Menengah (UKM).

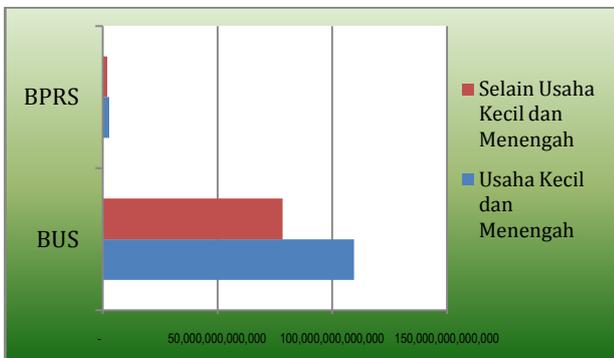


Diagram 5.4 Komposisi Pembiayaan Perbankan Syariah Berdasarkan Kelompok Usaha (Per Mei 2014)

Sumber : Otoritas Jasa Keuangan (OJK)

Setiap transaksi yang dilakukan dalam sistem perbankan syariah harus terdapat *underlying transaction*. Ketika inflasi berlangsung, sektor riil biasanya dihadapi dengan dua kesulitan. Dari sisi produksi, biaya yang ditanggung oleh dunia usaha untuk memproduksi akan naik sehingga harga jual outputnya akan ikut naik. Sedangkan dari sisi permintaan, inflasi menyebabkan pendapatan riil masyarakat berkurang sehingga akan mengurangi *demand* terhadap barang dan jasa. Perbankan syariah sebagaimana entitas bisnis lainnya tentu akan merespon ketidakdayadukungan sektor riil di saat inflasi dengan melakukan optimalisasi diversifikasi pendanaannya melalui pembiayaan.

⁴ Murabahah adalah perjanjian jualbeli antara bank dengan nasabah. Bank syariah membeli barang yang diperlukan nasabah kemudian menjualnya kepada nasabah yang bersangkutan sebesar harga perolehan ditambah dengan margin keuntungan yang disepakati antara bank syariah dan nasabah (Wikipedia)

Hasil pengujian ini juga membuktikan bahwa seluruh faktor determinan dari perkembangan perbankan syariah sebagai variabel independen yaitu rasio nilai kepemilikan sukuk negara domestik oleh perbankan syariah terhadap GDP tahun sebelumnya dan total pembiayaan (SUKUK^{a-1}) dan nilai unsur ekonomi makro yang terdiri dari nilai tukar rupiah terhadap USD (KURS) dan inflasi (INF) secara simultan berpengaruh signifikan terhadap perkembangan perbankan syariah di Indonesia. Dengan ini, hipotesis kelima penelitian dapat diterima,

6. KESIMPULAN

1. Kepemilikan sukuk negara domestik pada perbankan syariah sebagai bagian penyediaan asset yang aman bagi perbankan syariah (*risk free asset*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap rasio nilai total pembiayaan perbankan syariah terhadap GDP yang mengukur perkembangan perbankan syariah Indonesia.

2. Dikaitkan dengan komposisi sukuk negara pada perbankan syariah sebagai *portofolio asset* untuk likuiditas perbankan, peningkatan komposisi sukuk negara domestik relatif terhadap total pembiayaan perbankan syariah berpengaruh negatif dan signifikan terhadap perkembangan perbankan syariah yang dikur dengan kemampuan penyaluran pembiayaan. Dengan adanya peningkatan *risk free asset* seyogyanya bank akan lebih mudah untuk meningkatkan penyaluran kreditnya karena kepemilikan instrumen ini dapat menjadi kompensasi atas risiko penyaluran pembiayaan. Namun pengujian empiris membuktikan bahwa hal ini tidak terjadi. Semakin tinggi komposisi sukuk negara domestik dalam *portofolio asset* untuk likuiditas perbankan justru semakin menghambat perkembangan perbankan dengan menurunnya tingkat pembiayaan kepada masyarakat atau swasta.

