

**PENGARUH PERBANKAN SYARIAH DAN PASAR MODAL SYARIAH
TERHADAP *FINANCIAL DEEPENING* DI INDONESIA DAN MALAYSIA TAHUN
2011- JUNI 2017**

M Mahfud Ridwan

Program Studi Ilmu Ekonomi, Fakultas Ekonomi, UII

Email: mahfutridwan@gmail.com

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi financial deepening di Indonesia dan Malaysia. Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah Pembiayaan Syariah, Sukuk Korporasi, Sukuk Negara terhadap Financial Deepening di Indonesia dan Malaysia. Analisis dilakukan dengan menggunakan data runtun waktu bulanan yang dipublikasikan oleh Bank Indonesia dan Bank Negara Malaysia dalam penelitian periode Januari 2011 sampai dengan juni 2017. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah Error Correction Model (ECM). Secara partial, penelitian ini menunjukkan Pembiayaan Syariah berpengaruh positif terhadap Financial Deepening di Indonesia dan Malaysia. Selain itu hasil penelitian ini menunjukkan Sukuk Korporasi berpengaruh negative dan signifikan terhadap Financial Deepening di Indonesia dan tidak berpengaruh pada financial deepening di Malaysia, dan untuk Sukuk Negara secara parsial tidak berpengaruh terhadap Financial Deepening di Indonesia dan Berpengaruh positif terhadap financial deepening di Malaysia.

Kata Kunci: Financial Deepening, perbankan syariah, Pembiayaan Perbankan Syariah, Sukuk Korporasi, dan Sukuk Negara.

PENDAHULUAN

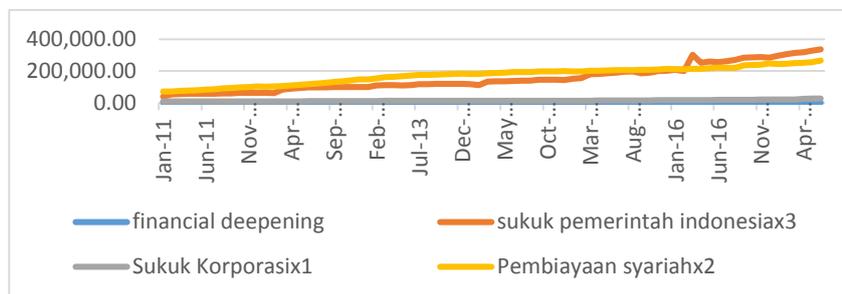
Perbankan menjadi sektor dominan pada sistem keuangan yang akan meningkatkan tabungan dan mengakomodir pendanaan untuk investasi sehingga meningkatkan produktivitas modal dan mendorong pertumbuhan ekonomi sebagai akibat adanya intermediasi keuangan (Fritzer, 2004; Kularatne, 2002). Sektor jasa keuangan memainkan peranan yang signifikan dalam menggerakkan roda perekonomian Indonesia maupun Malaysia. Hal tersebut dapat ditinjau dari perannya sebagai sumber pembiayaan, sarana bagi masyarakat dalam melakukan investasi pada berbagai instrument keuangan, dan penyelenggara industri jasa keuangan yang menyelenggarakan fungsi intermediasi.

Perkembangan *Financial deepening* yang diukur dari jumlah uang beredar dalam artian luas (M2) dengan produk domestik bruto (PDB). Semakin tinggi rasio M2/PDB mempunyai arti bahwa penggunaan uang dalam perekonomian suatu negara semakin dalam. Perkembangan *financial deepening* di Indonesia meningkat setiap tahunnya, terbukti dari nilai jumlah uang

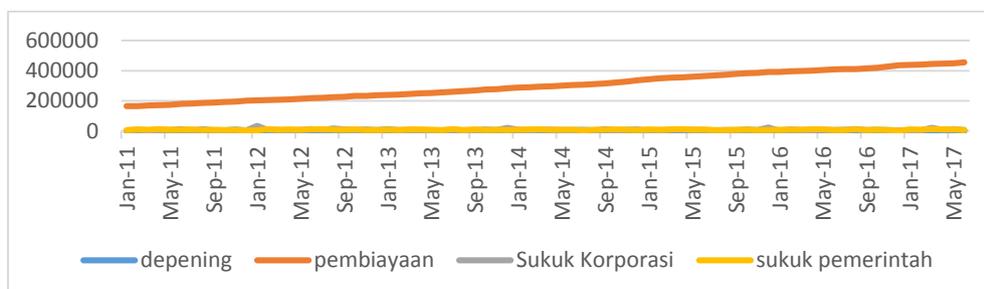
beredar dan PDB meningkat secara signifikan, sehingga dengan meningkatnya M2/PDB akan meningkatkan rasio *financial deepening*. Hal ini mengindikasikan efisiensi dari kebijakan ekonomi yang ada di Indonesia. Semakin tinggi pendalaman keuangan semakin besar penggunaan uang dalam perekonomian dan semakin besar serta semakin meluas kegiatan lembaga keuangan maupun pasar uang.

Gregorio (1999) dan Alejandro (1985) mengemukakan bahwa *financial deepening* suatu negara akan meningkatkan pertumbuhan ekonomi karena dapat mengalokasikan dana secara efektif ke sektor-sektor yang potensial, meminimalkan resiko dengan diversifikasi produk keuangan, meningkatkan jumlah faktor produksi atau meningkatkan efisiensi dari penggunaan faktor produksi tersebut, dan meningkatkan tingkat investasi atau marginal produktifitas akumulasi modal dengan penggunaan yang semakin efisien dari masyarakat yang memiliki dana lebih ke masyarakat yang memiliki peluang-peluang investasi produktif (Mishkin, 2008).