3. Kondisi ekonomi makro yang diwakili oleh nilai tukar rupiah terhadap USD dan inflasi juga berpengaruh terhadap perkembangan perbankan syariah. Nilai tukar berpengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat pembiayaan perbankan syariah. Sebaliknya, inflasi justru berpengaruh positif dan signifikan

terhadap tingkat pembiayaan perbankan syariah.

4. Secara simultan, seluruh variabel independen penelitian yang terdiri dari rasio nilai kepemilikan sukuk negara domestik oleh perbankan syariah terhadap GDP tahun sebelumnya dan total pembiayaan (SUKUK^{a-1}) dan nilai unsur ekonomi makro yang terdiri dari nilai tukar rupiah terhadap USD (KURS) dan inflasi (INF) secara simultan berpengaruh signifikan terhadap perkembangan perbankan syariah di Indonesia

7. IMPLIKASI DAN KETERBATASAN

Dengan melihat hasil analisis dan pembahasan dalam penelitian ini, terdapat beberapa implikasi atau rekomendasi yang dapat dikemukakan, yaitu :

1. Kepemilikan sukuk negara domestik sebagaimana di negara berkembang lainnya merupakan *issue* yang cukup menjadi perhatian. Adanya sukuk negara domestik yang tergolong *risk free asset* seyogyanya dapat membantu perbankan syariah untuk mengelola likuiditas dengan lebih baik sehingga diharapkan dapat meningkatkan fungsi intermediasi kepada masyarakat.
2. Perlu dicermati dengan seksama kepemilikan sukuk negara di perbankan syariah mengingat peningkatan rasio stok sukuk negara domestik pada *portofolio asset* bank untuk likuiditas relatif terhadap total pembiayaan yang disalurkan dapat berdampak negatif terhadap perkembangan perbankan syariah di masa yang akan datang. Oleh karenanya dapat dipertimbangkan jumlah optimal kepemilikan sukuk negara yang tidak berdampak negatif terhadap perkembangan perbankan syariah di Indonesia.
3. Dengan mempertimbangkan pengaruh negatif yang mungkin timbul dari konsentrasi kepemilikan sukuk negara di perbankan, sementara daya serap institusi lainnya seperti perusahaan dana pensiun dan asuransi berdasarkan ketentuan pun terbatas maka investor perorangan atau rumah tangga merupakan investor potensial bagi sukuk negara domestik. Hal ini juga didukung oleh relatif tingginya

surplus dana di sektor perorangan atau rumah tangga.

Mengingat bahwa penelitian ini hanya menggunakan data pada periode bulan Januari 2011 hingga Mei 2014, penulis merasakan bahwa penelitian ini belum terlalu mendalam untuk melihat hubungan atau pengaruh di antara variabel yang diteliti. Oleh karena itu perlu dilakukan penelitian lanjutan dengan memperpanjang jangka waktu, menambah objek penelitian atau dengan menambah variabel dalam lingkup perbankan syariah yang diduga lebih signifikan berpengaruh terhadap variabel sukuk negara khususnya dalam konteks sebagai instrumen pembiayaan fiskal negara.

DAFTAR PUSTAKA

- Abbas, S.M. Ali and Christensen, Jakob E. 2007. *The Role of Domestic Debt Markets in Economic Growth : An Empirical Investigation for Low-income Countries and Emerging Markets*. IMF Working Paper No. 07/127 (Washington : International Monetary Fund).
- Amrullah, Muhammad. 2012. *Sukuk Negara Sebagai Alternatif Pembiayaan Defisit APBN*. <http://www.bppk.depkeu.go.id/easylib/index2.php?m=3&id=119>. Diakses pada tanggal 4 Agustus 2014
- Ayu, Ida, Putu Megawati. 2013. *Pengaruh PDRB, Inflasi dan Dana Pihak Ketiga Terhadap Pertumbuhan Kredit PT*. BPD Bali. Universitas Udayana Bali
- Boyd, J., Ross Levine, dan Bruce Smith. 2001. *The Impact of Inflation on Financial Sector Performance*. *Journal of Monetary Economics* Vol 47 No. 2, pp 221-48
- Chorida, Luluk. 2010. *Pengaruh Dana Pihak Ketiga (DPK), Inflasi dan Tingkat Margin Terhadap Alokasi Pembiayaan Usaha Kecil Menengah (Studi Kasus Pada Bank-Bank Syariah)*. Skripsi : Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim
- Cuadro Saez, Lucia, Sonsoles Gallego dan Alizia Garcia Herrero. 2003. *Why Do Some Countries Develop More Financially ? The Role of the Central Bank and Banking Supervision*. *Moneda y Credito* No. 215 pp 105-71

- Degirmen, Sulayman. 2007. Crowding Out, Interest and Exchange Rate Shocks and Bank Lending : Evidence from Turke. *International Research Journal of Finance and Economics Issue 10*
- Detragiache, Enrica; Gupta, Poonam and Tressel, Thierry. 2005. Finance in Lower-Income Countries : An Empirical Exploration. Working Paper No. WP/05/167 (Washington : International Monetary Fund).
- Dewan Syariah Nasional. 2003. Himpunan Fatwa Dewan Syariah Nasional. Jakarta : Bank Indonesia-Dewan Syariah Nasional
- Ditria, Yoda et. al, 2008, Pengaruh Tingkat Suku Bunga, Nilai Tukar Rupiah dan Jumlah Ekspor terhadap Tingkat Kredit Perbankan. *Journal of Applied Finance and Accounting Vol. 1 No. 1 November 2008: 166-192*
- DJPU Kementerian Keuangan. Buku Profil Utang Pemerintah Pusat (BSPUN: Buku Saku Pengelolaan Utang Negara) edisi Februari 2014
- DJPU. 2008. Mengenal Sukuk Instrumen Investasi dan Pembiayaan Berbasis Syariah. <http://pengelolaankeuangan.wordpress.com/2008/12/08/mengenal-sukuk-instrumen-investasi-dan-pembiayaan-berbasis-syariah/>. Diakses pada tanggal 4 Agustus 2014
- DJPU. 2014. Statistik Kepemilikan SBSN Domestik per 30 Mei 2014. <http://www.djpu.kemenkeu.go.id/index.php/page/loadViewer?idViewer=4221&action=download>. Diakses pada tanggal 12 Agustus 2014
- Durbin, J., dan Watson, G.S.. 1951. Testing for Serial Correlation in Least Square Regression. *Biometrika*, Vol. 38. Hlm. 159 - 177
- Easterly, William, and Klaus Schmidt_Hebbel. 1994, "Fiscal Adjustment and Macroeconomic Performance : A Synthesis ,In public Sector Deficits and Macroeconomic Performance, edited by William Easterly, Carlos A. Rodriguez and Klaus Schmidt Hebbel.
- Firdaus, Muhammad. 2004. *Ekonometrika suatu Pendekatan Aplikatif*. Jakarta: Bumi Aksara
- Halim, Levina. 2013. Pengaruh Makroekonomi dan Ekspor Terhadap Kredit Modal Kerja dan Kredit Investasi Perbankan. *Jurnal FINESTA Vol. 1, No. 2, (2013) 1-6*
- Hauer, D., 2006, " Fiscal Policy and Financial Development", IMF Working Paper No. 06/26 (Washington : International Monetary Fund).
- Hendri, Davy. 2010. Manajemen Utang Pemerintah dalam Perspektif Kebijakan Moneter Islam. <http://www.oocities.org/gardaera2000/genewartikel09.htm>. Diakses pada tanggal 12 Agustus 2014
- <http://www.anggaran.depkeu.go.id/dja/acontent/NKRAPBNP2014.pdf>. Diakses pada tanggal 4 Agustus 2014
- <http://www.vierey.blogspot.com/2011/06/pengertian-contoh-ilustrasi-capital.html>. Diakses pada tanggal 4 Agustus 2014
- Ghozali, Imam. 2006. Aplikasi Analisis Multivariat Dengan Program SPSS-Cetakan Keempat. Badan Penerbit Universitas Diponegoro Semarang
- Gujarati, Damodar, Elmasari. 2010. *Dasar-dasar ekonometrika*. Jakarta: Erlangga
- Koubi, Vally. 2008. On the Determinants of Financial Development and Stock Returns. *Journal of Money, Investment and Banking*
- Muhayatsyah, Ali. 2013. Pengaruh Makro Ekonomi dan Faktor Fundamental Terhadap Penyaluran Pembiayaan Bank Syari'ah di Indonesia. Tesis UIN Sunan Kalijaga
- Nachrowi, Djalal Nachrowi. dan Hardius Usman. 2006. Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan. Jakarta : Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi
- Otoritas Jasa Keuangan (OJK). 2014. *Statistik Perbankan Indonesia*. Departemen Perizinan dan Informasi Perbankan, Deputi Direktur Publikasi dan Administrasi (IDAP)
- Pemerintah Republik Indonesia. *Nota Keuangan 2014*
- Pemerintah Republik Indonesia. Undang-undang No. 19 Tahun 2008 tentang SBSN
- Santoso, Singgih, Fandy Tjiptono. 2002. *Konsep dan Aplikasi Dengan SPSS*. Jakarta : PT. Elex Media Komputindo