Gambar 1
Perkembangan DPK, Pembiayaan, Sukuk Korporasi,
Sukuk Negara, *Financial Deepening* Periode 2011-2017 di Indonesia
Rp milyar



Gambar 2
Perkembangan DPK, Pembiayaan, Sukuk Korporasi,
Sukuk Negara, *Financial Deepening* Periode 2011-2017 di Malaysia
Rm juta



Data di atas paling tidak menjadi indikator dengan adanya reformasi sektor keuangan terjadi peningkatan kinerja di sektor keuangan sehingga menyebabkan *financial deepening*. Perbankan menjalankan fungsinya sebagai *financial intermediaries* dapat dengan Lebih fokus untuk mengalokasikan dana yang telah dihimpun dengan memberikan pembiayaan baik untuk investasi atau kebutuhan lainnya. Dapat juga dengan meningkatkan akses masyarakat terhadap sektor perbankan itu sendiri, yakni dengan melakukan ekspansi layanan kepada masyarakat luas seperti penambahan unit bank sehingga fungsi dari sektor perbankan itu sendiri dapat dirasakan oleh seluruh masyarakat. Sedangkan pasar modal menjalankan fungsinya sebagai *financial intermediaries* ketika pasar modal tersebut dapat mempertemukan pihak-pihak yang membutuhkan dana dengan pihak-pihak yang ingin mengoptimalkan dananya. Misalnya perusahaan yang ingin melakukan ekspansi bisnis atau pemerintah butuh dana untuk proyek pembangunan, dimana kedua pelaku tersebut dapat mengatasinya salah satunya dengan cara menerbitkan sukuk. ketika pasar modal dapat secara efektif mempertemukan pihak yang ingin mengoptimalkan *excess fund* dengan pihak-pihak yang membutuhkan dana maka fungsi pasar modal sebagai *financial intermediaries* terbentuk.

Kajian Pustaka

Pasar keuangan memiliki peranan penting dalam perekonomian dengan menyalurkan dana dari rumah tangga, perusahaan, dan pemerintah yang telah menabung atau pihak kelebihan dana kepada mereka mereka yang kekurangan dana. Intermediasi keuangan (*Financial Intermediation*) merupakan proses memfasilitasi aliran dana secara tidak langsung, dimana perantara keuangan menghubungkan antara pihak penabung (*Lender-Savers*) dengan pihak peminjam (*Borrower-spenders*) pada informasi dan biaya transaksi yang lebih rendah (Insukindro, 1990; mishkin dan eakins, 2012).

Menurut Norman (2010), *financial deepening* merupakan salah satu prasyarat untuk menunjukkan jika peran dan kegiatan di sektor keuangan mengalami peningkatan dalam menjalankan fungsi sebagai *financial intermediaries*. *Financial Deepening* menurut Shaw (1973) merupakan akumulasi dari aktiva-aktiva keuangan yang lebih cepat dari pada akumulasi kekayaan yang bukan keuangan (Kitchen, 1988:14).

(Rivai, dkk, 2007) Pemberian kredit pada bank konvensional dalam menjalankan uang kepada yang membutuhkan dan mengambil bagian keuntungan berupa bunga dan proporsi dengan cara membungakan uang yang dipinjam tersebut. Prinsip syariah menandakan transaksi semacam ini dan mengubahnya menjadi pembiayaan. Bank tidak meminjamkan sejumlah uang

kepada nasabah, tetapi membiayai proyek keperluan nasabah. Dalam hal ini bank berfungsi sebagai intermediasi uang tanpa meminjamkan uang dan membungakan uang tersebut sebagai gantinya, pembiayaan uang nasabah tersebut dapat dilakukan dengan cara membelikan barang yang dibutuhkan nasabah. Lalu bank menjual kembali kepada nasabah atau dapat pula dengan cara bank mengikutsertakan modal dalam usaha nasabah. (Rivai, 2007:470)

Menurut Nafik (2009:246) kata sukuk berasal dari bahasa Arab *shukuk*, bentuk jamak dari *shakk*, yang dalam istilah ekonomi berarti legal instrument, *deed*, atau *check*. Secara istilah didefinisikan sebagai surat berharga yang berisi kontrak (akad) pembiayaan yang berdasarkan prinsip syariah. Sukuk secara umum dapat dipahami sebagai obligasi yang sesuai dengan syariah. Sukuk pada prinsipnya mirip dengan obligasi konvensional, dengan perbedaan pokok antara lain berupa penggunaan konsep imbalan dan bagi hasil sebagai pengganti bunga, adanya suatu transaksi pendukung (*underlying transaction*) berupa sejumlah aset tertentu yang menjadi dasar penerbitan sukuk, dan adanya akad atau perjanjian antara para pihak yang disusun berdasarkan prinsip-prinsip syariah.

Sukuk yang akan dikeluarkan pemerintah disebut dengan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau dapat juga disebut Sukuk Negara dan pertama kali diterbitkan pada tahun 2008. Sukuk ini merupakan surat berharga yang diterbitkan oleh pemerintah Republik Indonesia berdasarkan prinsip syariah. Perusahaan yang akan menerbitkan SBSN ini adalah merupakan perusahaan yang secara khusus dibentuk guna kepentingan penerbitan SBSN ini (*special purpose vehicle-SPV*). SBSN atau sukuk negara ini merupakan suatu instrumen utang piutang tanpa riba sebagaimana dalam obligasi, dimana sukuk ini diterbitkan berdasarkan suatu aset acuan yang sesuai dengan prinsip syariah. Dalam aplikasinya SBSN ini merupakan alternatif pembiayaan APBN melalui penerbitan SBN.

Beberapa penelitian mengenai *financial deepening* secara umum memberikan hasil bahwa menguatnya sector keuangan akan memperkuat *financial deepening*.

Agrawal (2001), dalam pengamatannya yang dilakukan pada pertengahan 19600 hingga pertengahan 1990 dengan menggunakan rasio antara jumlah uang beredar (M2) dengan PDB sebagai variabel *financial deepening* di 4 negara (yaitu: Indonesia, Korea Selatan, Malaysia dan Thailand). Hasil dari penelitiannya dengan menggunakan *error correction model* dan uji kointegrasinya menunjukkan bahwa rasio dalam *financial deepening* umumnya meningkat seiring dengan peningkatan dalam suku bunga dan dengan terjadinya depresiasi mata uang domestik terhadap US. Sehingga dalam implikasi kebijakan, Agrawal menyarankan adanya liberalisasi dalam suku bunga dalam negara-negara tersebut, meskipun harus dilakukan secara

bertahap dan dengan kontrol yang baik guna meminimalkan potensi risiko finansial yang terjadi.

Pradhan dan Rudra (2010), dalam penelitiannya untuk melihat keseimbangan jangka panjang *financial deepening* antara investasi asing langsung (FDI) dan pertumbuhan ekonomi di India selama 1970-2007. Hasilnya menunjukkan bahwa *financial deepening*, investasi asing dan pertumbuhan ekonomi keseimbangan berkelanjutan dalam jangka panjang. *Error Correction Model* (ECM) lebih lanjut menegaskan adanya kausalitas dua arah antara investasi langsung asing dan pertumbuhan ekonomi.

Ruslan (2011), dalam penelitiannya yang berjudul *Analisis Financial Deepening Di Indonesia tahun 1998 sampai tahun 2007*. Dede Ruslan menggunakan variabel dependen *Financial Deepening* dan variabel independen yaitu Tingkat Bunga, Pendapatan Nasional, dan Nilai Tukar, dengan menggunakan metode analisis regresi linear berganda (OLS), menyimpulkan bahwa:

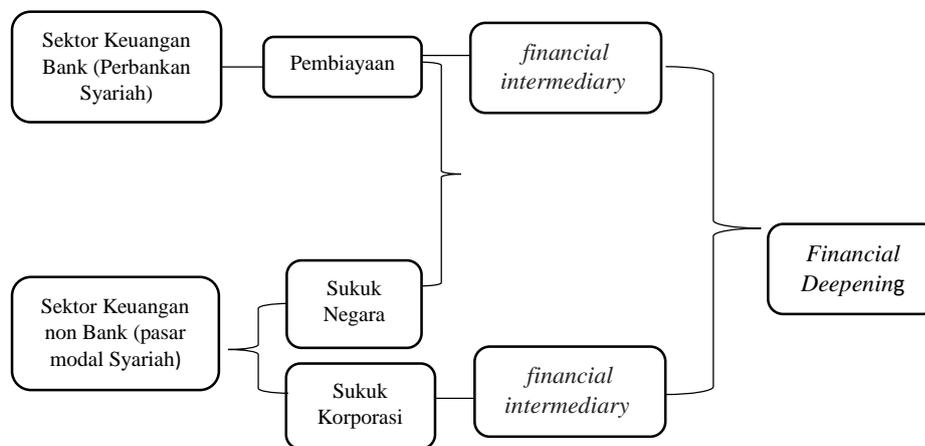
- a. Variabel tingkat bunga dan pendapatan nasional memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial deepening* Indonesia selama tahun 1980-2007. Sedangkan variabel kurs nilai tukar Rp/US\$ tidak memiliki pengaruh terhadap *financial deepening* Indonesia.
- b. Diantara variabel-variabel yang ada, variabel pendapatan nasional memiliki pengaruh terbesar terhadap perkembangan *financial deepening* di Indonesia selama tahun 1980-2007.

Onwumera et al (2012), dalam penelitiannya yang berjudul “*The Impact of Financial Deepening on Economic Growth: Evidence from Nigeria*”, dengan menggunakan metode *Multiple Regression Model* (MRM). Hasilnya menunjukkan bahwa jumlah uang beredar (M2/GDP) dan likuiditas pasar berhubungan positif (nilai total saham/GDP) dengan pertumbuhan ekonomi di Nigeria, sementara untuk persediaan uang (DD/M1), vitalitas ekonomi (kredit swasta/GDP) dan kapitalis pasar (nilai saham/GDP) berhubungan negatif dengan pertumbuhan ekonomi. Kebijakan pemerintah karenanya harus diarahkan untuk meningkatkan strategis uang beredar dan mempromosikan pasar modal yang efisien yang akan meningkatkan efisiensi ekonomi secara keseluruhan.

Safdar dan Lukman (2014), dalam Penelitiannya menguji hubungan jangka panjang antara pertumbuhan pendalaman sistem keuangan (FD) dan ekonomi (GDP) untuk Pakistan dengan investasi asing (FDI) dan inflasi (INF). Stasioneritas antar variabel diperiksa melalui ADF yang menunjukkan bahwa semua variabel stasioner pada tingkat 1 (0). Menggunakan uji kointegrasi

johansen, penelitian ini menemukan bahwa *financial deepening*, investasi langsung asing, inflasi dan pertumbuhan ekonomi berkointegrasi, maka ada hubungan jangka panjang antara variabel-variabel untuk pakistan. Hasil VECM menunjukkan adanya hubungan jangka pendek antara variabel dan kesalahan *correction model* untuk PDB dan FD menunjukkan efek penyesuaian kembali ke jangka panjang. Dalam akhir uji *Granger kausalitas* menunjukkan hubungan antar variabel. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pakistan membutuhkan struktur keuangan yang dikembangkan dengan baik dan stabil untuk menumbuhkan kepercayaan investor dan investasi langsung dalam perekonomian.

Kerangka Berfikir



Sektor perbankan syariah dan pasar modal syariah merupakan dua sektor yang dianggap memiliki kontribusi besar terhadap pertumbuhan ekonomi yang dilihat dari kedalaman nilai *financial deepening*. Di Indonesia sektor pasar modal memang bukan merupakan bagian terbesar dari sektor keuangan. Sektor perbankanlah yang merupakan bagian dominan dalam sektor keuangan Indonesia. Namun baik pasar modal maupun perbankan keduanya mengalami pertumbuhan yang berjalan beriringan, begitu pula dengan Malaysia yang tidak jauh berbeda situasi kontribusi perbankan syariah dan paarmodal syariah Terhadap *Financial Deepening*.

Pemilihan variabel sebagai proksi *financial deepening* pada sektor perbankan didasarkan pada aktivitas atau kegiatan utama perbankan yaitu menghimpun dana dari masyarakat dalam bentuk dana pihak ketiga yang dihimpun perbankan kemudian menyalurkan dana tersebut sebagai pembiayaan. Sedangkan instrument sukuk pada sektor pasar modal syariah merupakan alternative pembiayaan jangka panjang yang dapat digunakan tidak hanya oleh perusahaan, tetapi juga oleh pemerintah. Sektor Keuangan Bank (Perbankan Syariah) Dana Pihak Ketiga Pembiayaan Sektor Keuangan Non Bank (Pasar Modal Syariah) Sukuk

Korporasi, Sukuk Negara, *Financial Deepening*. Semakin meningkatnya peranan sektor perbankan dan pasar modal melalui peningkatan kontribusi pembiayaan, sukuk korporasi, dan sukuk negara sehingga dapat mempengaruhi nilai *financial deepening* suatu negara.

Hipotesis

Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Variabel Pembiayaan Bank Syariah berpengaruh secara signifikan terhadap *Financial Deepening*.
2. Variabel Sukuk Korporasi berpengaruh secara signifikan terhadap *Financial Deepening*.
3. Variabel Sukuk Negara berpengaruh secara signifikan terhadap *Financial Deepening*.

METODE PENELITIAN

Penelitian Ini Menggunakan Model ECM. Analisis model ECM digunakan untuk melihat pengaruh jangka pendek maupun jangka panjang variabel pembiayaan syariah, sukuk negara dan sukuk korporasi terhadap *financial deepening* di Indonesia dan Malaysia.

1. Uji Stasioneritas

Pada uji ini data akan di transformasikan yang sebelumnya tidak stasioner maka akan diubah menjadi stasioner. Untuk mendeteksi stasioneritasnya juga masih menggunakan perbandingan nilai DF (*Dickey-Fuller*) Dengan nilai kritis dari mackinnon. Berdasarkan Uji Akar Unit Dickey-Fuller menunjukkan secara keseluruhan stasioner. Pada data indonesia tingkat setasioner berada pada integrasi kedua (2nd difference), dan pada data Malaysia tingkat stasioner berada pada integrasi kedua (2nd difference). Sehingga variabel *financial deepening*, pembiayaan syariah, sukuk korporasi, dan sukuk negara berada pada stasioner. Dengan stasionernya seluruh variabel pada derajat yang sama maka bisa untuk diolah lebih lanjut.

2. Uji Kointegrasi

Berdasarkan hasil uji kointegrasi, nilai *trace statistic* > *critical value*, begitu juga dengan nilai *max eige stat* > *critical value*, ini berarti bahwa dalam jangka panjang terdapat kointegrasi di dalam model persamaan tersebut. Model berikutnya yang digunakan dalam analisis data adalah *Error Correction Model* (ECM).

3. Analisis Jangka Panjang

Tabel 3
Hasil estimasi jangka panjang Indonesia

Dependent Variable: Financial deepening

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Sukuk_Negara	1.96E-07	2.26E-07	0.863981	0.3904
Sukuk_Korporasi	-8.95E-06	4.14E-06	-2.162177	0.0338
Pembiayaan_Syariah	1.70E-06	1.93E-07	8.774803	0.0000
C	1.244556	0.023595	52.74642	0.0000
R-squared	0.781260	Mean dependent var		1.451912
Adjusted R-squared	0.772393	S.D. dependent var		0.078944
S.E. of regression	0.037663	Akaike info criterion		-3.670363
Sum squared resid	0.104968	Schwarz criterion		-3.549507
Log likelihood	147.1442	Hannan-Quinn criter.		-3.621982
F-statistic	88.10064	Durbin-Watson stat		0.798499
Prob(F-statistic)	0.000000			

Sumber: data skunder diolah

Tabel 4
Hasil Estimasi Jangka Panjang Malaysia

Dependent Variable: Financial Deepening

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Pembiayaan_Syaria	1.37E-06	2.47E-07	5.541225	0.0000
Sukuk_Negara	2.27E-05	1.02E-05	2.212203	0.0300
Sukuk_Korporasi	-3.06E-07	4.16E-06	-0.073601	0.9415
C	5.154598	0.120174	42.89279	0.0000
R-squared	0.326713	Mean dependent var		5.750157
Adjusted R-squared	0.299417	S.D. dependent var		0.230316
S.E. of regression	0.192777	Akaike info criterion		-0.404649
Sum squared resid	2.750048	Schwarz criterion		-0.283792
Log likelihood	19.78132	Hannan-Quinn criter.		-0.356268
F-statistic	11.96949	Durbin-Watson stat		0.534516
Prob(F-statistic)	0.000002			

Sumber: data skunder diolah

Hasil perhitungan dengan metode regresi dapat dilihat dalam persamaan jangka panjang berikut ini:

- $Financial\ deepening\ (Y) = 1.244556 + 1.70E-06\ pembiayaan(x1) + 1.96E-07\ Sukuk\ negara\ (X2) - 8.95E-06\ Sukuk\ Korporasi\ (X3) \dots (4.1)$

- $Financial\ deepening\ (Y) = 5.154598 + 1.37E-06\ pembiayaan(x1) + 2.27E-05\ Sukuk\ negara\ (X2) - 3.06E-07\ Sukuk\ Korporasi\ (X3) \dots (4.2)$

Pada persamaan 4.1 dan 4.2 menunjukkan koefisien konstanta memiliki pengaruh positif terhadap Y, berdasarkan hasil *p-value* hasil tersebut signifikan pada level 1%. Hasil tersebut menunjukkan bahwa H0 diterima, artinya variabel konstanta tidak memiliki pengaruh terhadap Y, koefisien variabel bebas X1 memiliki pengaruh positif terhadap Y dengan hasil *P-value* signifikan pada tingkat $\alpha=5\%$. Hasil tersebut menunjukkan bahwa secara parsial dalam jangka panjang variabel pembiayaan di Indonesia maupun Malaysia memiliki pengaruh signifikan terhadap *Financial deepening*. Dimana, diduga setiap perubahan Rp 1 milyar pada pembiayaan syariah Indonesia maka akan meningkatkan *financial deepening* sebesar Rp1.70E-06 milyar, dan diduga setiap perubahan Rm 1 Juta pada pembiayaan syariah Malaysia maka akan meningkatkan *financial deepening* sebesar Rm 1.37E-06 juta.

Koefisien variabel bebas X2 Indonesia memiliki pengaruh positif terhadap Y, namun hasil *p-value* tidak signifikan. Hasil tersebut menunjukkan bahwa secara parsial dalam jangka panjang sukuk negara Indonesia tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial deepening*. Dimana diduga setiap perubahan Rp 1 milyar pada perubahan sukuk negara maka tidak akan mempengaruhi perubahan *financial deepening* negara tersebut. Namun demikian, berbeda halnya dengan koefisien variabel bebas X2 Malaysia yang memiliki pengaruh positif dan *p-value* signifikan pada tingkat $\alpha=5\%$. Hasil tersebut menunjukkan bahwa secara parsial dalam jangka panjang variabel sukuk negara di Malaysia memiliki pengaruh signifikan terhadap *Financial deepening*. Diduga setiap perubahan sebesar Rm 1 juta pada sukuk negara maka akan menaikkan *financial deepening* sebesar Rm 2.27E-05 juta.

Koefisien variabel bebas X3 di Indonesia memiliki pengaruh negatif terhadap Y dengan Hasil *P-value* signifikan pada tingkat $\alpha=5\%$. Hasil tersebut menunjukkan bahwa secara parsial dalam jangka panjang sukuk korporasi di Indonesia memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial deepening*. Dimana diduga setiap perubahan sebesar Rp 1 milyar pada sukuk korporasi maka akan menurunkan *financial deepening* sebesar Rp 8.95E-06 milyar.

Sedangkan Koefisien variabel bebas X3 di Malaysia memiliki pengaruh negatif terhadap Y dengan hasil *P-value* tidak signifikan pada tingkat $\alpha=5\%$. Hasil tersebut menunjukkan bahwa secara parsial dalam jangka panjang sukuk korporasi di Malaysia tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial deepening*. Dimana diduga setiap

perubahan sebesar Rm 1 juta pada sukuk korporasi maka tidak akan merubah angka *financial deepening* negara tersebut.

Model persamaan jangka panjang dalam tabel 3 dan 4 memiliki probabilitas f – statistik sebesar 0.000000 dan 0.000002 yang berarti signifikan pada tingkat $\alpha=1\%$. Hal ini menggambarkan bahwa variabel bebas pada masing-masing model secara simultan dalam jangka panjang berpengaruh atau mampu menjelaskan variabel ketergantungannya, yaitu variabel Y. Nilai R² sebesar 0.781260 dan 0.326713 menunjukkan bahwa 78% dan 32% perubahan pada variabel *financial deepening* mampu menjelaskan variabel-variabel bebasnya dalam persamaan jangka panjang dan sisanya sebesar 22% dan 68% dijelaskan oleh faktor lain diluar model.

4. Analisis Jangka Pendek

Tabel 5
Hasil Estimasi Jangka Pendek
Indonesia

Dependent Variable: D(Y)
Method: Least Squares
Date: 01/17/18 Time: 15:02
Sample (adjusted): 2011M02 2017M06
Included observations: 77 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(X1)	4.46E-06	1.25E-06	3.580980	0.0006
D(X2)	2.92E-07	2.34E-07	1.248894	0.2157
D(X3)	-3.58E-06	5.18E-06	-0.692365	0.4909
ECT(-1)	-0.373549	0.092197	-4.051634	0.0001
C	-0.008828	0.004718	-1.871385	0.0654
R-squared	0.334699	Mean dependent var	0.002912	
Adjusted R-squared	0.297738	S.D. dependent var	0.034767	
S.E. of regression	0.029135	Akaike info criterion	-4.170994	
Sum squared resid	0.061119	Schwarz criterion	-4.018799	
Log likelihood	165.5833	Hannan-Quinn criter.	-4.110117	
F-statistic	9.055417	Durbin-Watson stat	1.892433	
Prob(F-statistic)	0.000006			

Sumber: data skunder diolah

Tabel 6
Hasil Estimasi Jangka Pendek
Malaysia

Dependent Variable: D(Y)
Method: Least Squares
Date: 01/17/18 Time: 09:14
Sample (adjusted): 2011M02 2017M06
Included observations: 77 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(X1)	1.41E-05	8.30E-06	1.701844	0.0931
D(X2)	1.02E-05	4.75E-06	2.138565	0.0359
D(X3)	9.63E-07	1.76E-06	0.548750	0.5849
ECT(-1)	-0.198799	0.076763	-2.589759	0.0116
C	-0.046827	0.034267	-1.366546	0.1760
R-squared	0.143586	Mean dependent var	0.006317	
Adjusted R-squared	0.096008	S.D. dependent var	0.128686	
S.E. of regression	0.122352	Akaike info criterion	-1.301093	
Sum squared resid	1.077847	Schwarz criterion	-1.148898	
Log likelihood	55.09207	Hannan-Quinn criter.	-1.240216	
F-statistic	3.017881	Durbin-Watson stat	1.886959	
Prob(F-statistic)	0.023272			

Sumber: data skunder diolah

Berdasarkan tabel 5 dan 6, seluruh variabel telah di transformasikan dalam bentuk log, kemudian didiferensiasikan dalam model ECM untuk mengetahui hubungan dalam jangka pendek. Persamaan jangka pendek yang diperoleh adalah:

- $D(Y) = -0.008828 - 0.373549 \text{ ECT}(-1) + 4.46\text{E-}06 \text{ D}(\text{X1}) + 2.92\text{E-}07 \text{ D}(\text{X2}) - 3.58\text{E-}06 \text{ D}(\text{X3}) \dots\dots (4.3)$
- $D(Y) = -0.046827 - 0.198799 \text{ ECT}(-1) + 1.41\text{E-}05 \text{ D}(\text{X1}) + 1.02\text{E-}05 \text{ D}(\text{X2}) + 9.63\text{E-}07 \text{ D}(\text{X3}) \dots\dots (4.4)$

Keterangan:

- Y = *Financial Deepening*
- X1 = *Pembiayaan Syariah*
- X2 = *Sukuk Negara*
- X3 = *Sukuk Korporasi*
- ECT = *Persamaan residual*

Berdasarkan peramaan 5 dan 6 menunjukkan koefisien variabel bebas X1 memiliki pengaruh positif terhadap Y dengan hasil *P-value* signifikan pada tingkat $\alpha=5\%$ dan $\alpha=10\%$. Hasil tersebut menunjukkan bahwa secara parsial dalam jangka pendek variabel pembiayaan syariah Indonesia dan Malaysia memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial deepening*. Dimana diduga setiap perubahan sebesar Rp 1 milyar pada pembiayaan syariah di Indonesia maka akan meningkatkan *financial deepening* sebesar Rp 4.46E-06 milyar, dan diduga setiap perubahan Rm 1 juta pada pembiayaan syariah di Malaysia maka akan meningkatkan *financial deepening* sebesar Rm 1.41E-05 juta.

Koefisien variabel bebas X2 memiliki pengaruh positif terhadap Y, berdasarkan hasil *p-value* tersebut tidak signifikan terhadap $\alpha=5\%$. Hasil tersebut menunjukkan bahwa secara parsial dalam jangka pendek sukuk negara di Indonesia tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *financial deepening*. Sedangkan koefisien variabel X2 Malaysia memiliki koefisien positif terhadap y dengan hasil *p-value* signifikan pada tingkat $\alpha=5\%$. Hasil tersebut menunjukkan bahwa secara parsial dalam jangka pendek sukuk negara Malaysia memiliki pengaruh signifikan terhadap *financial deepening*, dimana setiap perubahan sebesar Rm 1 juta pada sukuk negara maka akan menaikkan *financial deepening* sebesar Rm 1.02E-05 juta.

Koefisien variabel bebas X3 Indonesia memiliki pengaruh negatif terhadap Y namun berdasarkan hasil *p-value* tidak signifikan terhadap $\alpha=5\%$. Hasil tersebut menunjukkan bahwa secara parsial dalam jangka pendek sukuk negara di Indonesia tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *financial deepening*. Diduga setiap perubahan sebesar Rp 1 milyar pada sukuk korporasi tidak akan berpengaruh pada perubahan *financial deepening* Indonesia. Demikian halnya dengan koefisien variabel X3 Malaysia yang memiliki pengaruh positif terhadap Y, Namun berdasarkan hasil *p-value* tersebut tidak signifikan terhadap $\alpha=5\%$. Dengan demikian setiap perubahan sebesar Rm 1 juta sukuk korporasi Malaysia tidak berpengaruh pada *financial deepening*.

Model persamaan jangka pendek dalam tabel 5 dan 6 memiliki probabilitas f – statistik sebesar 0.000006 dan 0.023272 yang berarti signifikan pada tingkat $\alpha=5\%$. Hal ini menggambarkan bahwa variabel bebas pada masing-masing model secara simultan dalam jangka pendek berpengaruh atau mampu menjelaskan variabel ketergantungannya, yaitu variabel Y. Nilai R^2 sebesar 0.334699 dan 0.143586 menunjukkan bahwa 33% dan 14% perubahan pada variabel *financial deepening* mampu dijelaskan variabel-variabel bebasnya

dalam persamaan jangka pendek dan sisanya sebesar 67% dan 86% dijelaskan oleh faktor lain diluar model.

5. Uji asumsi klasik

1. Uji Normalitas

Tabel 7
Uji Normalitas

	Jarque-Bera	Probability
INDONESIA	0.489975	0.782714
Malaysia	1.848587	0.396812

Sumber : data skunder diolah

Uji *normalitas* merupakan uji yang bertujuan untuk mengetahui data berdistribusi normal atau tidak. Data dianggap berdistribusi normal dilihat dari probabilitas JB yang lebih besar dari α 0.05. Berdasarkan hasil statistik dari tabel 7 dijelaskan bahwa probabilitas nilai statistik JB dengan nilai 0,783 dan 0,397 lebih besar dari α 0.05. Sehingga dapat disimpulkan data dianggap mempunyai residual dan berdistribusi normal.

2. Uji Linieritas

Uji linearitas merupakan uji yang digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya model linier. Adapun model yang digunakan untuk uji linieritas yaitu model ramsey tes.

Dari hasil uji ramsey test menjelaskan bahwa F-statistik dengan nilai 0.0512 dan 0.0056 lebih kecil dari α 0.05. kesimpulan dari hail uji tersebut bahwa pengujian diatas terdapat model linieritas. Hal tersebut dapat dikatakan data yang digunakan merupakan model yang tepat yang bersifat linier.

3. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas dilakukan untuk mengetahui ada tidaknya hubungan (korelasi) yang signifikan di antara dua atau lebih variabel independen dalam model regresi. Deteksi adanya multikolinieritas dilakukan dengan menggunakan uji korelasi parsial antar variabel independen. Dengan melihat nilai koefisien korelasi (r) antar variabel independen, dapat diputuskan apakah data terkena multikolinieritas atau tidak, yaitu dengan menguji koefisien korelasi antar variabel independen, jika terjadi korelasi, maka terdapat multikolinieritas,

dimana model regresi yang baik adalah tidak terjadi multikolinieritas antar variabel independen dengan variabel dependen. Hasil pengujian multikolinieritas menggunakan uji korelasi (r) dapat dilihat pada table 8 dan 9 berikut:

Tabel 8
Hasil Uji Correlation Matrix
INDONESIA

	Sukuk Pemerintah	Sukuk Korporasi	Pembiayaan
Sukuk Pemerintah	1.000000	0.971112	0.902717
Sukuk Korporasi	0.971112	1.000000	0.902948
Pembiayaan	0.902717	0.902948	1.000000

Sumber: hasil olah data

Nilai pada Correlation Matrix pada tabel 8 menunjukkan bahwa korelasi terjadi *multikolinieritas* antara variabel variabel independen yang dipakai. Namun demikian analisis terhadap model tetap dilanjutkan dengan pertimbangan bahwa *multikolinieritas* terjadi kemungkinan disebabkan oleh tren yang sama pada variabel variabel tersebut pada perkembangan tahun ke tahunnya untuk periode penelitian yang diambil. Disamping itu secara structural, model yang dibangun juga didukung secara teoritis.

Tabel 9
Hasil Uji Correlation Matrix
Malaysia

	Sukuk Pemerintah	Sukuk Korporasi	Pembiayaan
Sukuk Pemerintah	1.000000	-0.169943	0.003113
Sukuk Korporasi	-0.169943	1.000000	0.042239
Pembiayaan	0.003113	0.042239	1.000000

Sumber: hasil olah data

Sedangkan nilai *Correlation Matrix* tabel 9 pada data Malaysia tidak menunjukkan adanya masalah multikolinieritas yang artinya dapat dilanjutkan pada uji selanjutnya.

4. Uji Heteroskedastisitas

Dalam uji heteroskedastisitas digunakan untuk mengetahui adanya ketidaksamaan varian dari residual dalam model regresi. Ada beberapa bentuk pengujian yang dilakukan untuk mengetahui data tersebut memiliki pengaruh heteroskedastisitas atau tidak, salah satunya dalam pengujian ini menggunakan uji *white*. Setelah diuji dengan menggunakan metode *white* diperoleh hasil yang terlihat pada tabel berikut:

Tabel 10
Uji White Heteroskedasticity

	Obs*R-squared	Prob
Indonesia	5.133461	0.1623
Malaysia	5.759750	0.1239

Sumber: data sekunder yang diolah

Dari tabel 10 menunjukkan bahwa probabilitas *Obs*R-squared* yang ditunjukkan dengan nilai *Chi-Square* sebesar 0.1623 dan 0.1239 lebih besar dari α 0.05 yang berarti data tersebut tidak mengandung *heteroskedastisitas* atau data tersebut memiliki kesamaan varian.

5. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi digunakan untuk melihat korelasi yang terjadi antara residual pengamatan satu dengan pengamatan yang lain. Adapun model yang digunakan dengan metode *Breusch-Godfrey Serial Correlation LM test*.

Tabel 11
Uji Breusch-Godfrey

	Obs*R-squared	Prob
Indonesia	28.09820	0.0000
Malaysia	48.47720	0.0000

Sumber: data sekunder yang diolah

Dari tabel diatas diketahui bahwa nilai probabilitas 0.0000 dan 0.0000 yang lebih kecil dari nilai α sebesar 0.05, sehingga dapat disimpulkan bahwa di dalam model terdapat masalah autokorelasi. Beberapa asumsi terhadap model yang tidak dipenuhi pada pengujian di atas (*Autokorelasi* dan *heteroskedastisitas*) tidak menghalangi model untuk tetap digunakan sebagai

analisis, dikarenakan estimasi yang dihasilkan tetap *unbiased* walaupun hasil estimasinya tidak efisien (gujarati, 2006).

6. Pembahasan

Perkembangan sektor keuangan yang sangat cepat, dalam hal ini kaitannya dengan pengaruh perbankan syariah yang diwakili variabel pembiayaan syariah dan pasar modal syariah yang diwakili variabel sukuk negara dan variabel sukuk korporasi terhadap *Financial deepening* di Indonesia dan Malaysia. Dalam analisis penelitian ini menggunakan metode *Error Correction Model* (ECM).

Dari hasil uji diatas didapatkan pembiayaan syariah berpengaruh positif dan signifikan dalam jangka panjang maupun jangka pendek di Indonesia dan di Malaysia. Hasil yang signifikan tersebut kemungkinan dikarenakan tumbuhnya pemahaman masyarakat bahwa bunga (*interest*) dan modal yang hasilnya telah ditentukan di muka (*predetermined return*) adalah merupakan riba yang dilarang oleh syariah Islam. Bila dilihat pertumbuhan pembiayaan dari tahun 2011 hingga 2017 mengalami peningkatan dari sisi jumlah. jumlah pembiayaan, semula Rp 69.724 miliar pada januari 2011 menjadi Rp 271.575 miliar pada juni 2017.

Peran pembiayaan syariah dalam memacu pertumbuhan perekonomian daerah semakin strategis dalam rangka mewujudkan struktur perekonomian yang semakin baik. Layanan perbankan syariah ini dapat dinikmati oleh siapa saja, tidak tergantung agama yang dianut, sepanjang bersedia mengikuti cara berbisnis yang diperbolehkan secara syariah. Masyarakat membutuhkan lembaga keuangan yang kuat, transparan, adil dan berkomitmen membantu meningkatkan perekonomian dan usaha nasabah.

Dalam jangka panjang maupun jangka pendek sukuk negara di Indonesia tidak memiliki pengaruh signifikan karena probabilitasnya lebih dari $\alpha 0.05$. hal itu berarti jika setiap kenaikan Rp 1 milyar sukuk negara, maka *financial deepening* tidak terpengaruhi. hal tersebut terjadi dikarenakan dalam priode januari 2011 – juni 2017. walaupun jumlah dananya meningkat dari tahun ketahunnya, namun pengaruhnya tidak langsung terjadi pada pasar modal syariah.

menurut Alvi (2005), ada tiga penyebab tidak berpengaruhnya sukuk negara terhadap *financial deepening*. Tiga penyebab tersebut yaitu:

1. Masih lemahnya dukungan pemerintah ditunjukkan dengan kurangnya regulasi pendukung.
2. Terjadi perbedaan pendapat antara perkembangan sukuk dengan pandangan para ulama tentang substansi sukuk. Terdapat beberapa bank investasi Islam masih lemah dalam infrastruktur, dalam pengaturan pasar modal.

3. Keterbatasan SDM yang benar-benar memahami substansi sukuk.

Sedangkan variabel sukuk negara Malaysia dalam jangka panjang maupun jangka pendek memiliki pengaruh positif terhadap variabel *financial deepening*, dan memiliki pengaruh signifikan karena probabilitasnya kurang dari α 0.05. Hal tersebut hampir sama dengan yang didapat oleh peneliti lainnya dimana sukuk negara berpengaruh positif. Dengan memperhatikan fakta bahwa hampir 48% dari total emisi sukuk secara global hingga akhir 2016 diterbitkan di Malaysia. Malaysia tidak hanya memimpin pasar sukuk dilihat dari besaran volumenya, namun juga dalam hal variasi struktur sukuk yang inovatif dan kompetitif dalam rangka menarik investor yang lebih luas.

Dalam jangka panjang, Sukuk korporasi Indonesia berpengaruh negatif dan signifikan, yang artinya setiap kenaikan Rp 1 milyar maka tingkat *financial deepening* akan menurun sebesar Rp 8.95E-06 milyar. Jadi nilai tersebut membuktikan bahwa sukuk korporasi memiliki hubungan negatif terhadap tingkat *financial deepening*, dan sukuk korporasi juga berpengaruh signifikan terhadap *financial deepening* karena probabilitasnya kurang dari α 0.05. Hal itu berarti jika sukuk korporasi pada pasar modal syariah mengalami kenaikan maka *financial deepening* mengalami penurunan. Ini menunjukkan bahwa peningkatan atau penurunan sukuk korporasi berpengaruh signifikan terhadap *financial deepening* di Indonesia selama periode Januari 2011- Juni 2017. Sedangkan dalam jangka pendek sukuk korporasi Indonesia tidak berpengaruh signifikan terhadap *financial deepening*. Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Latifah (2016) yang menyatakan bahwa sukuk korporasi berpengaruh negatif terhadap *financial deepening* Indonesia. Kemungkinan hal ini disebabkan nilai sukuk korporasi yang masih sangat kecil walaupun sukuk korporasi muncul lebih awal dari pada sukuk negara tetapi pertumbuhannya cukup lambat dibandingkan sukuk negara.

Bapepam (2012) menjelaskan tentang beberapa faktor penyebab rendahnya penerbitan sukuk tersebut diantaranya kondisi ekonomi secara umum, pemahaman manajemen terhadap sukuk, proses penerbitan sukuk, dan aspek perpajakan dalam penerbitan sukuk. Selain itu, terdapat faktor yang secara tidak langsung terkait dengan likuiditas pasar sekunder sukuk, yaitu:

1. masih terbatasnya penerbitan sukuk korporasi di Indonesia baik dari aspek jumlah, variasi tenor maupun jenis akad.
2. masih kurangnya pemahaman investor terhadap perdagangan sukuk korporasi di pasar sekunder.

3. penerbitan sukuk korporasi masih ditawarkan tidak secara retail kepada masyarakat luas namun terbatas kepada investor institusi atau individu dengan nilai nominal yang relatif besar, walaupun beberapa regulasi yang telah ada cukup memfasilitasi untuk dijadikan sebagai landasan dalam penerbitan sukuk korporasi ritel.
4. Mayoritas karakter investor sukuk korporasi merupakan investor institusi lokal seperti perusahaan asuransi, dana pensiun dan reksadana terstruktur yang memiliki kecenderungan membeli untuk disimpan hingga jatuh tempo.

Sedangkan variabel sukuk korporasi di Malaysia dalam jangka panjang maupun jangka pendek tidak berpengaruh signifikan terhadap *variabel financial deepening*, karena probabilitasnya lebih dari $\alpha 0.05$. hal ini berarti jika setiap kenaikan Rm 1 juta sukuk korporasi maka tingkat *financial deepening* tidak terpengaruhi. Hal tersebut terjadi karena dalam periode januari 2011-juni 2017, sukuk korporasi Malaysia mengalami fluktuatif dalam perkembangannya dan nilai sukuk korporasi Malaysia yang masih kecil. Sehingga mengakibatkan sukuk korporasi Malaysia tidak mempengaruhi *financial deepening* negara tersebut.

7. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh perbakaan syariah dan pasar modal syariah terhadap *financial deepening* di Indonesia dan di Malaysia baik secara parsial maupun secara simultan. Tujuan ini dapat diperoleh dengan menggunakan metode *Error Correction Model* (ECM). Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan pada bab sebelumnya dengan menggunakan metode ECM diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

1. Variabel Pembiayaan Syariah, Sukuk Korporasi, dan Sukuk Negara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel *Financial Deepening* di Indonesia dan di Malaysia
2. Variabel Pembiayaan Syariah berpengaruh positif terhadap variabel *Financial Deepening* dalam jangka panjang maupun dalam jangka pendek di Indonesia dengan tingkat signifikan $\alpha: 5\%$.

Sedangkan variabel pembiayaan syariah di Malaysia dalam jangka pendek berpengaruh positif terhadap *financial deepening* pada signifikan $\alpha: 5\%$ dan dalam jangka panjang signifikan $\alpha: 10\%$.

3. Variabel Sukuk Negara di Indonesia dalam jangka panjang maupun jangka pendek tidak memiliki pengaruh terhadap *Financial Deepening*.

Sedangkan variabel sukuk negara di Malaysia dalam jangka panjang dan jangka pendek memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *financial deepening*.

4. Variabel Sukuk Korporasi di Indonesia dalam jangka panjang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Financial Deepening*, namun dalam jangka pendek variabel tersebut tidak berpengaruh signifikan terhadap *financial deepening*. Sedangkan variabel sukuk korporasi di Malaysia dalam jangka panjang dan jangka pendek tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *financial deepening*.

8. Saran

Berdasarkan analisis pengaruh perbankan syariah dan pasar modal syariah terhadap finansial deepening di Indonesia dan di Malaysia, maka penulis mengajukan beberapa rekomendasi yang ditujukan untuk para pemegang tampu kebijakan

1. perlunya meningkatkan pembiayaan syariah dimaksudkan untuk menindaklanjuti temuan penelitian yang menunjukkan pembiayaan syariah memiliki pengaruh positif untuk meningkatkan *financial deepening*.
2. Bank Indonesia dan Bank Negara Malaysia sebagai pemegang otoritas moneter diharapkan mampu meningkatkan jumlah penerbitan sukuk negara sehingga dapat dimanfaatkan untuk menaikkan keuangan negara terutama pembiayaan APBN.
3. Pemerintah diharapkan dapat mengoptimalakan fungsi perbankan syariah dan pasar modal syariah sehingga terus menciptakan sistem keuangan yang semakin dalam secara berkesinambungan.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, Pradeep, 2001, "Interest Rate, Exchange Rates and Financial Deepening in Selected Asian Economies", *ASEAN Economic Bulletin*, Vol.18, No.1 : 83-93
- Onwumere, J.U.J., Et.Al. 2012. *The Impact Of Financial Deepening On Economic Growth: Evidence From Nigeria. Research Journal Of Finance And Accounting*. Vol 3, No 10, 2012.
- Eduardo Court Emre Ozsoz Erick W. Rengifo 2012 *The Impact Of Deposit Dollarization On Financial Deepening*. No. 2012-09-0002
- Rudra Prakash Pradhan. 2010. *Financial Deepening, Foreign Direct Investment and Economic Growth: Are They Cointegrated. International Journal of Financial Research* Vol. 1, No. 1;

- Luqman Safdar. 2014. *Financial Deepening and Economic Growth in Pakistan: An Application of Cointegration and VECM Approach*. Journal of contemporary research in business copy Institute of Interdisciplinary Business Research VOL 5, NO 12
- Samuel Mbadike Nzotta, Emeka .J. Okereke. 2009. *Financial Deepening And Economic Development Of Nigeria: An Empirical Investigation*. *African Journal Of Accounting, Economics, Finance And Banking Research* Vol. 5. No. 5. 2009.
- Ami Latifah Dan Arief Fitriyanto 2016. Pengaruh Sektor Perbankan Syariah Dan Pasar Modal Syariah Terhadap Financial Deepening Di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Islam* Volume 7, Nomor 2 Hal. 108-118.
- Norman, Azhari. “Analisis Pengaruh Financial Deepening Pada Sektor Perbankan Dan Pasar Modal Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Indonesia”, Universitas Indonesia, Jakarta, 2010.
- Mankiw, Gregory, N. “Makroekonomi Edisi Lima Harvard University”, Erlangga, Jakarta, 2003
- Mckinnon, Ronald and Edward Shaw. “*Money and Capital in Economic Development*”, *Brooking Institution, Wahington DC, 1973*.
- Karim, Adiwarmarman. “Ekonomi Islam Edisi Kedua”, Pt Rajagrafindo Persada, Jakarta, 2008
- Pradhan, Prakash Rudra. 2010 *Financial Deepening, Foreign Direct Investment and Economic Growth, Are They Cointegrated*. *International Journal of Financial Research* Vol.1; Desember 2010.
- Gujarati, Damodar. “*Ekonometrika Dasar*”, Erlangga, Jakarta, 2006.
- Widarjono, Agus. “*Ekonomi:Teori dan Aplikasi Untuk Ekonomi dan Bisnis*”, Ekonisia, Yogyakarta, 2005.
- Ruslan, Dede. “Analisis Financial Deepening di Indonesia”, *Journal of Indonesian Applied Economics*, Universitas Negeri Medan, Medan, 2011
- Sudarsono, Heri, “*Bank dan Lembaga Keuangan Syariah: deskripsi dan ilustrasi*”, penerbit Ekonisia, cetakan ketiga, Yogyakarta, 2005
- www.ojk.go.id
- <http://www.bnm.gov.my>
- www.bi.go.id