- Surjaningsih, Ndari, G. A. Diah Utari, Budi Trisnanto. 2012. Dampak Kebijakan Fiskal Terhadap Output dan Inflasi. Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan
- Tohari, Achmad. 2010. Analisis Pengaruh Nilai Tukar Rupiah Terhadap Dollar, Inflasi dan Jumlah Uang yang Beredar Terhadap Dana Pihak Ketiga (DPK) Serta Implikasinya Pada Pembiayaan Mudharabah Perbankan Syariah Indonesia. Skripsi Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah Jakarta
- Utari, G.A Diah, Ina Nurmalia Kurniati, Ndari Surjaningsih. 2010. Dampak Obligasi Pemerintah Domestik Terhadap Perkembangan Sektor Keuangan. Working Paper Bank Indonesia
- Wahid, Sulaiman. 2002. Jalan Pintas Menguasai SPSS 10.0. _____
- Wibowo, Hardo, Wawan Sugiyarto. 2012. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Yield 80-99 Sukuk Negara Ritel Seri SR001 di Pasar Sekunder Tahun 2009 - 2011. Jurnal BPPK Volume 4 Tahun 2012
- Wira, Winata. 2011. Pengaruh PDB Sektor, Nilai Tukar dan Indeks Harga Produsen Terhadap Penjamin Perbankan. JEMI, Vol. 2, No.2, Desember 2011
- Yulianita, Erva. 2010. Analisis Perbandingan Faktor Determinan Pertumbuhan Aset, Kredit (Pembiayaan) dan DPK Bank Umum Syariah dan Konvensional di Indonesia Periode Penelitian 2004-2008. Universitas Indonesia : 2010
- Yusuf, Ahmad. 2014. Prospek Sukuk Sebagai Alat Pembiayaan Defisit APBN. https://www.academia.edu/7618996/prospek_sukuk_sebagai_alat_pembiayaan_defisit_apbn. Diakses tanggal 12 Agustus 2014
- Zakki, Muhammad Fakhruddin. 2009. Pengaruh Inflasi, *Capital Adequacy Ratio* (CAR), Credit Risk, Dana Pihak Ketiga (DPK) dan Jaringan Terhadap Pembiayaan Pada Bank Umum Syariah (BUS) Tahun 2006-2008. Skripsi : Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga