



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**STUDI TENTANG PENGARUH *FORMAL INSTITUTION* DAN  
*NATIONAL CULTURE* TERHADAP PROPORSI *EQUITY-BASED*  
*FINANCING* PADA BANK SYARIAH**

**DISERTASI**

**ANI SILVIA  
1906341082**

**FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
PROGRAM PASCASARJANA  
DEPOK  
2024**



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**STUDI TENTANG PENGARUH *FORMAL INSTITUTION* DAN  
*NATIONAL CULTURE* TERHADAP PROPORSI *EQUITY-BASED*  
*FINANCING* PADA BANK SYARIAH**

**DISERTASI**

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar  
Doktor dalam bidang Ilmu Manajemen**

**ANI SILVIA  
1906341082**


**FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
PROGRAM STUDI ILMU MANAJEMEN  
KEKHUSUSAN KEUANGAN DAN PERBANKAN  
DEPOK  
JULI 2024**

## **HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS**

**Disertasi ini adalah hasil karya saya sendiri, dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk telah saya nyatakan dengan benar.**

**Nama : Ani Silvia**

**NPM : 1906341082**

**Tanda Tangan : **

**Tanggal : 15 Juli 2024**

## HALAMAN PENGESAHAN

Disertasi ini diajukan oleh:

Nama : Ani Silvia  
NPM : 1906341082  
Program Studi : Ilmu Manajemen  
Judul Disertasi : Studi tentang Pengaruh *Formal Institution* dan *National Culture* terhadap Proporsi *Equity-based Financing* pada Bank Syariah


Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Doktor pada Program Studi Ilmu Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Indonesia.

## DEWAN PENGUJI


Pembimbing/  
Promotor : Prof. Viverita, S.E., M.M., Ph.D.

(.....)

(Ko-promotor) Dony Abdul Chalid, Ph.D.

(.....)

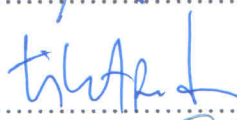
Penguji : Prof. Akhmad Syakhroza, Ph.D.

(.....)

Sigit Sulistiyo Wibowo, Ph.D.

(.....)

Tika Arundina, Ph.D.

(.....)

Nur Dhani Hendranastiti, Ph.D.

(.....)

Dr. Titi Dewi Warninda, M.Si.

(.....)

Ditetapkan di : Depok

Tanggal : 15 Juli 2024

## KATA PENGANTAR

Alhamdulillah, segala puji dan syukur yang tak terhingga dipanjatkan kehadirat Allah SWT yang telah memberikan rahmat, hidayah, dan pertolongan-Nya sehingga penulisan disertasi ini dapat diselesaikan dengan baik. Sholawat serta salam disampaikan kepada baginda Rasul yang telah memberikan suri tauladan dan menyampaikan risalah-Nya bagi seluruh umat. Penulisan disertasi ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Doktor dalam bidang Ilmu Manajemen pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Indonesia. Semoga karya kecil ini menjadi langkah awal untuk menjadi seorang pembelajar karena sungguh Ilmu Allah begitu luas tiada batas.

Pada kesempatan ini, idzinkan saya menyampaikan rasa hormat, penghargaan, dan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Bapak Zaafri Ananto Husodo, Ph.D sebagai ketua Program Studi dan terima kasih pula atas pengajaran dan arahnya selama perkuliahan.
2. Ibu Prof. Viverita, Ph.D dan Bapak Dony Abdul Chalid, Ph.D yang telah menyediakan waktu, tenaga, dan pikiran untuk mengarahkan penulisan disertasi ini. Semoga bimbingan Ibu dan Bapak menjadi amalan kebaikan di sisi Allah SWT.
3. Bapak Prof. Akhmad Syakhroza, Ph.D, Bapak Sigit Sulistiyo Wibowo, Ph.D, Ibu Tika Arundina, Ph.D, Ibu Nur Dhani Hendranastiti, Ph.D, dan Ibu Dr. Titi Dewi Warninda, M.Si. sebagai penguji yang begitu banyak memberikan masukan berharga untuk meningkatkan kualitas disertasi ini menjadi lebih baik lagi.
4. Bapak Prof. Dr. Irwan Adi Ekaputra, Ibu Prof. Dr. Cynthia Afriani, Bapak Ruslan Prijadi, Ph.D, Ibu Sari Wahyuni, Ph.D, Bapak Prof. Firmanzah, Ph.D (alm), Bapak Dr. Yogo Purwono, Bapak Muhammad Fathony, Ph.D, Bapak Dr. Buddi Wibowo, Ibu Maria Ulpah, Ph.D, Ibu Dr. Dwi Nastiti Danarsari, dan Ibu Nur Dhani Hendranastiti, Ph.D yang telah mengajarkan ilmu berharga selama masa perkuliahan.
5. Bapak Ibu bagian akademik dan para staf Program Pascasarjana Ilmu Manajemen (PPIM) seperti Mba Devi, Mba Banuratih, Pak Wisnu, Pak Herman (alm.), Mas Ilmi, Mas Roby, dan yang lainnya, atas bantuannya dalam hal administrasi selama masa perkuliahan.

6. Pimpinan di Universitas Muhammadiyah Prof. DR. Hamka (Uhamka) Bapak Prof. Dr. H. Gunawan Suryoputro, M.Hum dan juga pimpinan Fakultas Ekonomi dan Bisnis (FEB) Bapak Dr. Zulpahmi, M.Si. selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis yang telah memberikan kesempatan untuk tugas belajar di Universitas Indonesia. Rekan-rekan dosen lainnya yang telah memberikan dukungan dan motivasi.
7. Lembaga Pengelola Dana Pendidikan (LPDP) yang telah memberikan beasiswa untuk melanjutkan kuliah jenjang doctoral di Universitas Indonesia.
8. Rusiandi, partner terbaik yang meringankan segala urusan dan memberikan dukungan penuh yang luar biasa. Anak-anakku tersayang (HiFaElSa): Hibban Muhammad Rasyid Rusiandi, Faqih Abdurrahman Jinan Rusiandi, Elmira Fathiya Wafda Rusiandi, dan Salma Qonita Putri Rusiandi yang selalu memberikan keceriaan dan menjadi penyemangat untuk bisa sampai pada tahap ini. Maafkan, karena kurangnya waktu untuk membersamai kalian.
9. Bapak, Ibu, Bapak mertua (alm) dan Ibu mertua (almh.) yang telah memberikan dukungan berupa doa-doa terbaik. Kakak dan adik-adikku, kakak dan adik ipar semua terima kasih telah memberikan doa dan semangat.
10. Dan semua pihak yang tidak bisa disebutkan satu persatu. Terima kasih atas segala bantuan dan doanya.

Semoga Allah S.W.T berkenan membalas segala kebaikan dari semua pihak yang telah membantu. Dan, semoga karya kecil ini bisa memberikan kontribusi dan membawa manfaat bagi pengembangan ilmu pengetahuan khususnya dalam bidang keuangan dan perbankan syariah.

Depok, 15 Juli 2024

Ani Silvia

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI  
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

---

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Ani Silvia  
NPM : 1906341082  
Program Studi : Pascasarjana Ilmu Manajemen  
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis  
Jenis Karya : Disertasi

demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif (Non-exclusive Royalty-Free Right)** atas karya ilmiah saya yang berjudul:

**Studi tentang Pengaruh *Formal Institution* dan *National Culture* terhadap Proporsi *Equity-based Financing* pada Bank Syariah**

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (database), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Depok

Pada tanggal : 15 Juli 2024

Yang menyatakan



(Ani Silvia)

## ABSTRAK

Nama : Ani Silvia  
Program Studi : Pascasarjana Ilmu Manajemen  
Judul : Studi tentang Pengaruh *Formal Institution* dan *National Culture* terhadap Proporsi *Equity-based Financing* pada Bank Syariah  
Promotor : Prof. Viverita, Ph.D.  
Ko-Promotor : Dony Abdul Chalid, Ph.D.

*Murabahah syndrome* telah menjadi fenomena global bagi bank syariah di seluruh dunia dengan dominasi *debt-based financing* dan menuai banyak kritik serta menunjukkan adanya kesenjangan antara teori dan praktik dalam keuangan Islam. Secara teori, model keuangan Islam seharusnya adalah berdasarkan *risk-sharing* melalui *equity-based financing* yang merupakan instrumen utama pembeda bank syariah dengan bank konvensional. Walaupun *debt-based financing* tetap mendominasi pembiayaan, beberapa bank syariah lintas negara memiliki atensi untuk menggunakan *equity-based financing* yang cukup signifikan masuk ke dalam portofolio pembiayaannya sehingga penggunaan pembiayaan jenis ini menjadi lebih bervariasi lintas negara. Studi ini bertujuan untuk menginvestigasi determinan, yaitu *formal institution* dan *national culture*, yang diduga berpengaruh terhadap proporsi pembiayaan berbasis *profit and loss sharing*. Sampel yang digunakan adalah 60 bank syariah komersial dari 10 negara yang berada di kawasan Timur Tengah, Asia Selatan dan juga Asia Tenggara dari tahun 2011-2019. Metode estimasi yang digunakan adalah regresi panel *random effect generalized least square*. Studi ini juga menggunakan beberapa proksi variabel yang berbeda serta metode estimasi lainnya sebagai *robustness check*. Penelitian ini menemukan bahwa *institutional environment* berupa *formal institution* dan *national culture* mempengaruhi penggunaan *equity-based financing* bank syariah lintas negara. Secara spesifik, kami secara konsisten menemukan bahwa *formal institution* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *equity-based financing*. Temuan ini menunjukkan bahwa kualitas *formal institution* yang baik memiliki peran penting dalam mendorong penggunaan *equity-based financing* pada bank syariah. Selain itu, kami menemukan bahwa budaya merupakan determinan yang paling penting dan menjadi faktor penentu utama *equity-based financing*. Nilai budaya *power distance* menunjukkan dampak negatif yang lebih *robust* dibandingkan dengan nilai budaya lain yang mengindikasikan bahwa *social trust* memiliki peran penting dalam penyaluran *equity-based financing*. Temuan ini menunjukkan perlunya peningkatan kualitas lembaga formal dan mempertimbangkan budaya ketika merumuskan kebijakan untuk meningkatkan pembiayaan *equity-based financing* yang sesuai dengan prinsip-prinsip Islam.

Kata kunci:

*Equity-based financing, risk-sharing, bank syariah, formal institution, national culture*

## ABSTRACT

Name : Ani Silvia  
Study Program : Graduate School of Management  
Title : Study on the Effect of Formal Institution and National Culture  
on Proportion of Equity-based Financing in Islamic Banks  
Promotor : Prof. Viverita, Ph.D.  
Co-Promotor : Dony Abdul Chalid, Ph.D.

*Murabahah syndrome* has become a global phenomenon for Islamic banks worldwide with the dominance of debt-based financing. It has received a lot of criticism and shows the gap between theory and practice in Islamic finance. In theory, Islamic financial models should be based on risk-sharing through equity-based financing, the main instrument for distinguishing Islamic banks from conventional banks. Although debt-based financing still dominates financing, several cross-border Islamic banks use equity-based financing, which is significant in their financing portfolio, so this type of financing becomes more varied across countries. This study investigates the formal institutions and national culture determinants that we conjecture to influence the proportion of risk-sharing-based financing. The sample used is 60 commercial Islamic banks from 10 countries in the Middle East, South Asia and Southeast Asia from 2011-2019. The estimation method used is random effect generalized least squares panel regression. This study also uses several proxy variables and another estimation method as a robustness check. This study finds that the institutional environment, in the form of formal institutions and national culture, influences the use of equity-based financing by Islamic banks across countries. Specifically, we consistently find that formal institutions positively and significantly affect equity-based financing. These findings show that good formal institutional quality has an important role in encouraging the use of equity-based financing in Islamic banks. In addition, we found that culture is the most important determinant and is the main determining factor for equity-based financing. The cultural value of power distance shows a more robust negative impact than other cultural values, indicating that social trust is important in channelling equity-based financing. These findings suggest the need to improve the quality of formal institutions and consider culture when formulating policies to increase equity-based financing in accordance with Islamic principles.

Key words:

Equity-based financing, risk-sharing, Islamic banking, formal institutions, national culture

## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL .....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS .....	ii
HALAMAN PENGESAHAN .....	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH.....	vi
ABSTRAK .....	vii
ABSTRACT .....	viii
DAFTAR ISI .....	ix
DAFTAR TABEL .....	xi
DAFTAR GAMBAR .....	xii
DAFTAR LAMPIRAN .....	xiii
 <b>BAB 1 PENDAHULUAN .....</b>	 <b>1</b>
1.1. Latar Belakang .....	1
1.2. Masalah, Gap, dan <i>Novelty</i> Penelitian .....	20
1.3. Pertanyaan Penelitian .....	24
1.4. Tujuan Penelitian .....	24
1.5. Kontribusi Penelitian .....	24
1.6. Ruang Lingkup Penelitian .....	26
1.7. Sistematika Penulisan .....	26
 <b>BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA .....</b>	 <b>28</b>
2.1. Pembiayaan Bank Syariah .....	28
2.2. <i>Equity-based Financing</i> pada Bank Syariah .....	29
2.2.1. Pembiayaan <i>Mudharabah</i> .....	29
2.2.2. Pembiayaan <i>Musharakah</i> .....	32
2.3. Manajemen Risiko pada Bank Syariah .....	33
2.4. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Proporsi <i>Equity-based Financing</i> .....	40
2.5. <i>Equity-based Financing</i> pada Bank Syariah di Iran dan Pakistan.....	48
2.6. <i>Institutional Environment</i> .....	51
2.6.1. Teori Biaya Transaksi.....	53
2.6.2. Teori Kontrak .....	56
2.6.3. Teori <i>Property Right</i> .....	60
2.6.4. <i>Formal Institution</i> .....	61
2.6.5. <i>National Culture</i> .....	66
 <b>BAB 3 RERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS PENELITIAN .....</b>	 <b>75</b>
3.1. <i>Formal Institution</i> dan <i>Equity-based Financing</i> .....	75
3.2. <i>Individualism</i> dan <i>Equity-based Financing</i> .....	77
3.3. <i>Uncertainty Avoidance</i> dan <i>Equity-based Financing</i> .....	79
3.4. <i>Power Distance</i> dan <i>Equity-based Financing</i> .....	81
3.5. <i>Formal Institution</i> , <i>National Culture</i> dan <i>Equity-based Financing</i> .....	82
3.6. Model konseptual .....	84

<b>BAB 4 METODOLOGI PENELITIAN .....</b>	<b>85</b>
4.1. Populasi dan Sampel Penelitian.....	85
4.2. Data dan Sumber Data.....	86
4.3. Definisi dan Operasionalisasi Variabel Penelitian .....	87
4.3.1. Variabel Dependen .....	87
4.3.2. Variabel Independen .....	88
4.3.3. Variabel Kontrol .....	90
4.4. Model Penelitian.....	95
4.5. Metode Analisis Data .....	97
4.6. Masalah Endogenitas.....	97
<b>BAB 5 ANALISIS HASIL PENELITIAN .....</b>	<b>103</b>
5.1. Statistik Deskriptif .....	103
5.2. Matriks Korelasi .....	109
5.3. Hasil Regresi Panel <i>Random Effect</i> .....	110
5.3.1. <i>Formal Institution</i> dan Proporsi <i>Equity-based Financing</i> .....	112
5.3.2. Indeks Budaya dan Proporsi <i>Equity-based Financing</i> .....	116
5.3.3. <i>Formal Institution, National Culture</i> dan <i>Equity-based Financing</i> ...	119
5.3.4. Variabel Kontrol dan <i>Equity-based Financing</i> .....	121
5.4. <i>Robustness Check</i> .....	123
5.4.1. Proksi Lain dari Proporsi <i>Equity-based Financing</i> .....	123
5.4.2. <i>International Country Risk Guide (ICRG)</i> sebagai Proksi <i>Formal Institution</i> .....	126
5.4.3. Indeks Budaya Tang & Koveos (2008) dan <i>House</i> sebagai Proksi Lain dari <i>National Culture</i> .....	127
5.4.4. <i>Dana Syirkah Temporer</i> terhadap <i>Total Deposits</i> sebagai Proksi <i>Risk-sharing Deposits</i> dan <i>Lerner Index Bank Level</i> sebagai Proksi <i>Market Competition</i> .....	130
5.4.5. Metode Estimasi <i>Two-step System Generalized Method of Moments (GMM)</i> .....	133
<b>BAB 6 KESIMPULAN DAN SARAN .....</b>	<b>137</b>
6.1. Kesimpulan .....	137
6.2. Implikasi Penelitian .....	139
6.3. Keterbatasan dan Saran Penelitian Lanjutan .....	141
<b>DAFTAR REFERENSI .....</b>	<b>143</b>
<b>LAMPIRAN .....</b>	<b>157</b>

## DAFTAR TABEL

Tabel 2.1.	Akad atau Kontrak Pembiayaan pada Bank Syariah .....	28
Tabel 2.2.	Jenis Risiko pada Bank Syariah .....	34
Tabel 2.3.	Rangkuman Penelitian Terdahulu .....	46
Tabel 4.1.	Prosedur Seleksi Sampel .....	85
Tabel 4.2.	Data dan Sumber Data Penelitian .....	86
Tabel 5.1.	Statistik Deskriptif .....	106
Tabel 5.2.	Perbedaan antar Negara .....	107
Tabel 5.3.	Rata-rata Instrumen Pembiayaan pada Bank Syariah Lintas Negara Selama Periode Penelitian .....	107
Tabel 5.4.	Matriks Korelasi .....	111
Tabel 5.5.	Hasil Regresi Panel <i>Random Effect</i> GLS .....	113
Tabel 5.6.	<i>Robustness Check</i> dengan Proksi lain dari Proporsi <i>Equity-based Financing</i> .....	124
Tabel 5.7.	<i>Robustness Check</i> dengan <i>International Country Risk Guide</i> (ICRG) Sebagai Proksi <i>Formal Institution</i> .....	126
Tabel 5.8.	<i>Robustness Check</i> dengan Indeks Budaya House dan Tang & Koveos (2008) sebagai Proksi <i>National Culture</i> .....	128
Tabel 5.9.	<i>Robustness Check</i> dengan Dana Syirkah Temporer terhadap <i>Total Deposits</i> sebagai Proksi <i>Risk-sharing Deposits</i> dan <i>Lerner Index Bank Level</i> sebagai Proksi <i>Market Competition</i> .....	131
Tabel 5.10.	<i>Robustness Check</i> dengan Estimasi <i>Two-step System Generalized Method of Moments</i> (GMM) .....	134

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1.	Rata-rata Proporsi <i>Debt-based Financing</i> dan <i>Equity-based Financing</i> pada Bank Syariah Lintas Negara pada tahun 2011 - 2019 .....	5
Gambar 1.2.	Kualitas <i>Formal Institution</i> Lintas Negara tahun 20011-2019 .....	14
Gambar 1.3.	Dimensi <i>National Culture</i> Lintas Negara .....	16
Gambar 2.1.	Skema Pembiayaan <i>Mudharabah</i> dan <i>Musharakah</i> .....	32
Gambar 2.2.	Empat Tingkatan Institusi berdasarkan Analisis Sosial .....	52
Gambar 3.1.	Rerangka Model Konseptual .....	84
Gambar 5.1.	Rata-rata Proporsi <i>Equity-based Financing</i> , <i>Formal Institution</i> , Indeks Budaya <i>Individualism</i> , <i>Uncertainty Avoidance</i> , dan <i>Power Distance</i> Seluruh Sampel Bank Syariah per Negara Selama Periode Penelitian .....	108

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1.	Daftar Nama Bank Syariah .....	157
Lampiran 2.	Data Rata-rata Proporsi <i>Debt-based Financing</i> dan <i>Equity-based Financing</i> pada Bank Syariah Lintas Negara pada tahun 2011-2019 .	160
Lampiran 3.	Data Indeks <i>National Culture Hofstede</i> .....	161
Lampiran 4.	Data <i>World Governance Index</i> .....	162
Lampiran 5.	Data <i>Legal Origin</i> .....	163

## **BAB 1 PENDAHULUAN**

### **1.1. Latar Belakang**

Hadirnya sistem keuangan Islam merupakan bentuk kesadaran bagi umat Muslim di seluruh dunia untuk menghindari praktik perbankan yang mengandung *riba* (Iqbal & Llewellyn, 2002). Menurut konsesus seluruh para *fuqaha* (ahli hukum Islam) dalam bentuk *ijma'* para Ulama, bunga bank konvensional ditetapkan sebagai salah satu bentuk *riba*. *Riba* amat terlarang dan diharamkan oleh Allah SWT sebagaimana yang telah diwahyukan menjelang akhir misi kenabian Muhammad SAW dalam surat Al-Baqarah ayat 275 sebagai berikut:

*“Orang-orang yang memakan (mengambil) riba tidak dapat berdiri melainkan seperti berdirinya orang yang kemasukan syaitan lantaran (tekanan) penyakit gila. Keadaan mereka yang demikian itu, adalah disebabkan mereka berkata (berpendapat), sesungguhnya jual beli itu sama dengan riba, padahal Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. Orang-orang yang telah sampai kepadanya larangan dari Tuhannya, lalu terus berhenti (dari mengambil riba), maka baginya apa yang telah diambilnya dahulu (sebelum datang larangan), dan urusannya (terserah) kepada Allah. Orang yang kembali (mengambil riba), maka orang itu adalah penghuni-penghuni neraka, mereka kekal di dalamnya”.* (QS Al-Baqarah: 175)

*Riba* secara teknis mengacu pada premi yang harus dibayarkan oleh peminjam kepada pemberi pinjaman bersama dengan pinjaman pokok sebagai syarat untuk memperoleh pinjaman atau untuk penangguhan (Chapra, 1985). Dalam pengertian syariah, *riba* dapat terjadi dalam proses pinjam-meminjam (*riba an-nasiah*) dan juga perdagangan atau transaksi bisnis (*riba al-fadhl*). *Riba* dalam pinjaman berbentuk bunga yang ditetapkan di awal pinjaman sedangkan *riba* dalam perdagangan mengacu pada segala bentuk eksploitasi yang tidak jujur dalam transaksi bisnis.

Pelarangan *riba* tersebut bukanlah tanpa alasan yang bisa diterima secara rasional. Pada masa kenabian, pinjaman digunakan untuk kegiatan yang bersifat produktif dan dimobilisasi atas dasar bunga, *mudharabah* dan *syirkah*. Kebanyakan pinjaman pada saat itu bukan bertujuan untuk konsumsi karena mayoritas penduduk Mekkah merupakan para pedagang (Chapra, 1985). Al-Qur'an telah memberikan perbedaan yang tegas antara

jual beli dan *riba* (QS. Al-Baqarah: 275) disebabkan terdapat argumentasi *jahiliyah* bahwa perdagangan sama dengan *riba* pada saat bangsa Arab mengambil bunga ketika meminjamkan sejumlah dana untuk membiayai aktivitas perdagangan. Pembayaran bunga bersifat pasti sedangkan hasil akhir dari kegiatan bisnis atau perdagangan memiliki potensi untung dan rugi. Penetapan bunga pinjaman yang bersifat tetap di awal merupakan bentuk eksploitasi karena menjadi beban bagi peminjam apabila bisnisnya mengalami kerugian. Untuk itu, pelarangan *riba* bertujuan untuk menghindari segala bentuk eksploitasi yang merugikan sehingga terwujud keadilan sosioekonomi yang lebih luas dan mendorong penggunaan mekanisme *risk-sharing* dalam bentuk *mudharabah* dan *syirkah* sebagai pengganti mekanisme bunga.

Hadirnya sistem keuangan Islam bukan hanya bertujuan untuk menghapuskan *riba* semata melainkan untuk memperkenalkan sistem yang baru. Islam sebagai Agama *Samawi* (Agama yang berasal dari langit) merupakan *rahmatan lil alamin* atau rahmat bagi alam semesta. Islam adalah cara hidup yang seimbang dan koheren, dirancang untuk kebahagiaan (*falah*) dengan cara menciptakan keharmonisan antara kebutuhan moral dan material bagi manusia serta aktualisasi keadilan sosioekonomi dan persaudaraan (Chapra, 1985). Dalam Islam, *falah* merupakan refleksi kedamaian jiwa dan Al-Qur'an menyebutnya sebagai "*al-muthma'innah*" atau jiwa yang tenang dan hati yang puas (QS. Al-Fajr: 27–28). Ketenangan jiwa dapat diperoleh dengan menyinergikan antara kebutuhan material dengan spiritual. Nilai-nilai spiritual ini erat kaitannya dengan hubungan baik dengan Sang Pencipta (*hablum minallah*), dengan sesama manusia (*hablum minannas*), dan dengan alam sekitar (*hablum minal 'alam*). Dalam hal *hablum minannas* atau *bermuamalah*, Islam memperkenalkan sistem keuangan Islam yang sangat melarang segala bentuk eksploitasi yang merugikan, diskriminasi, ketidakadilan yang dapat menyebabkan kesenjangan distribusi pendapatan yang mencolok dan lemahnya solidaritas sosial serta degradasi moral.

Sistem keuangan Islam hadir untuk menyediakan layanan keuangan sesuai dengan ketentuan syariah. Pada abad ke 21, industri keuangan syariah tumbuh pesat sebagai bagian dari sektor keuangan global. Hingga saat ini, industri keuangan syariah sudah tersebar lebih dari 110 negara. Tidak terbatas hanya untuk negara-negara Muslim saja, keuangan syariah juga menarik minat negara-negara yang mayoritas penduduknya bukan Muslim. Sebagai contoh, *Islamic Bank of Britain* di Inggris menjadi institusi syariah

pertama yang menawarkan produk dan layanan keuangan syariah di negara non-Muslim yang berdiri pada tahun 2004. Dan saat ini Inggris telah menjadi pusat keuangan internasional terkemuka untuk keuangan Islam di Eropa. Beberapa bank di Amerika Serikat seperti HSBC, University Bank di Ann Arbor dan juga Devon Bank di Chicago menawarkan produk perbankan syariah. Negara Muslim seperti Iran, Pakistan, dan Sudan hanya memperbolehkan bank dengan prinsip Islam sedangkan di beberapa negara lain seperti Indonesia, Malaysia, Bangladesh, Mesir, Yordania menerapkan sistem perbankan ganda yang memungkinkan bank syariah dapat beroperasi berdampingan dengan bank konvensional.

Tiga segmen dalam Industri keuangan syariah yaitu bank syariah, pasar modal syariah dan takaful (asuransi syariah) mengalami pertumbuhan yang signifikan. Pada kuartal ketiga tahun 2019, *Islamic Financial Service Board* (IFSB, 2020) mencatat pertumbuhan industri ini sebesar 11.4 persen dengan total aset sebesar USD 2.44 triliun. Kontribusi terbesar berasal dari bank syariah yaitu sebesar 72.4 persen dari total industri secara keseluruhan dengan total aset secara global sebesar USD 1,77 triliun dan tingkat pertumbuhan sekitar 12.7 persen dari tahun sebelumnya. Dengan perkembangan dan pertumbuhan yang signifikan, industri keuangan syariah mampu menjadi alternatif yang layak dan kompetitif bagi sistem keuangan konvensional di tingkat global (Khan & Bhatti, 2008b).

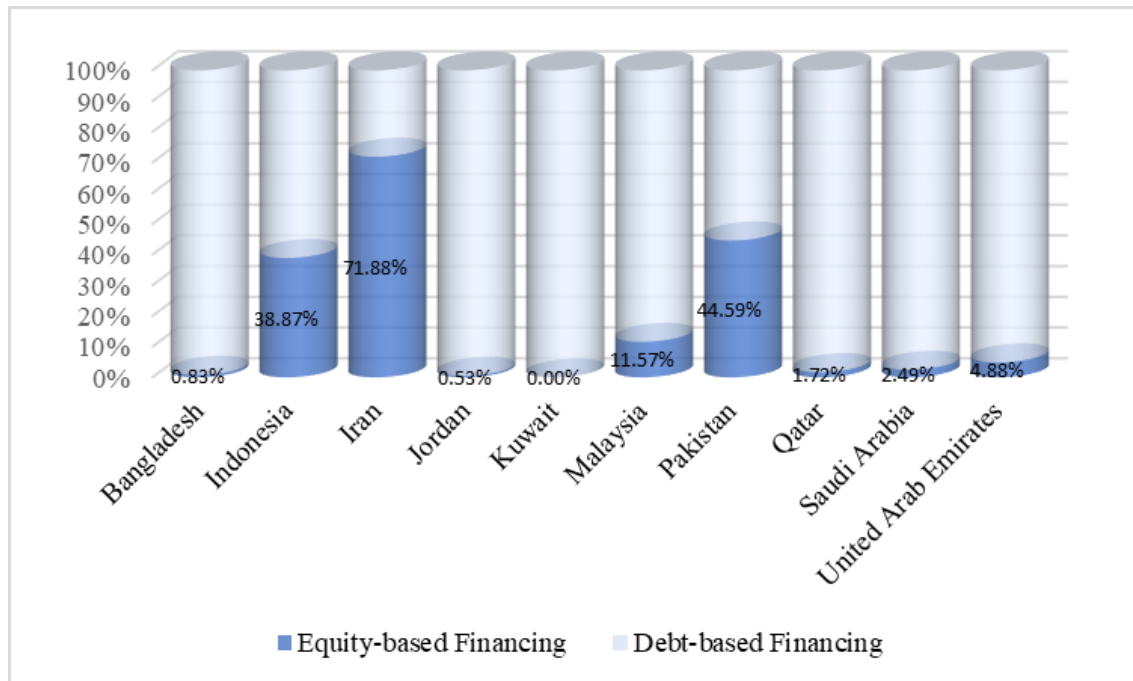
Aset perbankan syariah secara global masih berpusat pada beberapa kawasan. Aset terbesar disumbangkan oleh bank syariah yang berada di kawasan *Gulf Cooperation Council* (GCC) yaitu sekitar 48.4 persen dari total aset bank syariah secara global, kemudian diikuti oleh kawasan Timur Tengah dan Asia Selatan sekitar 33.1 persen dan Asia Tenggara sebesar 13.6 persen (IFSB, 2020). Terpusatnya aset bank syariah pada negara-negara di kawasan GCC dan Timur Tengah tidak terlepas dari faktor historis dan beberapa alasan. Salah satu diantaranya adalah karena perkembangan konseptual perbankan syariah pada akhir tahun 1940-an berasal dari negara-negara Timur Tengah yang sebagian besar penduduknya Muslim yang kemudian diadopsi untuk mendirikan bank-bank berdasarkan prinsip Islam pada tahun 1970-an (Khan & Bhatti, 2008b). Selain itu, Timur Tengah juga menjadi lokasi berdirinya regulator dan badan pendukung perbankan syariah yang penting seperti lembaga keuangan Islam internasional pertama

yaitu *Islamic Development Bank* (IDB) di Saudi Arabia dan *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI) di Bahrain.

Sebagai lembaga intermediasi keuangan yang menghubungkan *surplus unit* dan *defisit unit*, aset terbesar bank syariah bersumber dari pembiayaan yang disalurkan. Bank syariah mengalokasikan bagian aset yang lebih besar untuk aktivitas pembiayaan bila dibandingkan dengan bank konvensional (Ariss, 2010; Čihák & Hesse, 2010). Pembiayaan pada bank syariah dibagi menjadi dua kategori besar yaitu *debt-based financing* dan *equity-based financing*. *Debt-based financing* merupakan pembiayaan berbasis utang dengan skema jual beli dan sewa yang meliputi kontrak *murabahah* (*cost-plus* atau *mark-up*), *salam* dan *istishna'* (jual beli dengan cara pesanan), dan *ijarah* (*leasing*). *Equity-based financing* merupakan pembiayaan penanaman modal usaha oleh bank kepada entrepreneur dengan mekanisme *risk-sharing* yang diimplementasikan dengan menggunakan kontrak *mudharabah* (*passive partnership*) dan *musharakah* (*joint venture*).

Motivasi penelitian dalam disertasi ini diawali dengan adanya fenomena *Murabahah Syndrome* yang ditunjukkan dengan dominasi pembiayaan skema *murabahah* pada bank syariah yang merupakan jenis *debt-based financing*. Padahal, *equity-based financing* dengan mekanisme *risk-sharing* merupakan esensi pembiayaan syariah yang dapat menggerakkan sektor riil dan memiliki dampak makro yang lebih baik dari *debt-based financing* seperti keadilan, kesetaraan, pemerataan pendapatan, dan kestabilan sistem keuangan dan perekonomian (Ascarya et al., 2012). Secara rata-rata, lebih dari setengah total pembiayaan pada bank syariah dialokasikan untuk pembiayaan dengan skema *murabahah* (Meslier et al., 2020). Pada praktiknya, *equity-based financing* dengan fitur *risk-sharing* tidak banyak digemari oleh bank syariah hampir merata di seluruh dunia. Sebagai contoh, sebagaimana yang terlihat pada Gambar 1.1. pada halaman berikutnya, *debt-based financing* pada tahun 2011 - 2019 lebih mendominasi sekitar 95 - 100 persen di negara-negara kawasan Timur Tengah seperti Saudi Arabia, United Arab Emirates, Kuwait, Jordan dan Qatar. Namun demikian, beberapa negara lainnya menggunakan *equity-based financing* dengan porsi yang cukup signifikan. Negara dengan penggunaan *equity-based financing* tertinggi yaitu Iran yaitu sekitar 71.88 persen diikuti Pakistan (44.59 persen), dan Indonesia (38.87 persen). Secara khusus, dominasi *debt-based financing* di sebagian besar negara-negara di Timur Tengah

merupakan hal yang miris karena aset bank syariah sebagian besar terpusat pada kawasan ini.



**Gambar 1. 1. Rata-rata Proporsi Debt-based Financing dan Equity-based Financing pada Bank Syariah Lintas Negara pada tahun 2011 - 2019**

Sumber: [Data diolah penulis](#)

Dominasi *debt-based financing* pada bank syariah menunjukkan adanya kesenjangan antara teori dan praktik dalam keuangan Islam. Para cendekiawan Muslim telah menulis teori keuangan Islam, yaitu berdasarkan konsep *risk-sharing* dan bebas dari kontrak hutang berbasis suku bunga sejak tahun 1970-an (Iqbal & Mirakhor, 2013) dan menjadi landasan utama transaksi keuangan dalam literatur hukum dan ekonomi Islam (Aggarwal & Yousef, 2000; Dar & Presley, 2000). *Risk-sharing* merupakan fitur unik sejak pertama kali bank syariah didirikan dan menjadi spirit dari praktik perbankan syariah. Pada prinsipnya, fitur ini merupakan karakteristik mendasar yang membedakan bank syariah dengan bank konvensional karena tidak menggunakan bunga dalam setiap operasional bank (Chong & Liu, 2009; Daly & Frikha, 2016; Zaher & Kabir Hassan, 2001). Peran Bunga digantikan dengan mekanisme *risk-sharing* yang digunakan secara seimbang pada neraca bank syariah melalui model *two-tier mudharabah* (El-Hawary et al., 2007). Mekanisme *risk-sharing* diimplementasikan baik di sisi aset maupun *liability*

yang saling terintegrasi satu sama lain sehingga memungkinkan bank syariah untuk berbagi keuntungan dan juga kerugian dengan nasabah peminjam maupun depositan.

Secara teoretis dan empiris, *equity-based financing* dengan fitur *risk-sharing* memiliki sejumlah keuntungan. Secara teoretis, pembiayaan jenis ini memungkinkan bank syariah berinvestasi dalam proyek-proyek jangka panjang yang lebih berisiko (Mills & Presley, 1999) dan sangat erat dengan sektor riil karena hanya disalurkan pada usaha-usaha yang produktif, sehingga berkontribusi terhadap pertumbuhan ekonomi (Aggarwal & Yousef, 2000; Chowdhury et al., 2018). Jika terdapat guncangan eksternal, guncangan tersebut dapat diserap lebih baik oleh bank syariah karena depositor menyerap sebagian kerugian pembiayaan bank (Iqbal, 1997; Khan, 1986; Khan & Mirakhor, 1990) sehingga memberikan perlindungan ganda di samping modal bank (Čihák & Hesse, 2010). Melalui fitur *risk-sharing*, bank syariah juga terdorong untuk memiliki disiplin pasar (*market discipline*) yang tinggi karena akan lebih berhati-hati dalam memberikan pembiayaan kepada entrepreneur dan melakukan monitoring dengan lebih ketat (Chong & Liu, 2009). Alokasi modal pada bank syariah juga menjadi lebih efisien karena pengembalian dan alokasi modal ditentukan oleh produktivitas dan kelangsungan hidup dari proyek yang dijalankan (Khan, 1986).

Para cendekiawan Muslim dan para akademisi banyak melayangkan kritikan kepada bank syariah karena dalam praktiknya bank syariah hanya memusatkan perhatian pada *debt-based financing* dan mengorbankan instrumen utama yang membedakan mereka dengan bank konvensional (Al-kayed & Aliani, 2020). Walaupun dikategorikan sebagai pembiayaan yang masih sesuai dengan prinsip syariah dan mendapat persetujuan dari para Ulama, *debt-based financing* bukanlah pembiayaan berbasis syariah yang murni. Akseptabilitas di bawah hukum Islam masih diperdebatkan karena menyiratkan pengembalian investasi yang tetap bagi bank (Aggarwal & Yousef, 2000). Menurut Khan & Mirakhor (1990), pembiayaan jenis ini harus dibatasi dan dihindari karena dapat disalahgunakan sebagai “*back door*” untuk pembiayaan berbasis bunga. Dominasi *debt-based financing* merusak esensi bebas bunga dan *risk-sharing* sehingga bank syariah terekspose risiko suku bunga (Šeho et al., 2020) dan memungkinkan *return* deposito syariah menjadi tidak bebas bunga karena mengacu pada *return* deposito bank konvensional (Chong & Liu, 2009). *Murabahah syndrome* juga mengindikasikan ketidakmampuan bank syariah untuk melakukan praktik pembiayaan murni syariah yang

lebih etis karena memperlihatkan praktik *rent-seeking* pada bank syariah dengan menetapkan *fixed return* kepada entrepreneur yang memiliki posisi tawar (*bargaining position*) yang lemah (Minhat & Dzolkarnaini, 2016). Disamping itu, bank syariah juga menjadi *entrepreneur unfriendly*, terutama bagi para *start-up*, karena hanya memberikan pembiayaan kepada perusahaan-perusahaan besar yang memiliki aset berwujud untuk dijadikan agunan (Suzuki & Miah, 2016).

Beberapa isu yang dihadapi oleh *equity-based financing* telah banyak dieksplorasi dalam literatur. Pembiayaan ini menghadapi permasalahan utama berupa *asymmetric information* yang lebih parah dari *debt-based financing* yang meliputi *adverse selection* dan *moral hazard* (Aggarwal & Yousef, 2000; Azmat et al., 2015; Khan, 2010; Mills & Presley, 1999; Sadr & Iqbal, 2002) sehingga menyebabkan *agency problem* (Beck et al., 2013; Chong & Liu, 2009; Sarker, 2001). *Asymmetric information* terjadi karena entrepreneur memiliki informasi yang jauh lebih banyak dan lebih baik mengenai peluang dan risiko investasi mereka, karakter, riwayat kredit, dan tingkat *effort* untuk menjalankan proyek, daripada informasi yang tersedia bagi bank. *Asymmetric information* dapat menyebabkan masalah *adverse selection* dan *moral hazard* yang dapat menyebabkan bank melakukan penjatahan kredit (Jaffee & Russell, 1976; Myers, 1977; Stiglitz & Weiss, 1981). *Adverse selection* merupakan problem sebelum pembiayaan (*ex ante*) karena investasi diberikan kepada entrepreneur yang memiliki risiko kredit yang tinggi. Problem setelah pembiayaan (*ex post*) berupa *moral hazard* terjadi pada saat dana pembiayaan tidak digunakan sesuai dengan kontrak awal atau penyelewengan dana atau karena entrepreneur melaporkan profitnya secara tidak jujur (Mills & Presley, 1999). Untuk itu, pembiayaan jenis ini memerlukan biaya monitoring yang mahal (Abedifar et al., 2013; Chong & Liu, 2009; Khan & Bhatti, 2008a).

Bank syariah juga memiliki hambatan lainnya berkaitan dengan risiko-risiko khusus karena beroperasi sesuai ketentuan syariah di samping risiko-risiko standar yang juga ditanggung oleh bank konvensional. *Equity-based financing* menyebabkan bank syariah kemungkinan terekspos *equity investment risk*, *rate of return risk*, dan *displaced commercial risk*. *Equity investment risk* terjadi karena bank syariah ikut menanggung risiko bisnis dari entrepreneur dan *rate of return risk* terjadi apabila terdapat perubahan tingkat pengembalian yang bisa dibayarkan kepada deposan akibat perubahan tingkat pengembalian yang diterima bank dari aktivitas pembiayaan (POJK, 2016). Kedua risiko

tersebut menyebabkan bank syariah juga terekspos risiko lainnya berupa *displaced commercial risk* yaitu *shareholder* harus melepaskan sebagian dari keuntungan mereka untuk membayar para deposan agar mampu memberikan *return* yang kompetitif sehingga terhindar dari *withdrawal risk* (Ahmed & Khan, 2007).

*Withdrawal risk* sangat berhubungan erat dengan preferensi deposan yang menempatkan dana pada bank syariah. Selain memilih bank syariah karena nilai-nilai religiusitas, para deposan juga berharap keamanan dari dana yang mereka simpan (Lee & Ullah, 2011). Menurut Azmat et al. (2015), kurangnya minat bank syariah untuk menggunakan *equity-based financing* juga disebabkan karena karakteristik deposan yang cenderung *risk averse* disamping karena masalah *asymmetric information*. Para deposan dapat mendisiplinkan bank dengan menarik dana mereka atau dengan meminta tingkat bunga yang lebih tinggi (Martinez Peria & Schmukler, 2001) pada konteks bank konvensional. Selain melalui penarikan dana, disiplin pasar yang dilakukan oleh para deposan dapat dilakukan melalui permintaan nisbah bagi hasil yang lebih tinggi pada bank syariah. Hambatan lainnya berkaitan dengan regulasi karena bank syariah memerlukan dukungan dari regulator untuk merevisi bobot risiko tinggi pada pembiayaan dengan mekanisme *risk-sharing* dan juga menghapus manfaat pajak dari pembiayaan berbasis hutang (Šeho et al., 2020).

Rendahnya aplikasi *equity-based financing* pada mayoritas bank syariah dapat menimbulkan risiko reputasi (*reputational risk*) akibat kritik dari masyarakat yang menganggap bank syariah tidak berbeda dari bank konvensional (Khan 2010; Ascarya et al. 2012). Secara substansi, bank syariah memiliki tujuan untuk mewujudkan *maqashid al-shariah*, yang merupakan tujuan dan hikmah dibalik pemberlakuan hukum-hukum syariah, yaitu untuk mendorong terwujudnya sosioekonomi dan distribusi pendapatan yang lebih adil dan merata (Çizakça, 2011). *Maqashid al-shariah* dapat terwujud apabila bank syariah mampu mengakomodir kebutuhan nasabah yang kemungkinan sangat beragam. Nasabah yang membutuhkan dana untuk membiayai usaha produktif tidak bisa dipaksakan menggunakan akad *murabahah* atau *ijarah* yang seharusnya lebih cocok menggunakan akad *mudharabah* atau *musharakah*. *Debt-based financing* diperbolehkan pada saat pembiayaan dengan mekanisme *risk-sharing* atau kemitraan tidak cocok digunakan seperti pada pinjaman yang bersifat konsumtif (Kuran, 2010; Sundararajan & Errico, 2002; Zaher & Kabir Hassan, 2001).

Dominasi portofolio *asset* dalam bentuk *debt-based financing* mengindikasikan dua kemungkinan. Pertama, bank syariah kemungkinan terpaksa mendanai proyek-proyek produktif dengan menggunakan mekanisme utang untuk mengamankan posisinya yang seharusnya lebih cocok menggunakan mekanisme *risk-sharing*. Kedua, bank syariah menolak seluruh aplikasi pembiayaan produktif yang mengharuskan penggunaan mekanisme *risk-sharing*. Jika kemungkinan pertama yang terjadi, maka bank syariah telah melakukan pelanggaran terhadap ketentuan syariah. Jika yang kedua, maka orientasi bank syariah bukanlah untuk mewujudkan *maqashid al-shariah* melainkan hanya sebatas insentif ekonomi untuk maksimalisasi profit (Aggarwal & Yousef, 2000). Menurut Çizakça (2011), engganannya bank syariah menggunakan *equity-based financing* dan dominasi *debt-based financing* di sisi aset telah melanggar satu prinsip terpenting yang ditekankan pada *maqasid al-shari'ah* yaitu *hifz al-din* atau menjaga agama karena bank syariah enggan menggunakan pembiayaan dengan sistem PLS dan cenderung memilih pembiayaan dengan skema hutang yang mirip dengan bunga di bank konvensional dan rawan untuk disalahgunakan.

Nilai-nilai religiusitas idealnya menjadi hal yang diutamakan dalam setiap tindakan yang diambil oleh seorang Muslim baik itu para bankir, deposan maupun entrepreneur. Motivasi untuk mewujudkan *maqashid al-shariah* semestinya mampu mendorong para bankir menggunakan akad-akad yang sesuai dengan kebutuhan nasabah dengan tetap menjalankan manajemen risiko terbaik sebagai bentuk pertanggungjawabannya dalam mengelola dana deposan. Idealnya, para deposan merasa wajib menggunakan jasa keuangan syariah dalam seluruh transaksi keuangannya agar terhindar dari transaksi yang mengandung *maisir* (perjudian dan spekulasi), *gharar* (manipulatif atau ketidakjelasan), dan *riba*. Deposan yang taat terhadap nilai-nilai Islam tidak terganggu dengan berapa pun bagi hasil yang diterimanya selama mereka terhindar dari dosa memakan *riba* sehingga tidak terjadi *withdrawal risk*. Isu utama berupa *asymmetric information* juga tidak perlu terjadi apabila pihak entrepreneur yang bermitra dengan bank syariah membagi seluruh informasi yang dimiliki dan bersifat *amanah* dalam menjalankan usahanya.

Terkait dengan isu *asymmetric information*, Allah SWT memerintahkan umat Muslim untuk tidak menyembunyikan kebenaran, tidak berbuat curang, memenuhi janji

atau akad yang sudah dibuat sebagaimana yang tertulis dalam QS. Al-Baqarah ayat 42, QS. Al-Muthaffifin ayat 1 – 3, dan QS. Al-Maidah ayat 1 sebagai berikut:

*“Dan janganlah kamu mencampuradukkan kebenaran dengan kebatilan dan janganlah kamu menyembunyikan kebenaran, sedang kamu mengetahui”* (QS. Al-Baqarah:42)

*“Kecelakaan besarlah bagi orang-orang yang curang. (Yaitu) orang-orang yang apabila menerima takaran dari orang lain mereka minta dipenuhi. Dan apabila mereka menakar atau menimbang untuk orang lain, mereka mengurangi”* (QS. Al-Muthaffifin ayat 1 – 3)

*“Hai orang-orang yang beriman, penuhilah akad-akad itu”* (QS. Al-Maidah: 1)

Ayat-ayat di atas menjelaskan bahwa seorang Muslim wajib menyampaikan seluruh informasi yang dimiliki sesuai dengan kenyataan dan tidak menyembunyikannya sehingga tidak memberikan kemudahan bagi orang lain. Di samping itu, perbuatan curang atau perilaku oportunistis (perbuatan yang hanya mengutamakan kepentingannya sendiri dengan cara merugikan orang lain) juga mendapatkan ancaman berupa kerugian dan kebinasaan. Apabila seorang Muslim terlibat dalam akad atau perjanjian, maka wajib bagi mereka untuk menepati janji sekecil apapun. Ajaran Islam yang diamalkan secara komprehensif oleh seluruh *stakeholder* akan menghilangkan hambatan bagi bank syariah untuk menggunakan mekanisme *risk-sharing* sehingga dapat mencapai kondisi ideal bagi praktik perbankan syariah. Kondisi ideal ini dapat terwujud apabila seluruh *stakeholder* memiliki komitmen yang kuat untuk mewujudkan *maqashid al-shariah* dengan tujuan memperoleh *falah* baik di dunia maupun di akhirat. Namun pada kenyataannya, *murabahah syndrome* masih terjadi yang mengindikasikan bahwa struktur perbankan syariah lebih dibentuk oleh insentif ekonomi daripada nilai-nilai religiusitas (Aggarwal & Yousef, 2000).

Meskipun *debt-based financing* mendominasi pembiayaan pada bank syariah akibat kompleksitas dan risiko dalam praktik pembiayaan *equity-based financing*, nampaknya bank syariah di beberapa negara, seperti di Iran, Indonesia dan Pakistan, memberikan atensi yang cukup besar untuk mengaplikasikan *equity-based financing* seperti yang ditunjukkan pada Gambar 1.1. Perbedaan yang mencolok mengenai porsi

penggunaan *equity-based financing* oleh bank syariah di beberapa negara masih menjadi pertanyaan besar dan teka-teki. Meskipun demikian, faktor-faktor yang mempengaruhi perbedaan ini masih kurang dieksplorasi lebih jauh. Tidak banyak studi empiris yang memberikan fokus penelitian mereka untuk memeriksa determinan *equity-based financing* pada bank syariah dalam konteks lintas negara. Kebanyakan studi hanya fokus memeriksa faktor-faktor yang mempengaruhi porsi pembiayaan ini dalam konteks satu negara sehingga tidak bisa menjawab fenomena *murabahah syndrome* dari perspektif global (Hadi, 2019; Ibrahim et al., 2021; Minhat & Dzolkarnaini, 2016; Nugraheni & Alimin, 2020; Risfandy et al., 2020).

Sejauh pengetahuan penulis, isu dalam konteks lintas negara baru diinvestigasi oleh Alam & Parinduri (2017) dan Meslier et al. (2020). Studi yang dilakukan oleh Alam & Parinduri (2017) mengaitkan pembiayaan jenis ini dengan *institutional environment* yang bersifat formal atau *formal institution*. *Formal institution* merupakan aturan main atau batasan yang dibuat untuk memandu perilaku individu (Klein, 1998; North, 1990). Institusi yang dimaksud dalam penelitian tersebut berkaitan dengan lingkungan kontraktual dan regulasi bisnis di mana bank syariah beroperasi. Temuannya menunjukkan bahwa *formal institution* tidak memiliki pengaruh terhadap porsi *equity-based financing*. Dengan kata lain, semakin baik lingkungan kontraktual dan regulasi bisnis tidak mendorong bank syariah untuk mengalihkan *debt-based financing* menjadi *equity-based financing*.

Lebih lanjut, studi yang dilakukan oleh Meslier et al. (2020) memeriksa bagaimana peran dualitas Dewan Pengawas Syariah (DPS), yang merupakan tata kelola syariah untuk memastikan kepatuhan syariah, terhadap *equity-based financing*. Temuannya menunjukkan dualitas DPS, peran ganda DPS yang juga sebagai dewan komisaris, memiliki peran positif untuk mendorong *equity-based financing* yang lebih murni syariah. Namun demikian, peran dualitas DPS berkurang saat bank syariah beroperasi pada *formal institution* yang lebih baik yang menunjukkan adanya peran substitusi antara DPS dan *formal institution*. Temuan ini secara implisit menyatakan bahwa *formal institution* yang baik dapat mendorong *equity-based financing*. Dengan demikian, studi Alam & Parinduri (2017) dan Meslier et al. (2020) memberikan temuan yang inkonsisten mengenai pengaruh *formal institution* terhadap porsi *equity-based*

*financing*. Perbedaan temuan ini memberikan gap penelitian untuk penyelidikan lebih lanjut.

Tujuan pertama dari penelitian dalam disertasi ini adalah untuk menginvestigasi kembali pengaruh dari *formal institution* terhadap porsi penggunaan *equity-based financing* lintas negara. Penelitian ini berbeda dari penelitian sebelumnya dalam dua hal. Pertama, Alam & Parinduri (2017) dan Meslier et al. (2020) menggunakan lingkungan kontraktual dan regulasi bisnis sebagai ruang lingkup *formal institution*, sedangkan penelitian ini menggunakan *formal institution* dengan cakupan yang lebih luas meliputi *rule of law*, kontrol terhadap tindakan korupsi, lingkungan politik dan ekonomi. Menurut Li & Zahra (2012), lingkungan politik dan ekonomi yang lebih kondusif juga diperlukan untuk mendukung penegakan kontrak agar biaya transaksi dapat diminimalisir. Sebagai contoh, tingkat korupsi yang tinggi dapat menghalangi bank untuk menyalurkan pembiayaan berisiko karena ketidakpastian penegakan hukum di pengadilan jika terjadi wanprestasi pada debitur (Weill, 2010, 2011). Ketidakpastian ini pada akhirnya berimplikasi pada peningkatan biaya transaksi dan mempengaruhi preferensi bankir. Kedua, Meslier et al. (2020) lebih menekankan analisisnya dari sudut pandang religiusitas melalui peran tata kelola syariah dalam mendorong penggunaan *equity-based financing* yang dianggap lebih murni syariah, sedangkan penelitian ini menganalisis determinan *equity-based financing* melalui sudut pandang biaya transaksi dan perilaku pengambilan keputusan berisiko (*risk-taking behavior*) karena operasi bank syariah memiliki insentif ekonomi yang jauh lebih besar daripada insentif religiusitas (Aggarwal & Yousef, 2000). Akibat permasalahan *asymmetric information* yang lebih parah, pembiayaan berbasis *risk-sharing* dipersepsikan memiliki potensi risiko dan biaya transaksi yang jauh lebih tinggi. Selain itu, profil risiko bankir juga turut mempengaruhi pilihan portofolio aset pada bank syariah (Minhat & Dzolkarnaini, 2016).

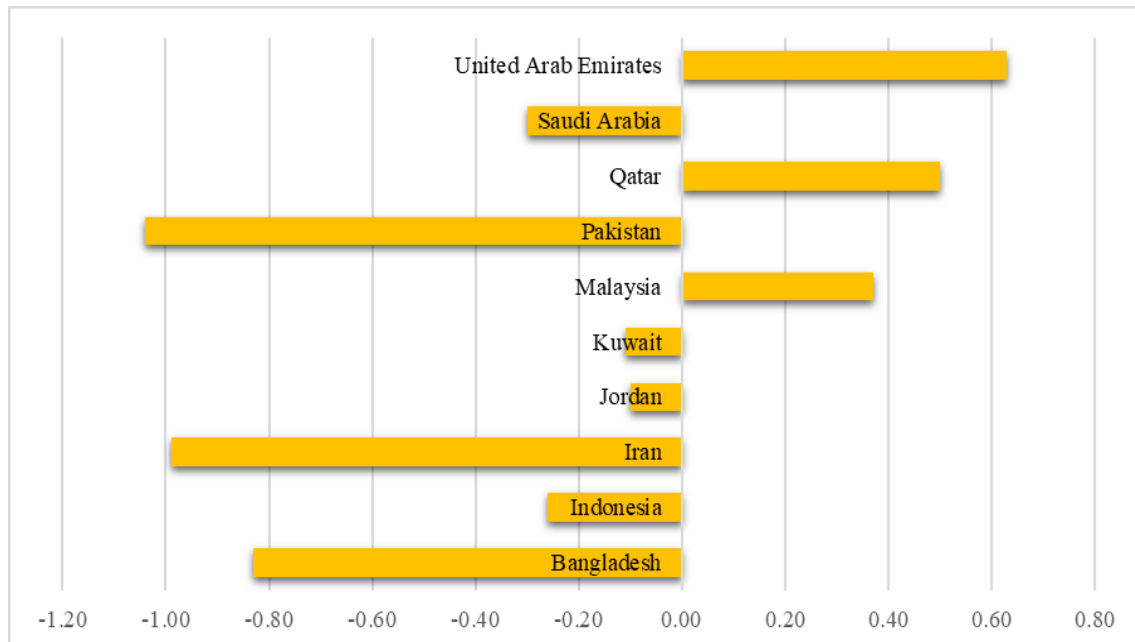
Literatur teoritis perbankan Syariah menunjukkan bahwa *formal institution* dan *equity-based financing* saling berkaitan. Misalnya, Aggarwal & Yousef (2000) berpendapat bahwa kurangnya penggunaan *equity-based financing* merupakan respon rasional dari para bankir syariah karena sebagian besar bank syariah beroperasi di negara-negara berkembang dengan karakteristik ekonomi yang tidak efisien dan lingkungan kontraktual yang rentan terhadap masalah keagenan. Dengan demikian, peningkatan kualitas *formal institution*, yang menyediakan struktur transaksi ekonomi dalam kondisi

*asymmetric information* dan biaya transaksi yang tinggi, dapat mendorong penggunaan pembiayaan ini (Abdul-Rahman et al., 2014; Akin et al., 2016).

Studi empiris sebelumnya pada perbankan konvensional dan syariah menunjukkan bahwa *formal institution* (diukur menggunakan *legal environment*, *law enforcement*, *political institution*, *control of corruption*, dan *creditor rights*) mempengaruhi kinerja bank (Malim & Normalini, 2018; Zhang et al., 2012), pinjaman bank (Weill, 2011), pengambilan risiko bank (Ashraf, 2017; Danlami et al., 2023; Houston et al., 2010; Rashid et al., 2023), dan keputusan permodalan bank (Bitar & Tarazi, 2019, 2022). Kami berpendapat bahwa jika *formal institution* yang efektif dapat mempengaruhi pengambilan risiko bank dan pengambilan keputusan lainnya di lembaga perbankan, maka diharapkan *formal institution* juga berdampak pada portofolio aset bank syariah. Oleh karena itu, kami berharap *formal institution* yang lebih baik akan meningkatkan pembiayaan berbasis ekuitas karena bank syariah memerlukan dukungan *formal institution* yang lebih baik untuk menyalurkan *equity-based financing* yang memiliki biaya transaksi yang tinggi dan dipersepsikan memiliki risiko yang lebih besar. Dugaan ini sejalan dengan laporan yang menyatakan bahwa bank dengan lingkungan hukum yang berfungsi dengan baik akan meningkatkan pembiayaan berisiko dengan permasalahan asimetris yang tinggi dalam portofolio asetnya (Haselmann & Wachtel, 2010). Selain itu, *formal institution* yang sehat dan komprehensif mendorong bankir syariah untuk meningkatkan kapitalisasi mereka (Bitar et al., 2018), sedangkan permodalan yang lebih tinggi mendorong bankir syariah untuk berinvestasi pada aset yang lebih berisiko (Basher et al., 2017). Oleh karena itu, kami berharap *formal institution* mempunyai dampak positif terhadap pembiayaan berbasis ekuitas.

Gambar 1.2 menunjukkan data kualitas *formal institution* dengan menggunakan nilai rata-rata dari *World Governance Index* (WGI) lintas negara pada tahun 2011 sampai dengan 2019. Nilai WGI berkisar dari  $-2.5$  hingga  $+2.5$  dengan nilai yang lebih tinggi menunjukkan kualitas *formal institution* yang lebih baik. Berdasarkan data tersebut, nilai rata-rata kualitas *formal institution* negara-negara di mana bank syariah beroperasi adalah sebesar  $-0.16$  yang mengindikasikan bahwa kualitas *formal institution* belum berkembang dengan baik sejalan dengan pandangan Aggarwal & Yousef (2000). Beberapa negara yang memiliki kualitas *formal institution* yang baik adalah negara United Arab Emirates, Qatar, dan Malaysia. Keberagaman data kualitas *formal institution*

ini dianalisis lebih lanjut apakah mampu menjelaskan variasi penggunaan *equity-based financing* sehingga dapat melengkapi hasil temuan sebelumnya yang masih belum konklusif.



**Gambar 1. 2. Kualitas Formal Institution Lintas Negara tahun 2011-2019**

Sumber: [worldbank.org](http://worldbank.org)

Selain menimbulkan gap karena temuan yang belum konklusif, studi Alam & Parinduri (2017) dan Meslier et al. (2020) hanya memeriksa *institutional environment* yang bersifat formal. Padahal, *institutional environment* terdiri dari *formal* dan *informal institution* (Davis & North, 1971; North, 1990). Menurut Dar & Presley (2000), selain *formal institution*, *national culture* yang merupakan salah satu bentuk dari *informal institution* juga perlu mendapatkan perhatian dalam pengaturan *equity-based financing* pada bank syariah. *National culture* merupakan seperangkat norma, perilaku yang diharapkan, keyakinan, dan nilai-nilai bersama yang menjadi panduan prinsip dalam kehidupan masyarakat (Hofstede, 2001). *National culture* berpengaruh langsung terhadap perilaku individu dalam pengambilan keputusan dengan membatasi serangkaian pilihan individu sehingga memberikan insentif dan disinsentif untuk terlibat dalam perilaku dan kegiatan tertentu (North, 1990). Aturan *formal institution* yang sama apabila diterapkan dalam *culture* yang berbeda dapat memberikan hasil ekonomi yang berbeda (North, 1990). Untuk itu, tujuan kedua penelitian ini adalah untuk memeriksa apakah *national*

*culture* memiliki peran mempengaruhi portofolio aset bank syariah, khususnya porsi penggunaan *equity-based financing*.

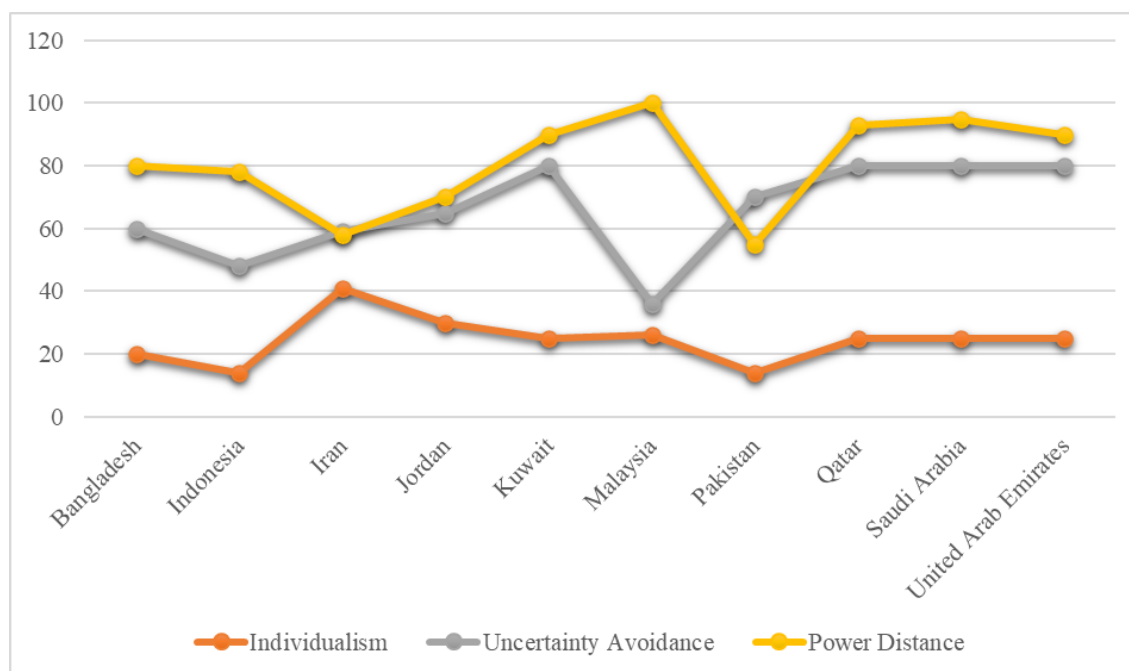
Literatur perbankan konvensional menunjukkan bahwa *national culture* mempengaruhi pengambilan risiko bank (Ashraf et al., 2016; Kanagaretnam et al., 2014; Mourouzidou-Damtsa et al., 2019), kinerja bank (Boubakri et al., 2017), kegagalan bank (Berger et al., 2021), dan keputusan permodalan bank (Bitar & Tarazi, 2022). Sebagai contoh, pengambilan risiko bank secara signifikan lebih tinggi di negara dengan nilai budaya *individualism* yang tinggi, *uncertainty avoidance* dan *power distance* yang rendah yang merupakan dimensi-dimensi dari *national culture* (Ashraf et al., 2016; Kanagaretnam et al., 2014; Mourouzidou-Damtsa et al., 2019). Nilai budaya *individualism* dikaitkan dengan kecenderungan individu untuk fokus pada atribut internal untuk membedakan dirinya dari orang lain, penekanan pada kesuksesan individu, otonomi dan orientasi diri (Hofstede, 2001). Individu dengan nilai budaya *uncertainty avoidance* yang tinggi cenderung merasa terancam oleh situasi yang ambigu atau tidak diketahui, tidak mudah menerima dan merasa terganggu dengan ketidakpastian di masa depan sehingga berusaha menghindari situasi yang tidak pasti (Hofstede, 2001; Hofstede et al., 2010). *Power distance* didefinisikan sebagai sejauh mana anggota dalam suatu organisasi atau lembaga yang memiliki posisi yang lemah mengharapkan agar kekuasaan didistribusikan secara merata (Hofstede et al., 2010).

Sebuah studi empiris terbaru oleh Berger et al. (2021) mengungkapkan bahwa *national culture* memainkan peran penting dalam memahami kegagalan bank di seluruh dunia. Mereka menemukan bahwa *individualisme* berdampak positif terhadap kegagalan bank. Temuan mereka menunjukkan bahwa bank di negara individualistis cenderung memilih portofolio dengan ekspektasi imbal hasil dan risiko yang tinggi dengan mengorbankan modal bank, sehingga mereka memiliki potensi kegagalan yang tinggi. Mendukung temuan ini, Bitar & Tarazi (2022) melaporkan bahwa bank di negara-negara individualistis memilih untuk memiliki modal yang lebih sedikit untuk terlibat dalam proyek investasi jangka panjang yang lebih berisiko. Kedua penelitian ini menunjukkan bahwa faktor budaya dapat mempengaruhi kegagalan bank dan keputusan bank melalui pengambilan risiko dalam penyaluran pinjaman bank. Meskipun literatur menunjukkan bahwa *national culture* memiliki peran penting dalam konteks bank konvensional, namun faktor ini belum mendapat banyak perhatian dalam studi empiris di perbankan syariah.

Dalam penelitian ini, kami menduga bahwa *national culture* juga dapat mempengaruhi *equity-based financing* karena pembiayaan ini biasanya diterapkan pada proyek jangka medium dan panjang dan dianggap berisiko (Aggarwal & Yousef, 2000).

Selain saluran perilaku pengambilan risiko, kepercayaan sosial juga dapat menjelaskan hubungan ini karena menentukan besaran biaya transaksi. Menurut Aggarwal & Goodell (2014), *national culture* memainkan peran penting dalam membentuk kepercayaan sosial, sedangkan dalam literatur *trust* hubungan antara bank-entrepreneur berpendapat bahwa kepercayaan sosial dapat mengurangi masalah *asymmetric information* dan biaya transaksi (Howorth & Moro, 2006). Biaya transaksi *equity-based financing* kemungkinan akan menurun pada negara dengan *social trust* yang tinggi sehingga bankir syariah memilih pembiayaan ini dengan harapan mendapatkan profit yang tinggi. Sebaliknya, pada negara dengan *social trust* yang rendah, *equity-based financing* memiliki biaya transaksi yang tinggi dan membuatnya menjadi tidak menarik. Bankir syariah akan mengakomodir kebutuhan para *shareholder* dan deposan yang rasional akan kepastian keamanan dana mereka sehingga cenderung memilih portofolio aset yang lebih aman seperti *debt-based financing*. Oleh karena itu, kami menduga bahwa *national culture* kemungkinan berpengaruh terhadap *equity-based financing* karena bankir syariah memerlukan kepercayaan yang tinggi ketika menyalurkan pembiayaan ini kepada nasabah pembiayaan.

Gambar 1.3 menunjukkan dimensi *national culture* untuk negara-negara di mana bank syariah beroperasi. Secara rata-rata, nilai *individualism* pada negara-negara tersebut tergolong cukup rendah karena masih di bawah nilai tengah 50 (dalam rentang nilai 0 – 100). Negara-negara di GCC seperti Kuwait, Qatar, Saudi Arabia dan United Arab Emirates memiliki indeks budaya *power distance* dan *uncertainty avoidance* yang tinggi dan seragam. Dari data ini sekilas dapat menjelaskan dominasi *debt-based financing* hingga 100 persen pada negara-negara di kawasan GCC. Penggunaan *equity-based financing* yang cukup signifikan di negara Iran, Indonesia, dan Pakistan kemungkinan karena nilai *power distance* dan *uncertainty avoidance* di negara-negara ini tidak setinggi pada negara-negara di kawasan GCC. Penggunaan *equity-based financing* di Malaysia yang jauh lebih rendah daripada di Indonesia kemungkinan disebabkan Malaysia memiliki nilai budaya *power distance* yang paling tinggi dari negara-negara lainnya (nilai 100 merupakan nilai maksimal dalam rentang nilai 0 – 100).



**Gambar 1. 3. Dimensi National Culture Lintas Negara**

Sumber: [hofstede-insights.com](http://hofstede-insights.com)

Terakhir, penelitian ini turut mempertimbangkan *joint effect* atau efek moderasi antara *formal institution* dan *national culture* terhadap *equity-based financing*. Menurut North (1990), ketika diterapkan dalam budaya yang berbeda, aturan *formal institution* yang sama dapat menghasilkan hasil ekonomi yang berbeda. *Formal institution* akan menjadi lebih mahal untuk ditegakkan jika tidak sejalan dengan budaya yang tertanam dalam masyarakat (Boettke dan Coyne, 2009) sehingga tidak dapat dilaksanakan dengan efektif (Pistor et al., 2000). Sebaliknya, apabila *formal institution* sejalan dengan aturan informal maka biaya implementasinya akan relatif lebih murah, diterima, didukung dan dikembangkan secara terus menerus (Weingast, 1995). Secara empiris, Bitar & Tarazi (2022) menemukan adanya efek moderasi antara kedua variabel terhadap keputusan permodalan bank. Berdasarkan literatur tersebut, *national culture* kemungkinan memiliki efek moderasi terhadap hubungan antara *formal institution* dan *equity-based financing*. Para bankir akan semakin memiliki insentif untuk menggunakan lebih banyak *equity-based financing* jika mendapat dukungan dari *formal institution* yang mampu mengakomodir risiko uniknya pada masyarakat dengan nilai budaya yang mendorong *social trust* yang tinggi.

Penelitian ini menggunakan ukuran *equity-based financing to total financing* sebagai proksi utama *equity-based financing* mengikuti beberapa studi lainnya (Alam & Parinduri, 2017; Ibrahim et al., 2021; Meslier et al., 2020; Risfandy et al., 2020). Variabel *formal institution* diproksi dengan menggunakan *World Governance Index* (WGI) yang dikembangkan oleh Kaufmann et al. (2009) bersama timnya di *World Bank Institute* sejak tahun 1996. Indeks ini merupakan indeks *governance structure* dengan indikator komposit yang sudah digunakan secara luas (Arndt, 2008; Da Cruz & Marques, 2017). Pendekatan untuk membuat indeks ini menggunakan metode statistik untuk menstandarkan data dari beragam sumber berbasis persepsi dan menggabungkan banyak indikator untuk mengukur enam dimensi tata kelola yaitu *voice and accountability*, *political stability*, *government effectiveness*, *regulatory quality*, *rule of law*, dan *control of corruption* (Kaufmann et al., 2009). Indeks ini memiliki beberapa keunggulan dibandingkan dengan ukuran *formal institution* yang lain yang tersedia karena menggunakan dimensi institusi terlengkap (Li & Zahra, 2012), mencakup hampir semua negara yang ada di dunia, dibangun dengan menggunakan beragam sumber yang terpercaya, dan dimensinya dibangun dengan beragam indikator yang informatif tentang tata kelola yang tidak teramati dan memiliki margin error yang kecil (Kaufmann et al., 2009). Penggunaan WGI dapat memungkinkan pengembangan kualitas *formal institution* yang lebih lengkap dapat dibandingkan antar negara. Contoh beberapa studi yang telah menggunakan indeks ini dalam penelitian mereka adalah Aggarwal & Goodell (2010), Ashraf et al. (2016), Lewellyn & Bao ‘Rosey’ (2014), Li & Zahra (2012), dan Slangen & Van Tulder (2009).

Penelitian ini fokus menggunakan tiga dimensi budaya yang dibangun oleh Hofstede (Hofstede, 1984, 2001; Hofstede et al., 2010) yaitu *individualism*, *uncertainty avoidance*, dan *power distance*. Ketiga dimensi diidentifikasi sebagai pendorong utama variasi budaya lintas negara di dalam literatur (Boubakri et al., 2017) dan merupakan dimensi yang relevan untuk melihat perilaku bankir dalam menyalurkan *equity-based financing* karena berkaitan dengan *bank-risk taking* (Ashraf et al., 2016). Indeks nilai-nilai budaya yang dibangun oleh Hofstede merupakan dimensi budaya yang diterima secara luas sejak Hofstede memublikasikan hasilnya pada tahun 1980-an (Hofstede, 1984) dan seringkali digunakan oleh banyak peneliti dalam bidang bisnis untuk mewakili *national culture* (Chui et al., 2010). Setiap negara memiliki skor nilai

budaya dari 0 hingga 100 yang mencerminkan posisi relatif suatu negara versus negara lain dan bukan sebagai nilai absolut. Banyak studi sudah menggunakan indeks ini (Sebagai contoh Ashraf et al., 2016; Boubakri & Saffar, 2016; Illiashenko & Laidroo, 2020; Kanagaretnam et al., 2014; Lewellyn & Bao ‘Rosey’, 2014; Lewellyn & Bao ‘Rosey’, 2017; Li et al., 2013; Li & Zahra, 2012).

Walaupun penggunaan indeks budaya Hofstede masih mendapatkan sejumlah kritikan, Hofstede mampu menjawabnya dan tidak mengurangi popularitas dan luasnya penggunaan indeks ini. Salah satu kritik disampaikan oleh Shenkar (2001) yang berpendapat bahwa budaya bersifat dinamis dan dapat berubah dari waktu ke waktu. Kekhawatiran ini sebenarnya bisa dikatakan valid karena sejak indeks budaya Hofstede dipublikasikan, tingkat *individualisme* sebagian besar masyarakat di seluruh dunia telah meningkat (Beugelsdijk et al., 2015; Santos et al., 2017). Namun demikian, penyelidikan lebih lanjut menunjukkan bahwa peningkatan tersebut terjadi secara absolut sedangkan posisi relatif antar negara tetap stabil (Beugelsdijk et al., 2015; Santos et al., 2017) sehingga kerangka budaya Hofstede masih relevan untuk digunakan dalam analisis lintas negara. Kritikan lain disampaikan oleh Baskerville (2003) bahwa terdapat penolakan secara universal dalam ilmu antropologi dan sosiologi terhadap indeks budaya Hofstede karena menyamakan *nation* dengan *culture* serta keterbatasan dalam menguantifikasi *culture* ke dalam dimensi dan matriks budaya. Hofstede (2003) membenarkan bahwa *nation* bukanlah unit terbaik untuk mempelajari *culture* tetapi *nation* menjadi satu-satunya unit yang tersedia sebagai perbandingan dan lebih baik daripada tidak ada sama sekali. Hofstede juga melakukan validasi indeks dengan mengorelasikan skor dimensi budaya terhadap data-data kuantitatif baik secara mikro maupun makro dan menemukan lebih dari 400 korelasi yang signifikan.

Sebagai *robustness check*, penelitian ini juga menggunakan ukuran yang lain berupa rasio *equity-based financing* terhadap total aset dan rasio *equity-based financing* terhadap *debt-based financing* sebagai proksi variabel dependen yang lain, indeks *International Country Risk Guide* (ICRG) seperti yang digunakan oleh Li et al. (2013) sebagai proksi *formal institution* dan kerangka *national culture* lain yang dibangun oleh House et al. (2004) dan Tang & Koveos (2008). Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini mengadopsi variabel kontrol yang digunakan oleh Meslier et al. (2020) berupa faktor spesifik bank (*profitability*, *solvency risk*, *credit risk*, dan ukuran bank) dan

juga variabel makroekonomi (inflasi, GDP, *GDP growth*, dan *Herfindahl Hirschmann Index*). Variable kontrol tambahan lainnya adalah preferensi para deposan berupa dana *syirkah* temporer (*risk-sharing deposits*) mengikuti Šeho et al. (2020) untuk melihat bagaimana disiplin pasar terutama dari para deposan pada saat bank syariah menggunakan *equity-based financing*. Penelitian ini juga menggunakan *legal origin* sebagai variabel kontrol tambahan lainnya karena *legal origin*, baik itu *civil law* maupun *common law*, keduanya memiliki fitur unik yang berbeda berupa perkembangan lembaga *information sharing* dan *creditor right* yang menjadi determinan penting bagi perkembangan pasar kredit (Djankov et al., 2007).

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data bank syariah secara individual yang berada di kawasan Timur Tengah, Asia Selatan, dan Asia Tenggara, data WGI, ICRG, dan indeks dimensi *national culture* dari tahun 2011 sampai dengan 2019. Tiga kawasan ini dipilih karena telah menjadi pusat gravitasi keuangan Islam dan populasi Muslim terbesar ada di kawasan ini. Periode penelitian tersebut digunakan dengan pertimbangan untuk menghindari peristiwa krisis keuangan global pada tahun 2007 dan 2008 yang akan membuat data menjadi anomali. Data berasal dari berbagai sumber seperti *annual report bank*, *World Bank*, database BankFocus, Hofstede (2001), Tang & Koveos (2008) dan House et al. (2004). Penelitian ini menggunakan metode estimasi berupa *random effect generalized least square* (GLS) yang memungkinkan model penelitian memasukkan variabel yang tidak bervariasi berdasarkan waktu (*time-invariant*), seperti *national culture* dan *legal origin* (Abedifar et al., 2013; Bitar & Tarazi, 2022). Sebagai *robustness check*, metode *two-way system Generalized Method of Moments* (GMM) digunakan mengikuti Meslier et al. (2020) dan Šeho et al. (2020) untuk mengantisipasi kemungkinan penggunaan *equity-based financing* dipengaruhi oleh penggunaan pembiayaan jenis ini pada tahun sebelumnya.

## 1.2. Masalah, Gap, dan Novelty Penelitian

Penelitian dengan topik *equity-based financing* terus menjadi perhatian oleh akademisi akibat dominasi *debt-based financing* dengan mengorbankan pembiayaan murni syariah sehingga menimbulkan sebuah dilema berupa *Murabahah syndrome*. Dilema ini menuai banyak kritik baik dari kalangan Ulama syariah maupun para akademisi. *Equity-based financing* merupakan spirit bank syariah dan menjadi ciri khas

yang membedakan sistem perbankan syariah dengan sistem perbankan konvensional. Dengan fitur *risk-sharing*, bank syariah dianggap mampu bertahan pada saat krisis keuangan karena risiko keuangan dibagi antara bank syariah (kreditur), investor, dan entrepreneur (debitur). Penelitian dengan topik ini didominasi dengan pembahasan dari sisi teori yang bersifat normatif seperti bagaimana peran mekanisme *risk-sharing* terhadap ketahanan bank syariah menghadapi krisis keuangan, sebagai mediasi penggerak ekonomi riil, dan memiliki implikasi terhadap kesejahteraan sosial (Ahmed, 2010; Askari & Mirakhor, 2014; Daly & Frikha, 2016; Mansour et al., 2015). Studi lainnya membahas secara mendalam hambatan dan tantangan dalam pelaksanaan pembiayaan berbasis *risk-sharing* (Abdul-Rahman et al., 2014; Ahmed, 2008; Dar & Presley, 2000) dan mencari solusi seperti melalui manajemen risiko yang lebih spesifik (Astrom, 2013), keterlibatan pemerintah untuk menyediakan penjaminan pembiayaan (Hassan & Soumaré, 2015), dan modifikasi model pembiayaan hibrid dengan melibatkan *supplier* (Fakir et al., 2019) agar pembiayaan jenis ini dapat terus ditingkatkan.

Studi empiris dengan topik *equity-based financing* telah banyak dilakukan. Beberapa diantaranya dilakukan untuk mencari hubungan *equity-based financing* dengan risiko kredit (Belkhaoui et al., 2020; Farihana & Rahman, 2020; Warninda et al., 2019) dan risiko likuiditas (Jedidia, 2020). Studi lainnya mencoba mencari determinan pembiayaan ini dengan memberikan atensi pada satu negara seperti di Indonesia (Ibrahim et al., 2021; Nugraheni & Alimin, 2020; Risfandy et al., 2020), Pakistan (Hadi, 2019) dan Malaysia (Minhat & Dzolkarnaini, 2016) dengan ruang lingkup analisis yang berbeda-beda. Penelitian Risfandy et al. (2020) menitikberatkan kepada kompetisi dan fundamental bank syariah, Nugraheni & Alimin (2020) dan Hadi (2019) fokus melihat dari perspektif karyawan bank syariah, Ibrahim et al. (2021) melihat fundamental bank, faktor makro, dan religiusitas, dan Minhat & Dzolkarnaini (2016) melihatnya dari sisi perusahaan debitur yang menggunakan pembiayaan dari bank syariah. Perbedaan penggunaan pembiayaan berbasis *risk-sharing* yang hanya fokus pada satu negara tidak mampu menjelaskan variasi penggunaan *equity-based financing* secara global. Investigasi untuk menemukan faktor yang menentukan penggunaan *equity-based financing* lintas negara perlu dilakukan mengingat *Murabahah syndrome* terjadi hampir di seluruh bank syariah di dunia dan juga mengingat *equity-based financing* dengan konsep *risk-sharing* merupakan karakteristik utama dari bank syariah yang

penggunaannya sangat didorong oleh Ulama syariah dan banyak akademisi. Untuk itu, studi lintas negara diharapkan dapat menangkap fenomena dari perspektif global.

Sepanjang pengetahuan kami, studi lintas negara hanya dilakukan oleh Alam & Parinduri (2017) dan Meslier et al. (2020). Alam & Parinduri (2017) menggunakan *institutional environment* berupa *formal institution* sebagai determinan dari *equity-based financing* dan tidak menemukan pengaruh faktor ini terhadap *equity-based financing*. Sebaliknya, Meslier et al. (2020) justru menemukan bahwa *formal institution* memiliki peran substitusi dengan tata kelola syariah untuk meningkatkan *equity-based financing*. Adanya perbedaan temuan dari dua studi ini menimbulkan gap penelitian berupa pentingnya penyelidikan lebih lanjut mengenai peran *institutional environment* terhadap *equity-based financing*.

Penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya dan memberikan kebaruan (*novelty*) penelitian sebagai berikut:

1. Studi yang dilakukan Alam & Parinduri (2017) dan Meslier et al. (2020) hanya menggunakan *institutional environment* yang bersifat formal berupa lingkungan kontraktual sedangkan pada penelitian ini menggunakan cakupan yang lebih luas yang meliputi *formal institution* dan *national culture*. Penelitian ini memberikan perspektif *formal institution* yang lebih luas di samping lingkungan kontraktual yang meliputi *voice and accountability*, *political stability*, *government effectiveness*, *regulatory quality*, *rule of law*, dan *control of corruption* dengan menggunakan indeks yang dibangun oleh Kaufmann et al. (2009). Indeks ini sudah digunakan secara luas sebagai proksi *formal institution* dalam banyak studi empiris (Arndt, 2008; Da Cruz & Marques, 2017) dan lebih komprehensif dibandingkan indeks serupa lainnya (Li & Zahra, 2012). Selain *formal institution*, penelitian ini juga mempertimbangkan faktor *national culture* yang merupakan bentuk dari *informal institution*. Di dalam banyak studi empiris, *national culture* ditemukan mempengaruhi perilaku bankir dalam mengambil keputusan yang berisiko (Ashraf et al., 2016; Illiashenko & Laidroo, 2020; Kanagaretnam et al., 2014; Mourouzidou-Damtsa et al., 2019). Baik *formal* maupun *informal institution* memiliki peran penting terhadap kinerja pasar kredit (Christie, 2013) dan turut menjelaskan kurangnya penggunaan *equity-based financing* baik pada bisnis modal ventura syariah maupun pada bank syariah (Abdul-Rahman et al., 2014; Suzuki & Miah, 2016). Studi mengenai pengaruh *formal institution* dan

*national culture* terhadap luaran ekonomi sudah banyak dilakukan dalam studi lintas negara seperti terhadap variasi penggunaan bisnis modal ventura (Li & Zahra, 2012), variasi aktivitas IPO (Lewellyn & Bao ‘Rosey’, 2014), kesempatan entrepreneurship (Fuentelsaz et al., 2019), *risk-taking* pada perusahaan (Li et al., 2013), dan *risk-taking behavior* pada sektor perbankan (Ashraf et al., 2016; Kanagaretnam et al., 2014). Penelitian ini melengkapi studi yang sudah ada dengan melakukan uji secara empiris mengenai bagaimana pengaruh *formal institution* sekaligus *national culture* terhadap *equity-based financing* pada bank syariah yang belum pernah diteliti sebelumnya.

2. *Formal institution* tertanam dalam latar belakang *national culture* yang berbeda (Fukuyama, 1995; Hofstede, 2001) dan keduanya dapat saling berinteraksi untuk mempengaruhi aktivitas perekonomian (Helmke & Levitsky, 2004). Untuk itu, selain memeriksa pengaruh *formal institution* dan *national culture* terhadap *equity-based financing*, studi ini juga memeriksa pengaruh *joint effect* atau efek moderasi dari keduanya terhadap *equity-based financing* seperti yang dilakukan oleh studi sebelumnya terkait aktivitas ekonomi lainnya (Bitar & Tarazi, 2022; Fuentelsaz et al., 2019; Lewellyn & Bao ‘Rosey,’ 2014; Li & Zahra, 2012).
3. Studi ini menawarkan determinan yang dianalisis dengan memberikan penekan pada biaya transaksi dan preferensi bankir dalam mengambil keputusan berisiko. Penelitian ini berbeda dengan yang dilakukan oleh Alam & Parinduri (2017) dan Meslier et al. (2020). Alam & Parinduri (2017) hanya memberikan penekanan buruknya kualitas lingkungan kontraktual di negara-negara mayoritas Muslim, sedangkan Meslier et al. (2020) menawarkan determinan dengan menekankan analisisnya pada sudut pandang religiusitas. Secara teoretis, Abdul-Rahman et al. (2014) dan Suzuki & Miah (2016) membahas keterkaitan *institutional environment* terhadap penggunaan *equity-based financing* baik pada bisnis modal ventura syariah maupun pada bank syariah dan menekankan pada biaya transaksi. Namun demikian, sejauh pengetahuan penulis, penentuan determinan dari *equity-based financing* dengan analisis pertimbangan biaya transaksi dan perilaku pengambilan keputusan berisiko secara empiris belum banyak mendapat perhatian dari para akademisi. Oleh karena itu, analisis empiris ini diharapkan dapat membantu menjawab pertanyaan mengenai variasi penggunaan *equity-based financing* lintas negara dan juga melengkapi penemuan yang sudah ada.

### 1.3. Pertanyaan Penelitian

Berdasarkan latar belakang, permasalahan dan gap penelitian yang sudah disampaikan sebelumnya di atas, penelitian ini bertujuan untuk menjawab pertanyaan penelitian sebagai berikut:

1. Apakah *formal institution* mempengaruhi porsi penggunaan *equity-based financing* di bank syariah?
2. Apakah *national culture* mempengaruhi porsi penggunaan *equity-based financing* di bank syariah?
3. Apakah *national culture* dapat menguatkan atau melemahkan pengaruh *formal institution* terhadap porsi penggunaan *equity-based financing* di bank syariah?

### 1.4. Tujuan Penelitian

Berdasarkan pertanyaan penelitian yang sudah dipaparkan di atas, maka penelitian ini memiliki tujuan untuk:

1. Meneliti dan menganalisis efek *formal institution* terhadap porsi penggunaan *equity-based financing* di bank syariah.
2. Meneliti dan menganalisis efek *national culture* terhadap porsi penggunaan *equity-based financing* di bank syariah.
3. Meneliti dan menganalisis apakah *national culture* dapat menguatkan atau melemahkan pengaruh *formal institution* terhadap penggunaan *equity-based financing* di bank syariah.

### 1.5. Kontribusi Penelitian

Penelitian ini memiliki kontribusi bagi akademisi, regulator, dan para bankir di bank syariah. Bagi akademisi, penelitian ini memiliki tiga kontribusi terhadap literatur yang ada. Pertama, meskipun literatur perbankan syariah menunjukkan bahwa *formal institution* yang komprehensif mempengaruhi kinerja, pengambilan risiko, dan keputusan permodalan di bank syariah (Bitar et al., 2018; Danlami et al., 2023; Malim & Normalini, 2018), pengaruhnya terhadap *equity-based financing* sejauh ini masih diabaikan. Temuan kami menunjukkan bahwa *formal institution* yang baik dan komprehensif dapat memberikan insentif kepada bank syariah untuk menggunakan lebih banyak pembiayaan berbasis ekuitas karena mendukung bank untuk mengurangi masalah *asymmetric*

*information* dan biaya transaksi. Kedua, kami berkontribusi pada literatur mengenai hubungan antara *national culture* dan *equity-based financing*. Temuan kami menunjukkan bahwa *national culture* mempengaruhi portofolio aset di bank syariah. Bank syariah yang beroperasi di negara-negara dengan nilai *individualisme* yang lebih rendah (*collectivism*), nilai *uncertainty avoidance* dan *power distance* yang lebih rendah memiliki insentif yang lebih besar untuk menggunakan *equity-based financing* karena mereka memiliki kepercayaan sosial yang lebih tinggi untuk membangun hubungan baik antara bank dan entrepreneur atau nasabah pembiayaan. Terakhir, kami mempertimbangkan efek moderasi *national culture* terhadap hubungan antara *formal institution* dan *equity-based financing* dan menemukan bahwa nilai budaya *individualisme* dan *uncertainty avoidance* yang tinggi dapat menghambat efektivitas *formal institution* yang baik dalam mendorong penggunaan pembiayaan ini di bank syariah.

Bagi regulator, hasil penelitian ini dapat memberikan implikasi kebijakan yang penting. Pemerintah dan regulator memainkan peran penting dalam meningkatkan kualitas *formal institution* yang menyediakan transaksi terstruktur untuk mengurangi permasalahan *asymmetric information*, lebih khusus lagi, untuk mengakomodasi risiko unik yang melekat pada *equity-based financing*. Karena penggunaan pembiayaan ini juga sangat dipengaruhi oleh *national culture* yang terkait dengan kepercayaan sosial, maka pemerintah dan regulator perlu menyediakan infrastruktur dan aturan main yang memadai untuk menciptakan kepercayaan sosial yang positif sekaligus mengurangi risiko pembiayaan. Mengingat *national culture* telah tertanam dalam masyarakat sejak lama, maka penggunaan pembiayaan berbasis ekuitas hanya akan berubah secara signifikan jika seluruh pemangku kepentingan, termasuk bank syariah, pemerintah, regulator, dan deposan, memiliki keinginan yang kuat untuk berubah. Selain insentif ekonomi, mereka harus kembali ke insentif religiusitas untuk mewujudkan distribusi sosial-ekonomi dan pendapatan yang lebih adil dan merata melalui pembiayaan berbasis ekuitas yang sesuai dengan prinsip-prinsip Islam.

Bagi para bankir, penelitian ini dapat memberikan informasi sekaligus masukan untuk mempertimbangkan kualitas *formal institution* dan *national culture* pada saat membuat kebijakan internal bank khususnya terkait pentingnya kontrak *ex-ante* yang lebih komprehensif untuk meminimalisir biaya transaksi akibat permasalahan *asymmetric*

*information* sebelum menyalurkan *equity-based financing*. Bank syariah juga perlu lebih memanfaatkan lembaga-lembaga *information sharing* untuk lebih mengenal para nasabah pembiayaan dan lembaga-lembaga penjaminan untuk memitigasi risiko kredit dari pembiayaan berbasis bagi hasil.

## 1.6. Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian ini fokus untuk memeriksa determinan yang mempengaruhi porsi pembiayaan *equity-based financing* dalam konteks lintas negara yaitu *institutional environment* yang meliputi *formal institution* dan *national culture*. Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif dan mereduksi pendekatan yang digunakan oleh Hofstede (2001) dalam membangun indeks *national culture* yang dilakukan melalui pendekatan kualitatif. Ruang lingkup analisis dari penelitian ini dibatasi pada masalah biaya transaksi dan perilaku pengambilan risiko (*risk-taking behavior*) para bankir. Penelitian ini menggunakan data laporan keuangan bank syariah secara individual yang berada di kawasan Timur Tengah, Asia Selatan, dan Asia Tenggara, data *World Governance Index* (Kaufmann et al., 2009), dan dimensi *national culture* yang dibangun oleh Hofstede (2001) mulai periode 2011 sampai dengan 2019. Untuk data laporan keuangan, penelitian ini hanya menggunakan laporan keuangan yang dibuat dengan menggunakan bahasa Indonesia, bahasa Melayu, atau bahasa Inggris. Data porsi *equity-based financing* yang dimaksud dalam penelitian ini meliputi akad *mudharabah*, *musharakah* dan *musharakah mutanaqishah* yang biasa diterapkan dalam produk pembiayaan perumahan (Abdul-rahman & Nor, 2016). Kebanyakan laporan keuangan bank syariah tidak membedakan akad *musharakah* murni dan *musharakah mutanaqishah*.

## 1.7. Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan laporan disertasi ini dibagi menjadi beberapa bab pembahasan yang terdiri dari:

### 1. Bab 1 Pendahuluan

Bab ini membahas latar belakang, masalah, gap dan *novelty* penelitian, pertanyaan dan tujuan penelitian, kontribusi, dan ruang lingkup penelitian.

## **2. Bab 2 Tinjauan Pustaka**

Bab ini membahas perkembangan dan konsep bank syariah, pembiayaan berbasis *profit and loss sharing* pada bank syariah, *Institutional Environment*, teori biaya transaksi, kontrak dan *property right*, *formal institution* dan *national culture*.

## **3. Bab 3 Kerangka Konseptual dan Hipotesa Penelitian**

Bab ini membahas teori-teori, konsep, dan studi empiris yang mendukung model penelitian serta pengajuan hipotesis penelitian.

## **4. Bab 4 Metodologi Penelitian**

Bab ini menyajikan uraian dari populasi, sampel, data, operasionalisasi variable, model penelitian, dan metode estimasi yang digunakan.

## **5. Bab 5 Analisis Hasil Penelitian**

Bab ini menampilkan hasil dari pengolahan data, uji model penelitian dan melakukan diskusi lebih lanjut dengan mengaitkan hasil penelitian dengan teori, konsep, dan hasil studi empiris sebelumnya.

## **6. Bab 6 Kesimpulan**

Bab ini menyampaikan kesimpulan, implikasi hasil penelitian, limitasi penelitian dan saran bagi penelitian selanjutnya.

## BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA

### 2.1. Pembiayaan Bank Syariah

Bank syariah menerapkan pembiayaan melalui dua mekanisme, yaitu *Profit and Loss Sharing* (PLS) dan non-PLS (Greuning & Iqbal, 2008). Bank syariah tidak menggunakan istilah kredit karena bank syariah memiliki skema yang berbeda dengan bank konvensional dalam menyalurkan dananya kepada nasabah dalam bentuk pembiayaan. Prinsip PLS diterapkan dengan menggunakan akad *mudharabah* dan *musharakah* dan seringkali disebut dengan *equity-based financing* karena bersifat seperti penyertaan modal investasi dalam suatu bisnis. Mode non-PLS yang sering kali digunakan adalah dalam bentuk *murabahah*, *ijarah*, *qardh*, *salam*, dan *istishna* dikenal dengan *debt-based financing* karena pembiayaan jenis ini menggunakan skema berbasis utang. Adapun definisi dari akad-akad yang sudah disebutkan didefinisikan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK, 2021) seperti pada Tabel 2.1 berikut ini.

**Tabel 2. 1. Akad atau Kontrak Pembiayaan pada Bank Syariah**

Nama Akad/kontrak	Definisi
<i>Mudharabah</i>	Kontrak antara penyedia modal dan entrepreneur atau pengelola dana dengan kondisi entrepreneur atau pengelola dana dapat memobilisasi dana dari penyedia dana untuk kegiatan usahanya sesuai dengan prinsip syariah. Keuntungan yang diperoleh dibagi antara pihak yang bekerja sama dengan rasio yang disepakati bersama di awal kontrak.
<i>Musharakah</i>	Kontrak antara dua belah pihak yang bekerja sama dengan kedua belah pihak memberikan modal dan keduanya dapat terlibat aktif dalam mengelola usaha. Kerugian dibagi berdasarkan kontribusi porsi modal yang diberikan. Keuntungan dibagi dengan kesepakatan kedua belah pihak.
<i>Murabahah</i>	Penjualan barang dengan harga yang mencakup margin keuntungan yang disepakati oleh kedua belah pihak. Harga jual dan beli, biaya-biaya yang timbul dan margin keuntungan harus dinyatakan dengan jelas oleh penjual pada saat terjadi akad jual beli.
<i>Salam</i>	Dalam kontrak ini, penjual menyanggupi untuk memasok barang tertentu kepada pembeli di masa mendatang dengan harga yang disepakati bersama dan dibayar penuh pada saat kontrak.

<i>Istishna'</i>	Dalam kontrak ini, penjual menyanggupi untuk memasok barang tertentu kepada pembeli di masa mendatang dengan harga dan metode pembayaran yang disepakati bersama.
<i>Ijarah</i>	Penjualan manfaat atau penggunaan atau layanan dengan harga atau upah tetap.
<i>Qardh</i>	Dalam kontrak ini, peminjam hanya diwajibkan untuk membayar kembali sejumlah uang yang dipinjamnya.

Sumber : OJK (2021)

## 2.2. *Equity-based Financing* pada Bank Syariah

*Equity-based financing* diimplementasikan dengan menggunakan kontrak *mudharabah* dan *musharakah* yang merupakan instrumen utama pembiayaan pada bank syariah (Al-kayed & Aliani, 2020). Kedua kontrak pembiayaan ini memiliki perbedaan baik dari segi pembagian kontribusi modal, partisipasi dalam manajemen, dan juga pembagian kerugian finansial.

### 2.2.1. Pembiayaan *Mudharabah*

Pembiayaan *mudharabah* adalah bentuk kerja sama antara bank sebagai penyedia modal (*shahibul maal*) dan entrepreneur sebagai pengelola dana (*mudharib*) yang memberikan kontribusi usaha dan memiliki kontrol penuh atas bisnis yang dilakukan (Aggarwal & Yousef, 2000). Di awal perjanjian kerja sama, bank dan entrepreneur menyepakati perjanjian pembagian keuntungan. Bank memberikan kontribusi berupa 100% modal kas dan entrepreneur memberikan kontribusi berupa keahlian, keterampilan, *selling skill*, dan *management skill*. Sebagai *mudharib*, entrepreneur harus bertindak hati-hati dan bertanggung jawab untuk setiap kerugian yang terjadi akibat kelalaian dan diharapkan mampu mengelola modal agar memperoleh keuntungan yang optimal. Segala kerugian yang diakibatkan oleh kesalahan atau kelalaian entrepreneur diakui sebagai beban pengelola dana. Namun apabila kerugian timbul bukan karena kelalaian entrepreneur, maka kerugian tersebut akan diperhitungkan pada saat bagi hasil.

Faktor-faktor yang harus ada (*rukun*) dalam kontrak *mudharabah* adalah pelaku yang bekerjasama (pemilik modal maupun pelaksana usaha), objek *mudharabah* (modal dan kerja), persetujuan kedua belah pihak (*ijab-qabul*), dan nisbah keuntungan (Karim,

2011). Dalam pembiayaan *mudharabah*, sejumlah modal diserahkan kepada entrepreneur berupa uang tunai atau barang yang dinyatakan nilainya dalam satuan uang. *Nisbah* keuntungan merupakan rukun yang khas dalam pembiayaan yang berbasis bagi hasil. Rukun ini tidak terdapat pada pembiayaan dengan basis jual beli ataupun sewa. *Nisbah* ini mencerminkan imbalan yang berhak diterima oleh kedua belah pihak yang bekerja sama. Entrepreneur mendapatkan imbalan atas kerjanya sedangkan bank mendapatkan imbalan atas penyertaan modalnya. Penetapan *nisbah* di awal perjanjian kerja sama mencegah terjadinya perselisihan mengenai cara pembagian keuntungan. *Nisbah* keuntungan dinyatakan dalam bentuk persentase bukan dalam nilai nominal. Persentase ini ditentukan berdasarkan kesepakatan dan bukan berdasarkan porsi setoran modal.

Hasil dari pengelolaan modal dapat diperhitungkan dengan menggunakan metode *revenue sharing* atau *profit sharing* (Karim, 2011). Pada *revenue sharing*, bagi hasil dilakukan berdasarkan pada pendapatan usaha atau *revenue* sebelum dikurangi dengan beban usaha untuk mendapatkan *revenue* tersebut. Pada *profit sharing*, bagi hasil dilakukan berdasarkan pada keuntungan yaitu pendapatan usaha dikurangi dengan beban usaha atau biaya-biaya yang dikeluarkan selama proses usaha. Hasil usaha dibagi berdasarkan persetujuan akad di awal kerjasama, baik dari segi *nisbah* pembagian keuntungan maupun waktu pembagiannya. Bank sebagai pemilik modal menanggung seluruh kerugian dari pengelolaan dana yang dilakukan oleh entrepreneur kecuali jika terdapat kelalaian dan penyimpangan yang dilakukan secara sengaja dalam bentuk penyelewengan, kecurangan ataupun penyalahgunaan dana oleh pihak pengelola dana. Dalam kerja sama ini, bank berhak melakukan pengawasan terhadap pekerjaan yang dilakukan oleh entrepreneur namun tidak berhak mencampuri urusan pekerjaannya. Jika entrepreneur melakukan cidera janji dengan sengaja seperti tidak mau atau menunda melakukan pembayaran kewajibannya, maka ia dapat dikenakan sanksi administrasi.

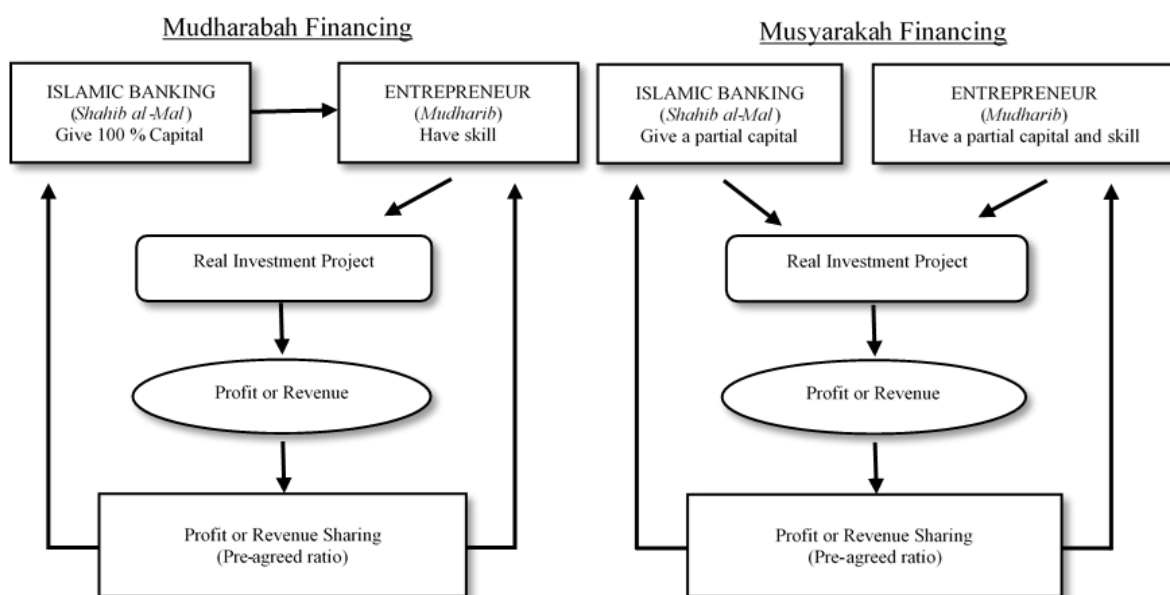
Pembagian kerugian pada pembiayaan *mudharabah* berbeda apabila terjadi kerugian akibat *business risk* dan *character risk*. Pada saat kerjasama *mudharabah* mengalami kerugian karena risiko bisnis, pembagian kerugian bukan dengan menggunakan nisbah keuntungan sebagaimana telah disebutkan sebelumnya, melainkan berdasarkan porsi modal masing-masing pihak. Terdapat perbedaan kemampuan dalam mengabsorpsi atau menanggung kerugian di antara kedua belah pihak (Karim, 2011). Bank sebagai *shahib al-mal* menanggung kerugian finansial sesuai proporsi modalnya

yaitu 100% dan pihak entrepreneur sebagai *mudharib* akan menanggung kerugian hilangnya pekerjaan, usaha dan waktu yang telah dicurahkan untuk menjalankan bisnisnya. Dalam keadaan merugi, entrepreneur tidak mendapatkan hasil apa pun atas usaha yang telah dijalankan. Lain halnya jika kerugian dalam kerja sama *mudharabah* terjadi karena faktor *character risk* yang terjadi karena adanya pelanggaran, kelalaian, kecerobohan dalam menjaga dana sesuai dengan kesepakatan kerjasama, maka *mudharib* juga akan menanggung kerugian sebesar bagian kelalaiannya sebagai sanksi dan tanggung jawabnya. Untuk menghindari adanya *moral hazard* dari pihak *mudharib*, Ahmed (2002) menyarankan penggunaan aset dari pihak *mudharib* sebagai jaminan bagi bank. Jaminan ini diperlukan apabila terjadi penyimpangan berkaitan dengan *character risk* bukan untuk mengamankan nilai investasi bank apabila terdapat *business risk*. Dalam pembiayaan dengan kontrak *mudharabah*, kepercayaan (*social trust*) menjadi point utama yang harus diberikan oleh kedua belah pihak yang bekerja sama, dalam hal ini antara pihak bank dan nasabah.

Pembiayaan dengan kontrak *mudharabah* tergolong ke dalam *natural uncertainty contracts* (Karim, 2002). Kontrak ini tidak memberikan kepastian dalam hal pendapatan (*return*) baik dari segi jumlah (*amount*) maupun waktunya. Tingkat return bisa bernilai positif, negatif atau pun nol tergantung kepada kinerja sektor riil-nya. Pembagian nisbah keuntungan dalam bentuk persentase akan memberikan pembagian keuntungan yang besar pada saat usaha meraih keuntungan yang besar. Sebaliknya, bank akan menerima pembagian keuntungan yang sedikit apabila keuntungan yang diperoleh kecil. Oleh karena itu pembiayaan ini memiliki risiko yang tinggi bila dibandingkan dengan pembiayaan dengan *natural certainty contracts* seperti pada pembiayaan *murabahah*, *salam*, *istishna* dan *ijarah*. Pembiayaan *mudharabah* selalu berhadapan dengan masalah *asymmetric information* dan *moral hazard*. *Asymmetric information* terjadi pada saat akses informasi bank terhadap usaha *mudharib* sangat terbatas. *Mudharib* mengetahui lebih banyak tentang usahanya yang tidak diketahui oleh pihak bank. *Moral hazard* terjadi apabila entrepreneur melakukan hal-hal yang hanya menguntungkan pihaknya saja dan merugikan pihak bank.

### 2.2.2. Pembiayaan *Musharakah*

Jenis kontrak *equity-based financing* yang lainnya adalah pembiayaan dengan menggunakan kontrak *Musharakah*. Dalam pembiayaan *musharakah*, kedua belah pihak baik bank dan juga entrepreneur bersama-sama menyediakan modal dan turut mengelola bisnis (Aggarwal & Yousef, 2000). Keuntungan dibagi sesuai dengan proporsi modalnya atau sesuai dengan nisbah bagi hasil yang dinegosiasikan sebelumnya sedangkan kerugian ditanggung sesuai dengan proporsi modalnya masing-masing. Rasio profit yang dibagikan kepada masing-masing pihak ditentukan secara proporsional dari profit proyek secara aktual, bukan dari modal yang diinvestasikan. Berbeda dengan *mudharabah* yang modal 100% diberikan oleh pihak bank untuk suatu proyek yang dijalankan oleh entrepreneur, dalam pembiayaan *musharakah*, bank dan entrepreneur sama-sama berkontribusi dalam penyediaan modal usaha dengan porsi yang beragam sesuai dengan kesepakatan. Gambar 2.1 menunjukkan perbedaan skema *equity-based financing* dengan kontrak *mudharabah* dan *musharakah*.



**Gambar 2. 1. Skema Pembiayaan Mudharabah dan Musyarakah**

Menurut durasi proyek, pembiayaan *musharakah* terbagi menjadi dua kategori yaitu pembiayaan jangka pendek dan pembiayaan jangka panjang. Pembiayaan jangka pendek biasanya ditujukan untuk pembiayaan modal kerja selama satu periode produksi, musim, tahun fiskal, atau periode produksi dengan durasi sekitar tiga sampai dua belas

bulan. Dalam pembiayaan ini, bank dan entrepreneur bersama-sama memberikan kontribusi modal tetapi pengelolaan, pembelian, penjualan, pemasaran, dan pembukuan transaksi dilakukan oleh entrepreneur. Bank bertugas membiayai bagian dari transaksi, menyediakan layanan perbankan seperti penerbitan *letter of credit* jika diperlukan, memantau perkembangan *musharakah* melalui giro dan laporan perkembangan lainnya dari entrepreneur (Usmani, 1999). Pembiayaan jangka panjang meliputi pembiayaan modal untuk pembelian aset dengan durasi lebih dari satu tahun (Ahmed, 2008). Pembiayaan *musharakah* jangka panjang dapat dirancang menjadi *diminishing musharakah* atau *musharakah mutanaqishah* yang kepemilikan aset atau modal dari bank syariah terus berkurang karena entrepreneur membelinya secara bertahap. Jenis *musharakah* ini biasa diterapkan dalam produk pembiayaan perumahan (Abdul-rahman & Nor, 2016).

Dalam hal risiko pembiayaan, *musharakah* memiliki risiko yang hampir sama dengan pembiayaan dengan akad *mudharabah*. *Musharakah* juga tergolong *natural uncertainty contracts* yang tidak memberikan kepastian dalam hal pendapatan (*return*) baik dari segi jumlah (*amount*) maupun waktu-nya. Namun demikian, menurut persepsi para bankir, pembiayaan *musharakah* memiliki risiko kredit yang lebih tinggi bila dibandingkan dengan pembiayaan *mudharabah* dan *debt-based financing* lainnya (Ahmed & Khan, 2007). Warninda et al. (2019) mendukung persepsi ini dengan memberikan bukti secara empiris bahwa pembiayaan *musharakah* lebih berisiko dibandingkan dengan pembiayaan *mudharabah*. Namun demikian, selain menemukan hubungan linear antara pembiayaan *musharakah* dan risiko kredit, mereka juga menemukan hubungan nonlinear. Temuan ini mengindikasikan bahwa pertumbuhan *equity-based financing*, terutama pembiayaan *musharakah*, lebih dari batas tertentu akan menurunkan risiko kredit karena bank syariah akan melakukan monitoring dengan lebih ketat. Sebagaimana yang sudah dijelaskan sebelumnya, *incentive-compatible constraints* juga diperlukan ketika menyalurkan pembiayaan *musharakah* kepada *mudharib* untuk mengurangi risiko-risiko pembiayaan.

### 2.3. Manajemen Risiko pada Bank Syariah

Sebagai lembaga intermediasi, bank syariah akan selalu berhadapan dengan berbagai jenis risiko yang melekat pada instrumen yang digunakan. Risiko dalam konteks

perbankan merupakan suatu kejadian potensial yang dapat diantisipasi atau tidak terduga yang akan berdampak negatif terhadap pendapatan dan permodalan bank (Karim, 2011). Risiko tidak dapat dihindari tetapi dapat dikelola dengan baik dan dapat dikendalikan. Perbankan syariah harus meningkatkan fungsi pengendalian internal dan melakukan manajemen risiko secara akurat dan komprehensif untuk dapat mengidentifikasi, mengukur, memantau, dan mengendalikan risiko yang timbul dari seluruh kegiatan usahanya. Struktur tata kelola manajemen risiko yang kuat akan menjadi dasar evaluasi keseimbangan antara risiko dan *return* untuk menghasilkan pendapatan yang berkelanjutan, mengurangi potensi pembiayaan bermasalah, mengurangi fluktuasi pendapatan, dan meningkatkan kesejahteraan bagi pemegang saham.

Bank syariah setidaknya menghadapi dua jenis risiko yaitu risiko standar yang juga dihadapi oleh bank konvensional dan risiko unik terkait dengan kepatuhan syariah (Ahmed & Khan, 2007). Risiko unik pada bank syariah disebabkan karena neraca bank syariah meliputi *liability* dan *asset* yang menggunakan mekanisme yang berbeda dengan bank konvensional yang sudah dijelaskan sebelumnya. Risiko-risiko yang standar meliputi *credit risk*, *market risk*, *liquidity risk*, dan *operational risk*, sedangkan risiko unik yang hanya dimiliki oleh bank syariah diantaranya adalah *mark-up risk*, *commodity/asset price risk*, *legal risk*, *withdrawal risk*, *fiduciary risk*, *displaced commercial risk*, *risk and return risk*, dan *equity investment risk*. Beberapa risiko yang dihadapi oleh bank syariah baik yang standar maupun yang unik beserta definisinya disajikan pada Tabel 2.2 sebagai berikut:

**Tabel 2. 2. Jenis Risiko pada Bank Syariah**

Jenis Risiko	Definisi
<i>Credit Risk</i>	Risiko hilangnya pendapatan akibat kegagalan nasabah untuk memenuhi kewajiban kepada bank sesuai dengan perjanjian yang telah disepakati. Risiko kredit bisa terjadi pada semua instrumen pembiayaan bank syariah.
<i>Market Risk</i>	Risiko akibat perubahan harga pasar sehingga berpengaruh terhadap nilai aset, posisi neraca, dan rekening administratif bank. Risiko pasar bisa bersifat sistematis yang bersumber dari fluktuasi kondisi makroekonomi (perubahan nilai tukar mata uang dan

	harga ekuitas) maupun tidak sistematis yang berasal dari instrumen aset yang spesifik.
<i>Liquidity Risk</i>	Risiko yang timbul akibat kesulitan dalam memperoleh uang tunai dengan biaya yang wajar (risiko likuiditas pendanaan) atau penjualan aset (risiko likuiditas aset) sehingga menyebabkan bank tidak mampu untuk memenuhi kewajibannya yang jatuh tempo.
<i>Operational Risk</i>	Risiko kerugian yang bersifat langsung maupun tidak langsung akibat proses internal yang tidak memadai, kegagalan proses internal, kesalahan manusia, kegagalan sistem, atau adanya kejadian eksternal yang mempengaruhi operasional bank. Risiko operasi juga meliputi kurangnya sumber daya manusia yang tidak memiliki kapasitas dan kapabilitas untuk melakukan operasi keuangan yang sesuai dengan ketentuan syariah.
<i>Mark-up Risk</i>	Bank syariah masih menggunakan suku bunga acuan untuk menentukan harga instrumen keuangan yang menggunakan kontrak <i>murabahah</i> dengan mekanisme <i>mark-up</i> , yaitu dengan menambah premi risiko berdasarkan suku bunga acuan (biasanya menggunakan LIBOR atau BI 7-Day Reverse Repo Rate untuk Indonesia). <i>Mark-up</i> dibuat tetap selama durasi kontrak sehingga apabila bunga acuan berubah, maka tarif <i>mark-up</i> pada kontrak tidak dapat disesuaikan. Sebagai akibatnya, bank syariah menghadapi risiko akibat pergerakan suku bunga pasar.
<i>Commodity/asset price Risk</i>	Risiko yang timbul akibat bank memegang komoditas atau aset tahan lama seperti <i>salam</i> , <i>ijarah</i> , dan <i>mudharabah/musharakah</i> .
<i>Legal Risk</i>	Risiko yang terjadi karena sistem hukum yang ada tidak memiliki undang-undang yang mendukung fitur unik dari produk keuangan syariah seperti penggunaan akad-akad seperti <i>murabahah</i> , <i>musharakah</i> , dan <i>mudharabah</i> . Kontrak yang tidak standar membuat seluruh proses negosiasi dari transaksi menjadi sulit dan mahal. Singkatnya, risiko ini berhubungan dengan tuntutan hukum atau lemahnya aspek yuridis.
<i>Withdrawal Risk</i>	Risiko penarikan dana nasabah karena tingkat pengembalian bank syariah yang lebih rendah dibandingkan dengan lembaga keuangan lainnya.

<i>Fiduciary Risk</i>	Risiko yang disebabkan karena bank syariah melakukan wanprestasi akibat tidak dapat sepenuhnya mematuhi persyaratan syariah di berbagai kontrak baik sadar maupun tidak sadar sehingga mengurangi kepercayaan deposan dan menyebabkan penarikan deposito. <i>Fiduciary risk</i> bisa juga terjadi apabila tingkat pengembalian <i>return</i> bank syariah lebih rendah daripada pasar dan para deposan menganggapnya sebagai pelanggaran kontrak investasi atau kesalahan pengelolaan dana oleh bank.
<i>Displaced Commercial Risk</i>	Risiko yang terjadi saat bank syariah beroperasi penuh sesuai dengan persyaratan syariah dan memberikan pengembalian yang lebih rendah sehingga pemegang ekuitas bank melepaskan sebagian dari keuntungan mereka untuk membayar para deposan untuk mencegah penarikan dana atau <i>withdrawal risk</i> .
<i>Bundled Risk</i>	Penggabungan dari beberapa risiko seperti pada kontrak salam. Setelah bank syariah melakukan pembayaran di muka, bank akan menghadapi risiko apakah komoditas dikirimkan tepat pada waktunya, risiko pasar komoditas, risiko likuiditas untuk konversi menjadi uang tunai, risiko operasional penyimpanan dan risiko-risiko lainnya.
<i>Rate of Return Risk</i>	Risiko akibat perubahan tingkat pengembalian yang dibayarkan bank kepada nasabah karena adanya perubahan tingkat pengembalian yang diterima bank dari penyaluran dana yang dapat mempengaruhi perilaku deposan.
<i>Equity Investment Risk</i>	Risiko akibat pembiayaan berdasarkan kemitraan seperti pada kontrak <i>mudharabah</i> dan <i>musharakah</i> sehingga penyedia dana ikut menanggung risiko usaha.

Sumber : Ahmed & Khan (2007) dan POJK (2016)

Menurut Ahmed & Khan (2007), risiko yang dihadapi oleh bank syariah bersifat kompleks dan sulit untuk dimitigasi karena beberapa alasan. Pertama, instrumen-instrumen pembiayaan pada bank syariah merupakan instrumen berbasis jual beli (*debt-based financing*) dan ekuitas (*equity-based financing*) sehingga rawan menghadapi risiko pasar dan risiko kredit. Lebih khusus, risiko akibat penyaluran *equity-based financing* diantaranya adalah *withdrawal risk*, *displaced commercial risk*, *rate of return risk*, dan

*equity investment risk* yang akan mempengaruhi perilaku bankir dalam menyalurkan pembiayaan ini dan juga perilaku para deposan dalam melakukan disiplin pasar. Di lain sisi, rendahnya aplikasi *equity-based financing* akan menimbulkan risiko reputasi (*reputational risk*) akibat kritik dari masyarakat yang menganggap bank syariah tidak berbeda dari bank konvensional (Khan 2010; Ascarya et al. 2012). Kedua, dalam satu kontrak pembiayaan, risiko bank syariah bisa berubah pada tahapan transaksi yang berbeda. Sebagai contoh, pada kontrak pembiayaan *salam*, risiko kredit akan berubah menjadi risiko harga komoditas pada akhir kontrak. Ketiga, kurangnya infrastruktur, institusi, dan instrumen pendukung bank syariah untuk melakukan mitigasi risiko sehingga risiko menjadi semakin besar dan sulit untuk dimitigasi. Bank syariah menghadapi sejumlah kendala untuk menggunakan beberapa instrumen mitigasi risiko yang biasa digunakan oleh bank konvensional karena instrumen-instrumen tersebut mengandung unsur *riba* dan *gharar* yang terlarang dalam hukum Islam.

Manajemen risiko bagi bank syariah terbagi menjadi dua jenis yaitu manajemen risiko standar dan manajemen risiko unik yang masih perlu dikembangkan atau diadaptasi karena bank harus memenuhi kepatuhan terhadap aspek syariah (Ahmed & Khan, 2007). Manajemen risiko standar meliputi pengawasan aktif dari dewan direksi, dewan komisaris, dan dewan pengawas syariah, kebijakan dan prosedur manajemen risiko yang mencukupi, penetapan limit risiko, proses identifikasi, pengukuran, pemantauan, dan pengendalian risiko, sistem informasi manajemen risiko serta pengendalian internal yang menyeluruh (POJK, 2016). Menurut Ahmed & Khan (2007), teknik manajemen risiko bank syariah merupakan hal yang cukup menantang karena risiko-risiko yang timbul akibat keunikan produk-produk bank syariah dan juga keterbatasan dalam penggunaan instrumen mitigasi risiko.

Dalam mengelola risiko, bank dapat menerapkan tiga teknik manajemen risiko yang meliputi *risk avoidance*, *risk transfer*, dan *risk absorption* (Santomero, 1997). Teknik manajemen risiko berupa *risk avoidance* yang umum setidaknya dapat dilakukan melalui tiga cara. Pertama, bank dapat melakukan standarisasi proses, kontrak, dan prosedur untuk mencegah terjadinya inefisiensi atau pengambilan keputusan keuangan yang salah. Kedua, bank syariah dapat membentuk portofolio yang menguntungkan melalui diversifikasi portofolio pembiayaan baik itu berdasarkan sektoral, geografi, maupun jenis instrumen pembiayaan yang digunakan (Al-kayed & Aliani, 2020) sehingga

dapat mengurangi efek kerugian. Ketiga, bank syariah dapat mengimplementasikan *incentive-compatible contracts* pada manajemen untuk mendorong akuntabilitas dari para karyawan dan juga nasabah pembiayaan (Ahmed, 2002). Secara khusus, Ahmed & Khan (2007) menyatakan bahwa perjanjian kontrak yang tepat antara bank syariah dan nasabah pembiayaan memiliki fungsi untuk mengendalikan risiko. Sebagai contoh, pembayaran di muka untuk pembiayaan *murabahah* menjadi fitur permanen untuk menjamin komitmen nasabah untuk membeli barang yang sudah dipesan. Selain itu, lingkungan yang tidak terdapat pengadilan Agama atau sistem litigasi formal akan menyebabkan risiko serius apabila terdapat sengketa antara bank syariah dengan nasabah pembiayaan terjadi wanprestasi. Untuk mengatasi risiko ini, kontrak yang dibuat harus memuat prosedur yang harus diikuti dan disetujui, seperti pilihan harus menyelesaikan sengketa, apabila sengketa tidak bisa dihindari.

Penerapan *incentive-compatible constraints* ketika menyalurkan pembiayaan kepada *mudharib* bertujuan untuk membuat struktur insentif yang mencukupi untuk dapat menegakkan kontrak pembiayaan (Humayon A Dar, 2007). Struktur insentif menyediakan batasan-batasan yang dibuat dengan tujuan memaksa *mudharib* untuk memaksimalkan keuntungan bagi kedua belah pihak. *Incentive-compatible constraints* dapat dilakukan dengan menetapkan *covenant* agar *mudharib* menyediakan *collateral* atau jaminan, melakukan bisnis dengan risiko operasi yang rendah (*lower operating risk*), arus kas yang transparan (*lower fraction of unobservable cash flow*) dan biaya tidak terkontrol yang rendah (*lower fraction of non-controllable costs*). Ahmed (2002) mengusulkan untuk menggunakan asset dari *mudharib* sebagai jaminan yang dapat digunakan untuk menghukum kesalahan dalam pelaporan profit, yaitu *underreporting profit*.

Penetapan *covenant* dapat diberlakukan dengan beragam tujuan. *Covenant* agar *mudharib* melakukan bisnis dengan risiko operasi yang rendah dapat dilakukan dengan menetapkan rasio maksimal *fixed asset* terhadap *total asset*. *Mudharib* diharapkan tidak menggunakan dana *mudharabah* untuk berinvestasi pada *fixed asset* secara berlebihan yang menyebabkan biaya depresiasi menjadi meningkat. Sebagai konsekuensinya, *Cost of Good Sold* akan meningkat dan menjadikan produk yang dihasilkan menjadi kurang kompetitif. *Covenant* lainnya yaitu penetapan rasio maksimal biaya operasi terhadap pendapatan operasi agar *mudharib* menjalankan bisnisnya secara efisien. Dengan

demikian kerjasama *mudharabah* masih menghasilkan keuntungan operasional. Penetapan *covenant* agar *mudharib* meminimalisir *unobservable cash flow* dapat dilakukan dengan melakukan *monitoring* secara acak maupun *monitoring* secara periodik. *Monitoring* secara acak biasanya dilakukan untuk bisnis dengan skala usaha yang tidak cukup besar, bisnis musiman atau bisnis yang berjangka pendek. *Monitoring* secara periodik dilakukan untuk bisnis dengan skala usaha yang cukup besar, bisnis yang kontinu atau bisnis yang berjangka panjang. Cara *monitoring* yang lebih kompleks dapat dilakukan dengan melibatkan auditor agar *mudharib* dapat memberikan laporan keuangan yang valid. Menurut Khan (1989), penyimpangan berupa *underreporting profit* dapat dikurangi dengan memberikan pinalti berupa peningkatan *monitoring*.

Lebih lanjut, penetapan *covenant* berupa batasan kepada *mudharib* agar meminimalisir *non-controllable costs* dapat dilakukan dengan menggunakan metode *revenue sharing* dalam melakukan pembagian bagi hasil keuntungan. Dalam metode *revenue sharing*, yang dibagikan adalah *revenue* bukan *profit*. Biaya-biaya yang tidak terduga sepenuhnya menjadi tanggung jawab *mudharib*. Cara lainnya untuk meminimalisir *non-controllable cost* adalah dengan cara menetapkan minimal profit margin. Penetapan ini dilakukan agar *mudharib* dapat mengoptimalkan dana *mudharabah* untuk menghasilkan profit margin yang diharapkan dan meminimalisir biaya yang tidak terduga. Sejak tahun 1998, bank syariah di Indonesia mulai menerapkan *incentive-compatible contracts* pada kontrak-kontrak *mudharabah* dan berhasil meningkatkan porsi *equity-based financing* (Karim, 2002).

Bank syariah dapat melakukan *risk transfer* yang terbatas karena sebagian besar teknik mitigasi risiko melalui pemindahan risiko ini mengandung *gharar* dan elemen *riba* sehingga dilarang dalam hukum Islam. *Credit derivatives* melalui *packaging*, *securitization*, dan pemasaran eksposur risiko kredit merupakan bentuk penjualan kembali kredit yang terlarang dalam hukum Islam (Ahmed & Khan, 2007). Walaupun penjualan kredit terlarang, Islam memperbolehkan bank syariah untuk mempekerjakan *debt collector* dengan kontrak *wakalah* (*agency contract*) atau *ju'alah* (*service contract*). Pada penggunaan *swap agreement*, beberapa pihak setuju untuk menukarkan *cash flow* di masa depan dan masih diperbolehkan untuk keperluan likuiditas selama sesuai dengan ketentuan syariah. Sebagai contoh adalah *debt-asset swap* yaitu piutang dapat dialihkan untuk membeli aset tertentu selama pihak-pihak yang terkait (yang berhutang, yang

memberi hutang dan *supplier* barang) menyetujui pertukaran tersebut. Penundaan dalam hal pembayaran dan penerimaan asset dalam bentuk *forwards* atau *futures* juga terlarang dalam hukum Islam. Berbeda dengan *forwards* dan *futures*, bank syariah menggunakan kontrak salam dengan penundaan penerimaan asset namun penetapan harga dan pembayaran dilakukan di awal kontrak sehingga bisa berfungsi sebagai *hedging* atau lindung nilai.

Beberapa risiko tidak dapat dihilangkan atau ditransfer sehingga harus diserap oleh bank syariah karena bank itu sendiri memiliki *core business* untuk mengelola risiko. Untuk itu, bank syariah dapat menerapkan beberapa teknik manajemen risiko seperti penetapan *collaretal* atau jaminan untuk mengantisipasi terjadinya kerugian akibat risiko kredit. Dalam hal penetapan jaminan, bank syariah menggunakan akad *rahn* (gadai) yang diperbolehkan oleh hukum Islam. Selain itu, risiko kredit bagi bank syariah juga dapat diminimalisir dan juga diserap melalui keterlibatan perusahaan penjaminan sebagai pihak ketiga dengan menggunakan akad *wakalah bil ujah*, penyediaan cadangan kerugian (*loan loss reserves*), dan menyesuaikan pengembalian modal atau tingkat imbal hasil berdasarkan risiko dari proyek atau investasi yang berbeda-beda sesuai dengan kontrak atau instrumen pembiayaan yang digunakan bank syariah.

#### **2.4. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Proporsi *Equity-based Financing***

Beberapa studi secara empiris menginvestigasi determinan dari penggunaan *equity-based financing* baik dengan memberikan atensi pada satu negara maupun lintas negara. Studi untuk melihat faktor-faktor yang menentukan penggunaan pembiayaan jenis ini di dalam satu negara dilakukan oleh Ibrahim et al. (2021), Nugraheni & Alimin (2020), dan Risfandy et al. (2020) di Indonesia, Hadi (2019) di Pakistan, dan Minhat & Dzolkarnaini (2016) di Malaysia. Penelitian Risfandy et al. (2020) fokus melihat pengaruh kompetisi dan fundamental bank syariah terhadap penggunaan *equity-based financing* di Indonesia. Nugraheni & Alimin (2020) dan Hadi (2019) lebih tertarik untuk menganalisis determinan dari perspektif karyawan bank syariah. Ibrahim et al. (2021) menambahkan religiusitas, dan Minhat & Dzolkarnaini (2016) menggunakan sudut pandang perusahaan debitur yang menggunakan pembiayaan dari bank syariah.

Ibrahim et al. (2021) melakukan investigasi hubungan antara *equity-based financing* dan variabel spesifik bank, makroekonomi, dan religiusitas di Indonesia. Data

yang mereka gunakan merupakan data *time series* frekuensi bulanan selama periode 2009 – 2019 dengan metode estimasi berupa *vector autoregression*. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa dalam jangka pendek, *equity-based financing* sangat dipengaruhi oleh perubahan deposito berbasis bagi hasil dan ukuran bank. Jumlah deposito berbasis bagi hasil dan total aset secara positif berkaitan dengan pembiayaan berbasis ekuitas. Artinya, bank syariah di Indonesia yang memiliki deposito bagi hasil yang tinggi dan juga aset yang lebih besar akan menggunakan *equity-based financing* yang lebih besar. Selain itu, menurut hasil analisis *variance decomposition*, secara jangka panjang variasi pembiayaan berbasis ekuitas lebih dipengaruhi oleh dinamika pembiayaan itu sendiri dibandingkan dengan variabel lainnya. Faktor religiusitas dengan proksi volume Zakat, Infaq, dan Shodaqoh (ZIS) tidak ditemukan berpengaruh terhadap pembiayaan berbasis ekuitas. Menurut Ibrahim et al. (2021), rendahnya penggunaan *equity-based financing* dan tidak ada kaitannya pembiayaan ini dengan faktor religiusitas menunjukkan bahwa bankir lebih bersikap *profit-oriented* bukan berorientasi mewujudkan *maqashid al-shariah*.

Nugraheni & Alimin (2020) memeriksa faktor-faktor yang mempengaruhi penggunaan *equity-based financing* dari perspektif karyawan bank syariah di Yogyakarta, Indonesia. Penelitian mereka menggunakan data primer yang dikumpulkan melalui penyebaran kuisioner kepada karyawan yang menangani pembiayaan tersebut. Variabel yang digunakan meliputi risiko, proses skrining pembiayaan, analisis laporan keuangan, dan kompetensi karyawan bank syariah. Hasil regresi linear berganda menemukan bahwa semua variabel prediksi dapat menjelaskan *equity-based financing* secara signifikan kecuali kompetensi karyawan bank syariah. Risiko dalam pembiayaan berbasis ekuitas meliputi ketidakmampuan *mudharib* dalam mengelola bisnis yang hendak dibiayai, moralitas nasabah yang seringkali menyalahgunakan kepercayaan bank syariah, dan terkait problem *asymmetric information*. Proses skrining pembiayaan menunjukkan refleksi dari kualitas internal proses analisis pembiayaan meliputi menemukan partner yang tepat untuk menjalankan bisnis yang profitabel, menetapkan prosedur yang jelas terkait dengan proposal pembiayaan yang dibuat oleh entrepreneur untuk mengurangi risiko pembiayaan. Mereka menemukan bahwa risiko berhubungan negatif dan signifikan terhadap *equity-based financing* sedangkan proses skrining dan kemampuan melakukan

analisis kredit melalui analisis laporan keuangan nasabah dapat mempengaruhi *equity-based financing* secara positif dan signifikan.

Hadi (2019) fokus meneliti pengaruh sistem kontrol internal terhadap pertumbuhan pembiayaan *musyarakah* dan pengaruh moderasi kebijakan pemerintah di salah satu provinsi di Pakistan. Sistem kontrol internal berkaitan dengan kegiatan asesmen, supervisi, monitoring dan evaluasi dari proyek *musyarakah* sehingga memerlukan kualifikasi yang kompeten dari pihak manajemen bank syariah. Kebijakan pemerintah dalam hukum dan regulasi perbankan syariah berkaitan dengan dukungan bank central terhadap pembiayaan berbasis *profit-sharing*, dukungan berupa regulasi dalam hal inovasi produk, kontrak yang sesuai, dan pengungkapan informasi dan akuntansi yang standar. Hadi menggunakan data primer yang diperoleh melalui penyebaran kuisioner kepada manajer bank tingkat menengah dan atas yang terlibat dalam pengambilan keputusan. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan PLS-SEM. Penelitian ini menemukan bahwa sistem kontrol internal berpengaruh positif dan signifikan terhadap pertumbuhan pembiayaan *musyarakah* dan hubungan ini dimoderasi oleh faktor eksternal berupa dukungan kebijakan pemerintah untuk meningkatkan pembiayaan tersebut.

Risfandy et al. (2020) meneliti dampak dari kompetisi pasar dan juga kondisi fundamental bank syariah terhadap *equity-based financing* dengan menggunakan sample sembilan bank syariah di Indonesia. Struktur data yang digunakan berupa data panel dengan frekuensi time series bulanan selama 2009-2014. Parameter model penelitian diestimasi dengan menggunakan regresi data panel *fixed-effect* dan *random-effect*. Mereka menemukan bahwa kompetisi pasar secara signifikan meningkatkan penggunaan *equity-based financing* bank syariah di Indonesia. Artinya, penggunaan pembiayaan berbasis ekuitas digunakan bank syariah untuk menarik minat lebih banyak entrepreneur karena tingginya kompetisi antar bank syariah. Sebaliknya, fundamental bank syariah seperti profitability, stabilitas bank, dan efisiensi operasional berhubungan negatif dan signifikan terhadap penggunaan pembiayaan berbasis ekuitas mengindikasikan bahwa bank syariah dengan kondisi fundamental yang kurang baik menggunakan pembiayaan jenis ini dengan jumlah yang lebih banyak untuk menarik minat entrepreneur. Efek kompetisi antar bank syariah terhadap pembiayaan berbasis ekuitas menurun pada saat kondisi bank lebih stabil. Kondisi fundamental lainnya seperti ukuran bank syariah

berhubungan positif dan signifikan terhadap pembiayaan berbasis ekuitas menunjukkan bank dengan ukuran besar mampu melakukan diversifikasi portofolio pembiayaan sedangkan bank kecil cenderung fokus pada investasi dengan risiko yang rendah seperti pada pembiayaan *murabahah*.

Minhat & Dzolkarnaini (2016) mengeksplorasi faktor yang mempengaruhi penggunaan pembiayaan syariah baik itu *debt-based financing* maupun *equity-based financing* oleh perusahaan-perusahaan nonkeuangan di Malaysia. Mereka menemukan bahwa Instrumen pembiayaan syariah tidak banyak digunakan. Perusahaan-perusahaan nonkeuangan menggunakan *equity-based financing* terutama *musyarakah* hanya sekitar tujuh persen dari pembiayaan syariah (baik dari bank syariah maupun dari pasar modal syariah) sedangkan *murabahah* hanya digunakan sebesar 30 persen. Pembiayaan syariah lainnya adalah dalam bentuk sukuk yaitu sebesar 36 persen sedangkan dalam bentuk notes dan commercial paper syariah sekitar 10 persen. Perusahaan yang menggunakan pembiayaan syariah kebanyakan merupakan perusahaan dengan profitabilitas yang rendah dengan risiko yang tinggi. Menurut Minhat & Dzolkarnaini, pembiayaan syariah memiliki peran melengkapi pasar modal konvensional karena dapat memberikan fasilitas pembiayaan bagi perusahaan yang menghadapi kesulitan akses ke pasar modal konvensional. Penelitian ini juga mendukung teori *moral-hazard-risk avoidance* karena menemukan bukti bahwa bank syariah cenderung memberikan pembiayaan *murabahah* dengan *return* tetap kepada perusahaan-perusahaan dengan aset yang rendah dan memiliki *bargaining position* yang juga rendah terhadap bank syariah. Potensi untuk menyalahgunakan pembiayaan *murabahah* dapat muncul apabila penetapan *fixed return* digunakan untuk mengeksploitasi pihak nasabah yang lemah.

Studi dalam konteks satu negara tidak mampu menjelaskan variasi penggunaan *equity-based financing* lintas negara. Fakta bahwa *Murabahah syndrome* terjadi hampir di seluruh bank syariah di dunia dan adanya variasi penggunaan *equity-based financing* memerlukan investigasi determinan dalam konteks lintas negara. Studi lintas negara dilakukan oleh Alam & Parinduri (2017) dan Meslier et al. (2020). Alam & Parinduri (2017) menggunakan 34 bank syariah dari delapan negara yaitu Bahrain, United Arab Emirates, Saudi Arabia, Jordan, Pakistan, Malaysia, Indonesia dan United Kingdom sebagai sampel penelitian. Mereka menggunakan metode *fixed-effect* untuk mengestimasi parameter model. Mereka menggunakan *institutional environment* dengan proksi *Doing*

*Business Index* dari *World Bank* sebagai determinan dari *equity-based financing* namun tidak menemukan pengaruh faktor ini terhadap *equity-based financing*. Kebanyakan nilai estimasi yang ditemukan bernilai negatif dan dimensi berupa *enforcing contract* bernilai signifikan. Dari temuan yang didapatkan, mereka menyimpulkan bahwa *institutional environment* tidak memiliki pengaruh terhadap pembiayaan berbasis ekuitas. Menurut mereka, sebagian besar bank syariah terletak di negara-negara Muslim yang memiliki kualitas *contracting environment* yang buruk sehingga bank syariah enggan untuk menggunakan *equity-based financing* karena dianggap terlalu berisiko dan kurang menguntungkan.

Meslier et al. (2020) melakukan investigasi determinan potensial yang mempengaruhi *equity-based financing* menggunakan 88 bank syariah dari 16 negara antara tahun 2009 sampai dengan 2014 sebagai sampel penelitian. Mereka menggunakan metode *fixed effect* untuk mengestimasi parameter model. Meslier et al. (2020) menekankan pengamatannya pada peran Dewan Pengawas Syariah (DPS) yang merupakan fitur tata kelola tambahan dalam institusi keuangan syariah yang mendorong penerapan prinsip-prinsip Islam dalam setiap produk yang dikeluarkan. Mengingat pembiayaan berbasis ekuitas merupakan pembiayaan yang murni syariah, maka DPS dianggap memiliki peran yang sangat penting untuk mempromosikan pembiayaan jenis ini. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa duality dari DPS yang juga menjabat sebagai komisar bank berperan mendorong penggunaan *equity-based financing* tetapi peran ini berubah ketika bank syariah memiliki *institutional environment* yang lebih baik. Dalam hal ini, mereka menyimpulkan bahwa *institutional environment* dan DPS memiliki peran substitusi untuk meningkatkan *equity-based financing*. Sama seperti Alam & Parinduri (2017), Meslier et al. (2020) menggunakan *Doing Business Index* sebagai proksi dari *institutional environment*. Sayangnya, indeks ini sedang ditinjau ulang karena permasalahan laporan data dan metodologi yang digunakan sehingga tidak biasa lagi digunakan.

Studi lain yang masih berkaitan dengan *equity-based financing* lintas negara adalah studi yang dilakukan oleh Azmat et al. (2015) dan Šeho et al. (2020). Menurut Azmat et al. (2015), bank syariah akan menjadi lebih “Islamic” apabila dapat menawarkan pembiayaan berbasis ekuitas lebih besar pada sisi aset mereka. Azmat et al. (2015) kemudian membuat model teoretis yang menjelaskan bahwa *Asymmetric*

*information* berupa *adverse selection* dan *moral hazard* bukanlah satu-satunya alasan keengganan bank syariah untuk menggunakan *equity-based financing*. Menurut mereka, alasan lainnya adalah profil risiko dari para deposan yang cenderung bersikap *risk averse*. Para deposan dengan fungsi utilitas yang *risk averse* memiliki preferensi yang tinggi untuk kestabilan pengembalian pokok investasi mereka. Karakteristik deposan ini membuat bank syariah lebih berisiko menanggung *withdrawal risk* apabila bank syariah menggunakan lebih banyak *equity-based financing* pada sisi aset mereka dengan *return* yang tidak pasti.

Šeho et al. (2020) mencoba untuk menginvestigasi dampak dari suku bunga terhadap instrumen pembiayaan di bank syariah yang meliputi *sale-based financing*, *lease-based financing*, dan *equity-based financing*. Studi lintas negara ini menggunakan data panel dari 77 bank yang berasal dari 13 negara selama periode 2003 sampai dengan 2007. Dengan menggunakan metode estimasi *system GMM*, mereka menemukan bahwa pembiayaan pada bank syariah sangat jauh dari kekebalan terhadap risiko suku bunga kecuali pembiayaan berdasarkan *risk-sharing*. Menurut mereka, fakta ini merupakan hal yang sangat ironis karena seharusnya bank syariah dapat terlepas dari risiko ini karena larangan syariah dalam menetapkan bunga dalam setiap transaksi yang dilakukan bank. Walaupun tidak meneliti determinan dari *equity-based financing* secara spesifik, studi Šeho et al. (2020) menggunakan beberapa variabel *bank level* seperti *bank size*, *bank capitalization*, *deposits* dan juga variabel *country level* yaitu tingkat inflasi untuk menjelaskan variabel dependen yang salah satunya adalah *risk-sharing financing* atau pembiayaan berbasis ekuitas. Hasil estimasi secara empiris dari model mereka menunjukkan bahwa variabel *risk-sharing financing* hanya dipengaruhi oleh *risk-sharing financing* pada periode sebelumnya dan tingkat inflasi. Variabel *risk-sharing deposits* yang diharapkan memiliki hubungan erat dengan pembiayaan berbasis ekuitas ditemukan berhubungan negatif namun tidak signifikan.

Penelitian terdahulu yang memeriksa determinan *equity-based financing* terdahulu dirangkum dalam Tabel 2.3 sebagai berikut:

**Tabel 2. 3.** Rangkuman Penelitian Terdahulu

No.	Peneliti	Judul	Tujuan	Metodologi	Temuan
1.	Nafis Alam & Rasyad A. Parinduri (2016)  <i>Applied Economics Letters</i>	<i>Do Islamic banks shift from mark-up to equity financing when their contracting environment is improved?</i>	Memeriksa apakah kualitas lingkungan kontraktual yang baik dapat mendorong bank syariah untuk beralih dari <i>debt-based financing</i> ke <i>equity-based financing</i> dalam konteks lintas negara periode 2004-2011	Regresi data panel dengan pendekatan efek tetap ( <i>fixed effect</i> )	Lingkungan kontraktual semakin baik tidak mendorong bank syariah untuk meningkatkan <i>equity-based financing</i>
2.	Céline Meslier, Tastaftiyan Risfandy, & Amine Tarazi (2020)  <i>Pacific-Basin Finance Journal</i>	<i>Islamic banks' equity financing, Shariah supervisory board, and banking environments</i>	Menginvestigasi faktor-faktor penentu yang potensial untuk <i>equity-based financing</i> dalam konteks lintas negara periode 2009-2014	Regresi data panel dengan pendekatan efek tetap ( <i>fixed effect</i> )	Karakteristik DPS berpengaruh positif terhadap penggunaan <i>equity-based financing</i> tetapi peran ini berubah ketika bank syariah memiliki <i>institutional environment</i> yang lebih baik. <i>Institutional environment</i> dan DPS memiliki peran substitusi.
3.	Tastaftiyan Risfandy, Burhanudin Harahap, Arif Rahman Hakim, Sutaryo, Linggar Ikhsan Nugroho, & Irwan Trinugroho (2020)  <i>Emerging Markets Finance &amp; Trade</i>	<i>Equity Financing at Islamic Banks: Do Competition and Bank Fundamentals Matter?</i>	Menyelidiki pengaruh <i>market competition</i> dan fundamental bank syariah terhadap <i>equity-based financing</i> dalam konteks negara Indonesia periode 2009-2014	Regresi data panel dengan metode <i>Ordinary Least Square</i> (OLS)	<i>Market competition</i> meningkatkan penggunaan <i>equity-based financing</i> untuk menarik minat entrepreneur. Namun efeknya berkurang pada saat bank syariah lebih stabil. Pada saat kondisi keuangan bank syariah tidak menguntungkan, bank syariah cenderung mengambil risiko secara berlebihan.
4.	Noor Ul Hadi (2019)  <i>FWU Journal of Social Sciences</i>	<i>Effect of Government Policies on Internal Control Systems and Musharakah Growth:</i>	Mengidentifikasi pengaruh sistem pengendalian internal (faktor internal) melalui peran moderasi kebijakan pemerintah (faktor	<i>Exploratory factor analysis</i> (EFA) dan PLS-SEM  Menggunakan data primer	Terdapat hubungan positif antara pengendalian internal dan pertumbuhan pembiayaan berbasis musharakah dan dukungan kebijakan pemerintah dapat memperkuat hubungan ini.

		<i>Perspective from KP, Pakistan</i>	eksternal) terhadap pertumbuhan pembiayaan berbasis <i>musharakah</i> pada bank syariah di Pakistan	dari kuisisioner yang disebar kepada manager tingkat atas dan menengah	
5.	Zaini Ibrahim, Nury Effendi, Budiono B. & Rudi Kurniawan (2021)  <i>Journal of Islamic Marketing</i>	<i>Determinants of profit and loss sharing financing in Indonesia</i>	Memeriksa hubungan <i>equity-based financing</i> dan variabel spesifik bank, makroekonomi dan religiusitas dalam konteks negara Indonesia periode 2009-2019	<i>Structural vector autoregression</i> (SVAR)	Penggunaan <i>equity-based financing</i> periode sebelumnya memiliki pengaruh terhadap pembiayaan saat ini. Pertumbuhan ekonomi dan faktor religiusitas tidak memiliki efek terhadap peningkatan <i>PLS-based financing</i> .
6.	Peni Nugraheni & Istiqomah Nur Alimin (2020)  <i>PSU Research Review</i>	<i>Factors influencing PLS financing: the perspective of Indonesian Islamic banks employees</i>	Memeriksa faktor yang mempengaruhi <i>equity-based financing</i> dari perspektif karyawan bank syariah di Indonesia	Regresi berganda  Menggunakan data primer dari kuisisioner yang disebar kepada karyawan yang menangani <i>equity-based financing</i> di bank Syariah <i>full-fledged</i>	Kualitas proses <i>screening</i> pembiayaan dan analisis laporan keuangan memiliki hubungan yang positif dengan <i>equity-based financing</i> , sedangkan risiko berpengaruh secara negatif.
7.	Marizah Mihnati & Nazam Dzolkarnaini (2016)  <i>Business Ethics: A European Review</i>	<i>Islamic corporate financing: does it promote profit and loss sharing?</i>	Mengeksplorasi faktor-faktor yang mempengaruhi penggunaan pembiayaan syariah dari perspektif perusahaan non-keuangan (debitur) dibandingkan dengan pinjaman konvensional dalam konteks negara Malaysia tahun 2012	Regresi probit	Perusahaan debitur yang menggunakan pembiayaan syariah (pembiayaan dari bank syariah, <i>Islamic notes and commercial papers</i> dan sukuk) adalah perusahaan yang kurang profitabel dan memiliki leverage yang tinggi (perusahaan berisiko). Perusahaan debitur yang menggunakan <i>debt-based financing</i> memiliki kesulitan akses pinjaman konvensional dan memiliki aset berwujud yang rendah sebagai agunan. Dari segi etika bisnis, kontrak <i>murabahah</i> berpotensi cacat karena ketidaksinkronan antara prinsip syariah dan praktiknya di lapangan dan

					dikhawatirkan menjadi sarana eksploitasi bagi perusahaan yang lemah secara financial.
8.	Saad Azmat, Michael Skully, Kym Brown (2015)  <i>Pacific-Basin Finance Journal</i>	<i>Can Islamic banking ever become Islamic?</i>	Menjelaskan dominasi <i>debt-based financing</i> pada bank syariah melalui model teoretis berdasarkan <i>asymmetric information</i> dan <i>risk profil</i> para deposan	Model teoretis	<i>Asymmetric information</i> berupa <i>adverse selection</i> dan <i>moral hazard</i> bukanlah satu-satunya alasan keengganan bank syariah untuk menggunakan <i>equity-based financing</i> . Alasan lainnya adalah profil risiko dari para deposan yang cenderung bersikap <i>risk averse</i> .
9.	Mirzet Šeho, Obiyathulla Ismath Bacha, Edib Smolo (2020)  <i>Pacific-Basin Finance Journal</i>	<i>The effects of interest rate on Islamic bank financing instruments: Cross-country evidence from dual-banking systems</i>	Menginvestigasi dampak dari suku bunga terhadap instrumen pembiayaan di bank syariah	System GMM	Instrumen pembiayaan bank syariah tidak kebal terhadap risiko suku bunga. Pada <i>sale-based financing</i> dan <i>lease-based financing</i> , suku bunga berkorelasi negatif dan eksposurnya lebih kuat pada negara dengan bank syariah yang lebih maju sedangkan pada <i>equity-based financing</i> , tidak memiliki pengaruh.

## 2.5. *Equity-based Financing* pada Bank Syariah di Iran dan Pakistan

Kisah sukses dalam mengaplikasikan *equity-based financing* dapat dipelajari melalui bank syariah di Iran (Sadr & Iqbal, 2002). Negara Iran mengimplementasikan *Interest-Free Banking Law* (IFBL) pada tahun 1983. Sejak saat itu, bank syariah di Iran berkomitmen untuk merubah pembiayaan konvensional menjadi pembiayaan yang sesuai dengan prinsip syariah dengan memperbanyak proporsi *equity-based financing*. Pada akhir tahun 1980 dan awal 1990, bank syariah di Iran menerapkan tiga inisiatif dalam mengelola risiko dengan melakukan investasi pada supervisi dan monitoring, menurunkan biaya operasi dan proses, dan berinvestasi pada *research and development*. Supervisi dan monitoring dilakukan untuk mengurangi *asymmetric information problem* dan meningkatkan hubungan kepercayaan dan *information-sharing* dengan nasabah pembiayaannya. Berinvestasi pada supervisi menghasilkan kemampuan bank syariah untuk mempelajari kesempatan-kesempatan investasi yang menguntungkan, seluk-beluk *entrepreneurship*, dan karakter nasabahnya. Kemampuan ini terus digunakan bank untuk

memperbaiki alokasi aset hanya pada proyek-proyek investasi yang terbaik. Proses monitoring yang berkelanjutan menjadi investasi menguntungkan untuk memperoleh informasi baru yang lebih baik dengan tujuan mengurangi *information asymmetry*. Hubungan kepercayaan yang baik dengan para nasabahnya membuat bank syariah di Iran dapat dengan mudah beralih kepada pembiayaan yang menggunakan prinsip PLS.

Bank syariah di Iran juga merevisi prosedur kontrak secara menyeluruh dengan merancang prosedur baru yang menyingkat waktu transaksi mulai dari persiapan dokumen hingga persetujuan aplikasi. Biaya transaksi juga diturunkan dengan mengeliminasi pendaftaran kontrak di kantor notaris. Pembiayaan *musharakah* juga diaplikasikan bukan hanya untuk proyek jangka panjang melainkan diperluas untuk membiayai proyek jangka pendek. Bank syariah di Iran juga menggunakan jaminan dari pihak ketiga untuk menjamin pembiayaan dengan nilai nominal pembiayaan tertentu dan mengurangi penggunaan agunan. *Research and development* oleh bank syariah di Iran dilakukan melalui kolaborasi penelitian dengan berbagai universitas. Beberapa topik penelitian yang menjadi minat bank adalah analisis pasar keuangan, biaya transaksi kontrak keuangan, dan pengelolaan kas yang optimal.

Nouman et al. (2022) mengeksplorasi aplikasi *equity-based financing* pada bank syariah di Pakistan yang beberapa tahun terakhir mengalami peningkatan. Upaya serius telah dilakukan untuk mengatasi kendala dalam aplikasi pembiayaan berbasis bagi hasil ini dan menghasilkan peralihan yang cukup signifikan dari pembiayaan *murabahah* menjadi *musharakah*. Bank syariah di Pakistan saat ini menawarkan *equity-based financing* di hampir semua bidang pembiayaan utama kecuali pembiayaan ekspor. Selain membiayai korporasi, mereka juga mengizinkan pembiayaan kepada Usaha Kecil Menengah (UKM) dalam bentuk pembiayaan modal kerja (*working capital*), dan pembiayaan aset tetap seperti tanah, bangunan, mesin dan kendaraan. Bank syariah di Pakistan juga menawarkan pembiayaan kepada pemerintah dalam bentuk pembiayaan operasi komoditas untuk mendukung harga produk-produk di dalam negeri. Beberapa faktor yang mempengaruhinya diantaranya pengenalan yang masif variasi pembiayaan *musharakah*, peningkatan aplikasinya, intervensi pemerintah, dan peran regulator.

Variasi kontrak *musharakah* yang dilakukan oleh bank syariah di Pakistan meliputi *diminishing musharakah* dan *running musharakah*. Bank syariah tidak menerapkan *musharakah* murni karena kurang fleksible dan tidak memenuhi kebutuhan

industri modern (Nouman et al., 2022). *Diminishing musharakah* digunakan untuk membiayai aset tetap. Dalam mode ini, bank dan nasabah menjadi pemilik bersama atas suatu aset. Nasabah menggunakan aset tersebut berdasarkan akad *ijarah* (sewa) dan sebagai imbalannya membayar sewa yang telah ditentukan kepada bank. Bagian bank atas aset tersebut dibagi-bagi menjadi beberapa unit dan harga untuk setiap unitnya sudah ditetapkan bank. Nasabah harus membayar sewa untuk unit yang masih *outstanding* dan harus membeli sejumlah unit tertentu setiap bulannya. Akibatnya, bagian unit bagi nasabah semakin meningkat sedangkan bagian bank semakin menurun setiap bulan. *Running musharakah* melibatkan kepemilikan bersama atas suatu usaha bisnis dan biasa digunakan untuk membiayai modal kerja (Ahmed et al., 2016). Dalam pengaturan *musharakah* jenis ini, tarif tertinggi ditetapkan dalam pembagian keuntungan. Jika keuntungan aktual usaha berada di bawah batas atas, maka keuntungan aktual dibagi kepada bank sesuai dengan rasio kontribusi modal. Namun, jika keuntungan melebihi batas atas, maka bagi hasil bank dihitung berdasarkan tarif plafon yang ditetapkan di awal. *Running musharakah* menggunakan rasio pembagian keuntungan yang mengacu pada *Karachi Inter Bank Offered Rate* (KIBOR) agar sesuai dengan harga pasar yang berlaku dan agar pembiayaan *musharakah* dapat bersaing dengan *debt-based financing* dan pembiayaan pada bank konvensional. Sejak menggunakan *running musharakah*, aplikasi pembiayaan dengan prinsip bagi hasil dapat ditingkatkan.

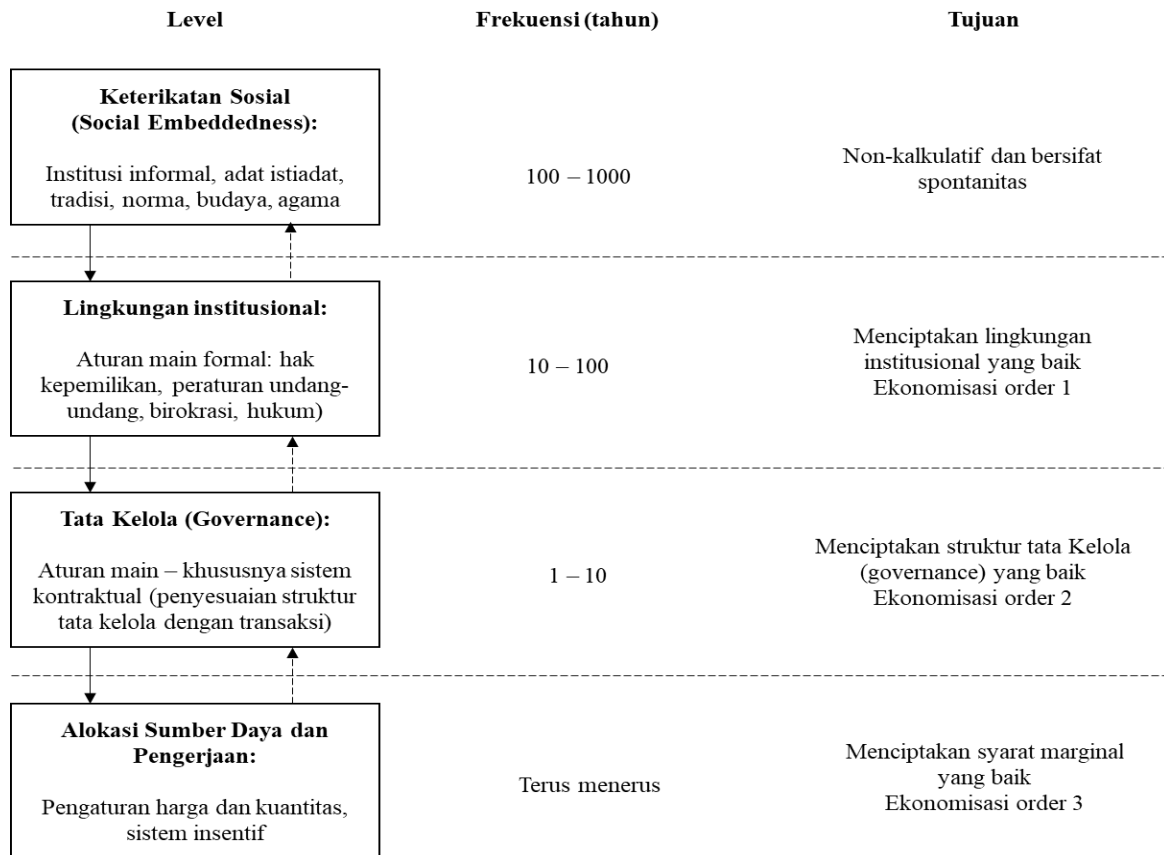
State Bank of Pakistan juga memiliki peran untuk mempromosikan *equity-based financing* di Pakistan dengan menciptakan permintaan pembiayaan syariah yang berasal dari pemerintah. Bank sentral juga melindungi bank syariah dari nasabah yang mengalami default dengan melakukan *update* di *Credit Information Bureau* (CIB) database. Nasabah yang mengalami default tidak diperbolehkan untuk menggunakan layanan keuangan dan perbankan di masa depan. Selain itu, bank sentral juga menargetkan untuk mengaktifkan lingkungan kebijakan dengan berkomitmen menjalin kerjasama dengan pemangku kepentingan lainnya untuk mengembangkan produk berbasis *mudharabah* dan *musharakah* dan mengembangkan mekanisme insentif untuk mendorong peningkatan *equity-based financing* di Pakistan. Pemerintah Pakistan ikut melakukan intervensi dengan membantu masalah manajemen likuiditas jangka pendek yang dihadapi bank syariah dengan menginstruksikan anak perusahaan pemerintah untuk menggunakan pembiayaan dari bank syariah. Institusi-institusi pemerintah seperti *National*

*Accountability Bureau (NAB), Federal Investigation Agency (FIA), dan National Database and registration Authority (NADRA)* berupaya memperkuat sistem untuk mengurangi kemungkinan tindakan penipuan dan meningkatkan kelayakan *equity-based financing*.

## **2.6. Institutional Environment**

Institusi memiliki sejumlah definisi yang berbeda-beda. Secara eksplisit, Commons (1934) dalam bukunya “*institutionals economics*” mendefinisikan institusi sebagai tindakan kolektif yang ditujukan untuk mengendalikan tindakan individu. Secara luas, definisi institusi mengacu pada North (1990) yaitu aturan main dalam masyarakat atau secara formal dapat dikatakan sebagai batasan yang dirancang untuk membentuk interaksi manusia sehingga membentuk insentif untuk melakukan interaksi politik, sosial dan ekonomi. Definisi lainnya yang lebih spesifik, institusi merupakan mekanisme koordinasi antara individu dan proses sosial untuk menciptakan nilai ekonomi yang dapat menjelaskan kegiatan ekonomi sebagai anugrah relatif dari faktor-faktor produksi (Potts, 2007). Menurut Potts (2007), sistem ekonomi terbentuk dari institusi bukan dari sumber daya atau faktor produksi dan kinerja dari sistem ekonomi dapat dijelaskan oleh perbedaan-perbedaan institusi yang membentuknya. Untuk itu, institusi memainkan peran sangat penting secara fundamental bahkan kritis dalam membentuk perilaku ekonomi.

Transaksi antara individu dibatasi oleh “*governance structure*” (Williamson, 1985) atau “*institutional environment*” (Davis & North, 1971; North, 1990) yang terdiri dari *formal institution* dan *informal institution*. Williamson (2000) membangun empat tingkatan institusi berdasarkan analisis sosial. Gambar 2.2 menunjukkan perbedaan level institusi yang dimaksud dan bagaimana mereka saling berkaitan satu dengan yang lainnya. Garis panah solid menunjukkan institusi pada level yang lebih tinggi memberikan batasan kepada institusi pada level di bawahnya. Sebaliknya, garis panah putus-putus terbalik mengindikasikan *feed back* dari institusi pada level bawah untuk level di atasnya.



**Gambar 2. 2. Empat Tingkatan Institusi berdasarkan Analisis Sosial**

Sumber: Williamson (2000)

Level pertama adalah keterikatan sosial yang di dalamnya terdapat kelembagaan informal, kebiasaan, tradisi dan norma. Perubahan institusi pada tingkatan ini berjalan sangat lambat, spontan dan bersifat alamiah dalam hitungan abad hingga milenium. Institusi ini seringkali merupakan buah dari konvensi yang dianggap sebagai nilai simbolis sehingga adopsinya di masyarakat dapat diterima dan dipelihara dalam waktu yang sangat lama. North (1990) dan Williamson (2000) mengategorikan tingkatan pertama sebagai *informal institution*. *Informal institution* dapat mengondisikan bagaimana *formal institution* terbentuk (Williamson, 2000) karena *formal institution* (tiga level di bawahnya) tertanam latar belakang dan nilai budaya yang berbeda serta unik yang relatif stabil dari waktu ke waktu (Fukuyama, 1995; Hofstede, 2001).

Level kedua yaitu lingkungan kelembagaan atau *institutional environment* yang merupakan aturan main formal dalam bentuk konstitusi, peraturan undang-undang, lembaga eksekutif, legislatif, yudikatif dan birokrasi pemerintahan serta distribusi

kekuasaan di berbagai tingkat pemerintahan di bawahnya. Hak kepemilikan atau *property right* dan hukum kontrak menjadi fitur penting dari institusi ini. Hak kepemilikan dan kontrak dapat memperjelas status kepemilikan suatu sumber daya sehingga mengatur dan menghilangkan konflik terkait hak dan kewajiban yang menyertai sumber daya tersebut. Level ketiga berkaitan dengan tata kelola atau *governance* yang berperan untuk meminimalisir biaya transaksi melalui penekanan kontrak yang dibuat, diatur dan ditegakkan sehingga mengurangi konflik menuju harmonisasi kepentingan. Level institusi terakhir mengatur alokasi sumber daya atau fungsi produksi dan struktur insentif.

### 2.6.1. Teori Biaya Transaksi

Salah satu elemen dasar (*the main building blocks*) *institutional economics* yang terpenting adalah biaya transaksi (Furubotn & Richter, 2005; Klein, 1998). Biaya transaksi akan selalu ada dan tidak dapat dihindari serta dapat mempengaruhi struktur institusi dan pilihan-pilihan ekonomi (Furubotn & Richter, 2005). Biaya transaksi merupakan alat ukur untuk menilai efisiensi dari institusi. Semakin tinggi biaya transaksi dalam kegiatan ekonomi maka bisa dikatakan desain institusi masih belum efisien.

Biaya transaksi secara luas didefinisikan sebagai biaya untuk menggerakkan sistem ekonomi (Arrow, 1974). Yeager (1999) secara singkat mendefinisikan biaya transaksi sebagai biaya untuk melakukan negosiasi, pengukuran, dan penegakan transaksi. Menurut Furubotn & Richter (2005), biaya transaksi timbul sehubungan dengan proses transaksi dan besarnya mempengaruhi cara bagaimana kegiatan ekonomi diatur dan dilakukan. Biaya transaksi meliputi biaya pencarian informasi, biaya tawar-menawar, biaya pengambilan keputusan, biaya kepolisian dan penegakan hukum (Furubotn & Richter, 2005). North (1990) mendefinisikan biaya transaksi sebagai biaya untuk mendefinisikan, melindungi, dan menegakkan *property right* dari output yaitu hak untuk menggunakan, hak untuk memperoleh penghasilan dari penggunaan output, dan hak untuk bertransaksi.

Furubotn & Richter (2005) membagi biaya transaksi menjadi tiga kategori besar yaitu biaya transaksi pasar (*market transaction cost*), biaya transaksi manajerial (*managerial transaction cost*), dan biaya transaksi politik (*political transaction costs*). Biaya transaksi pasar merupakan biaya untuk menggunakan pasar. Biaya transaksi pasar secara lebih spesifik meliputi biaya menyiapkan kontrak. Aktivitas ini meliputi biaya

pencarian dan informasi, biaya merumuskan kontrak yang meliputi biaya negosiasi dan pengambilan keputusan, biaya pengawasan (*monitoring*) dan penegakan kewajiban di dalam kontrak, dan biaya untuk membangun dan memelihara hubungan sosial yang seringkali disebut dengan modal sosial (*social capital*). Biaya transaksi manajerial berkaitan dengan biaya pelaksanaan hak untuk melakukan koordinasi di dalam perusahaan. Biaya ini meliputi biaya menyiapkan, memelihara, atau mengubah desain organisasi. Contohnya adalah biaya manajemen personalia, investasi dalam informasi teknologi, biaya untuk menghindari *takeover*, biaya membangun relasi publik dan melakukan lobi. Biaya transaksi politik secara spesifik meliputi biaya penyusunan, pemeliharaan, dan perubahan suatu sistem organisasi politik formal dan informal. Termasuk di dalamnya biaya pembentukan kerangka hukum, struktur administrasi, dan peradilan.

Williamson (2000) menghubungkan biaya transaksi dengan ketidaklengkapan kontrak. Kontrak merupakan janji atau serangkaian perjanjian yang pelaksanaannya adalah kewajiban sedangkan pelanggarannya akan dikenakan hukum (Macneil, 1974). Dalam hal ini, kontrak digunakan untuk mendefinisikan *property right* atau hak kepemilikan dengan beragam ketentuan yang mengatur hak dan kewajiban mengenai penggunaan suatu aset. Menurut Williamson (2000), manusia merupakan aktor utama dalam transaksi yang memiliki atribut rasionalitas yang terbatas (*bounded rationality*) dan oportunis. Manusia tidak mampu membuat perhitungan yang lengkap yang diperlukan untuk membuat pilihan yang optimal walaupun mereka memiliki informasi yang sempurna (Simon, 1993). Keterbatasan menjadi alasan mengapa kontrak yang dibuat menjadi tidak lengkap. Ketidaklengkapan kontrak dapat dimanfaatkan oleh orang-orang yang berperilaku oportunis, yang mementingkan kepentingan dirinya sendiri dengan mengorbankan kepentingan orang lain, sehingga menimbulkan berbagai macam problem seperti *adverse selection*, *moral hazard*, dan kelalaian. Kehadiran beberapa individu oportunis membutuhkan transaksi yang terstruktur untuk melindungi potensi oportunisme karena atribut ini sulit untuk dideteksi (Williamson, 1979). Untuk itu, kontrak secara *ex-ante* harus dibuat secara komprehensif dan lengkap untuk menghindari konflik *ex-post* dan meminimalkan biaya transaksi.

Williamson (1979) mengidentifikasi tiga karakteristik dari setiap transaksi yang dapat mempengaruhi besaran biaya transaksi yaitu *asset-specificity*, *uncertainty*, dan *frequency*.

1. *Asset-specificity* menunjukkan sejauh mana suatu asset memiliki nilai yang lebih tinggi jika hanya digunakan untuk transaksi tertentu dengan mitra tertentu atau sejauh mana investasi dalam suatu asset bersifat *idiosyncratic*. Asset dengan spesifikasi yang tinggi membutuhkan kontrak yang lebih lengkap dan kuat untuk menghindari potensi konflik dari perilaku para oportunist. Menurut North (1990), semakin tinggi spesifikasi suatu asset maka institusi semakin berperan penting untuk menghadirkan kondisi yang memungkinkan individu dapat terlibat dalam kontrak yang lebih kompleks sehingga meminimalkan ketidakpastian penegakan kontrak.
2. *Uncertainty* menunjukkan seberapa jauh transaksi yang dilakukan mengandung ketidakpastian akibat dari aktivitas ekonomi yang bervariasi. Biaya transaksi akan menjadi relevan pada saat *uncertainty* hadir dalam tingkatan menengah dan tinggi.
3. *Frequency* menunjukkan seberapa sering transaksi dilakukan. *Frequency* bisa dikategorikan menjadi frekuensi sekali, kadang-kadang, dan berulang. Semakin sering frekuensi transaksi dilakukan maka akan semakin besar biaya transaksi.

Menurut Williamson (1998), besaran biaya transaksi akan semakin jauh lebih besar apabila terjadi penyimpangan-penyimpangan seperti penyimpangan karena lemahnya jaminan hak kepemilikan, penyimpangan pengukuran atas tugas yang kompleks dan prinsip yang beragam, penyimpangan intertemporal akibat kontrak yang tidak sempurna, informasi jangka panjang yang tersembunyi, penyalahgunaan strategis, penyimpangan akibat lemahnya kebijakan institusi atau *institutional environment* yang berhubungan dengan pembangunan dan reformasi ekonomi, dan penyimpangan akibat lemahnya integritas (*sovereign transactions*).

*Equity-based financing* pada bank syariah merupakan pembiayaan yang dianggap lebih berisiko dibandingkan dengan pembiayaan dengan kontrak lainnya sehingga memerlukan biaya transaksi yang sangat tinggi. Biaya transaksi yang tinggi terjadi karena pembiayaan ini merupakan aset spesifik pada bank syariah dan memiliki sifat *uncertainty* yang tinggi. Pembiayaan ini tergolong aset spesifik karena memiliki karakteristik unik *risk sharing* yang sama sekali berbeda dengan pembiayaan *debt-based financing* dan pembiayaan pada bank konvensional. Pembiayaan ini bersifat *uncertainty* karena

menghasilkan pengembalian yang tidak pasti dan sangat bergantung pada produktifitas usaha nasabah. Tingkat *uncertainty* menjadi semakin tinggi dengan adanya kemungkinan tinggi terjadinya problem *asymmetric information*. Biaya transaksi yang timbul pada pembiayaan ini meliputi biaya monitoring, negosiasi harga, pembuatan draft, penulisan kontrak, penegakkan kontrak dan biaya apabila terjadi wanprestasi oleh nasabah pembiayaan (Suzuki & Miah, 2016). Biaya lainnya yang muncul juga bisa berupa biaya untuk mengumpulkan informasi calon nasabah pembiayaan yang akan menambah semakin tingginya biaya transaksi.

### 2.6.2. Teori Kontrak

Elemen dasar lainnya dari *institutional economics* adalah terkait kontrak (Furubotn & Richter, 2005; Klein, 1998). Teori kontrak lengkap menekankan analisisnya pada kontrak yang bersifat formal, menentukan kondisi yang dibutuhkan agar kontrak menjadi optimal sehingga secara fundamental dapat ditegakkan secara otomatis (*self-enforcing*). Para ahli teori pendekatan ini fokus pada faktor *ex-ante*, yaitu pada kondisi apriori yang harus dipenuhi klausulnya agar kontrak menjadi efisien. Pendekatan kedua menganggap sebagian besar kontrak tidak lengkap sehingga implementasi dan penegakkannya memerlukan perangkat untuk mengisi kekosongan dan untuk memaksakan kendala eksternal pada pihak-pihak yang bertransaksi. Salah satu pengembang dari teori kontrak tidak lengkap (*incomplete contract*) adalah Williamson (1979, 1985). Pendekatan ini menekankan perbedaan antara kondisi *ex-ante* dan *ex-post* yaitu jika kesepakatan tercapai akan memungkinkan pengembangan aset pelengkap namun jika timbul kondisi *ex-post* yang tidak terduga dapat berpotensi munculnya perilaku oportunis. Perilaku ini kemudian membuat kontrak sulit untuk ditegakkan dan menimbulkan konflik. Dalam pendekatan ini, keterkaitan kontrak dengan institusi menjadi isu sentral (Ménard, 2000).

Dalam teori kontrak formal, terdapat dua jenis batasan informasi yang perlu dipertimbangkan yaitu pandangan ke depan yang tidak sempurna (*imperfect foresight*) dan informasi asimetris (*asymmetric information*) (Furubotn & Richter, 2005). Pandangan ke depan yang tidak sempurna memiliki arti yang sama dengan *bounded rationality* yaitu rasionalitas yang terbatas dan sulit untuk memperhitungkan seluruh kemungkinan-kemungkinan yang akan terjadi di kemudian hari atau bahkan tidak terduga sebelumnya. Batasan informasi ini menyebabkan kontrak menjadi tidak lengkap dan

memerlukan penyesuaian di kemudian hari untuk membuat kontrak menjadi semakin baik. Informasi yang asimetris terjadi saat salah satu pelaku ekonomi memiliki beberapa keuntungan informasi dibandingkan pihak yang lainnya. Terdapat dua jenis informasi asimetris yaitu *adverse selection* (informasi asimetris prakontraktual) dan *moral hazard* (informasi asimetris pascakontraktual). Permasalahan *asymmetric information* akhirnya akan berpotensi menimbulkan perilaku oportunistis bagi pelaku ekonomi yang memiliki informasi lebih banyak.

Informasi asimetris dapat terjadi pada banyak kasus di pasar yang meliputi kualitas produk dan jasa. Teori informasi asimetris pada produk dapat ditelusuri dari tulisan Akerlof (1970) mengenai “*The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*” yang mereduksi informasi asimetris melalui institusi pasar perantara (*intermediary market institutions*) atau institusi penghalang (*counteracting institutions*) dalam bentuk jaminan atau garansi sehingga memberikan pembeli memiliki cukup waktu untuk memperoleh informasi yang sama dengan penjual mengenai kualitas suatu produk. Dalam praktik di pasar tenaga kerja, Spence (1973) melalui tulisannya yang berjudul “*Job Market Signaling*” berpendapat bahwa keputusan pengusaha untuk mempekerjakan karyawan merupakan keputusan investasi di bawah kondisi yang tidak pasti karena pengusaha tidak tahu persis bagaimana kapabilitas pekerja yang direkrutnya. Keberhasilan dalam pengambilan keputusan ditentukan oleh pengalaman dalam pasar tenaga kerja (*job market*) atau sinyal (*signals*) yang dapat dimanipulasi seperti atribut pendidikan karyawan.

Dalam teori ekonomi neoklasik, kontrak biasanya diasumsikan dalam kondisi lengkap (*complete contract*) yang dapat dibuat dan ditegakkan tanpa biaya (*costless*) (Furubotn & Richter, 2005). Namun secara realitasnya, membuat dan menegakkan kontrak memerlukan biaya transaksi. Secara umum, seluruh ketidakpastian dalam membuat kontrak tidak memungkinkan untuk dihitung. Namun demikian, kontrak bisa dibuat menjadi lebih komprehensif berdasarkan hasil evaluasi dari kontrak-kontrak sebelumnya yang memiliki informasi terbatas. Menurut Klein (1980), kontrak selalu tidak lengkap karena dua alasan. Pertama, adanya *uncertainty* atau ketidakpastian munculnya berbagai macam *contingencies* atau kemungkinan-kemungkinan yang menimbulkan biaya untuk mengetahui dan menentukan bagaimana untuk merespon semua kemungkinan tersebut. Kedua, sulitnya menentukan kinerja kontrak yang khusus

(*particular contractual performance*) seperti bagaimana usaha dan kemampuan karyawan menjalani tugas-tugas yang kompleks sehingga memerlukan biaya yang mahal untuk mengukurnya. Oleh karena itu, pelanggaran kontrak seringkali sulit untuk dibuktikan dan diputuskan oleh pihak ketiga seperti pengadilan.

Perumusan kontrak dan kinerjanya dipengaruhi oleh biaya transaksi yang positif dan hubungan biaya transaksi tersebut dengan informasi asimetris antara pihak-pihak yang bertransaksi dan kebutuhan akan transaksi investasi yang spesifik (Furubotn & Richter, 2005). Berbagai konsep teori kontrak telah dikembangkan oleh para ekonom seperti diantaranya Arrow (1984), Klein & Leffler (1981), Kronman (1985), dan Macneil (1974) untuk mengatasi permasalahan transaksi dan menghasilkan tiga tipe kontrak sebagai berikut:

1. Teori kontrak keagenan (*agency-contract theory*) yang secara khusus memperhatikan masalah informasi asimetris yang terjadi pada prinsipal dan agen yang berinteraksi. Prinsipal memiliki informasi terbatas tentang operasi dan tidak mengamati sepenuhnya tindakan agen. Dalam hal ini, prinsipal harus mengeluarkan biaya monitoring yang mahal untuk dapat memiliki informasi lengkap yang dimiliki oleh agen. Teori ini diasumsikan sebagai kesepakatan yang dapat ditegakkan secara hukum (*legally*).
2. Teori kesepakatan otomatis (*self-enforcing agreement theory*) merupakan kontrak bisnis jangka panjang yang berisi kesepakatan yang dapat ditegakkan secara otomatis tanpa intervensi pihak ketiga. Apabila terjadi pelanggaran, salah satu pihak yang dirugikan bisa menghentikan kontrak secara sepihak. Kontrak semacam ini didesain untuk memastikan bahwa keuntungan berbuat curang selalu lebih rendah dibandingkan keuntungan karena mematuhi kontrak yang sudah disepakati (Klein, 1980).
3. Teori kontrak relasional (*relational-contract theory*) merupakan kontrak yang tidak memperhitungkan semua kontingensi di masa depan namun tetap mengatur hubungan jangka panjang berdasarkan kesepakatan di masa lalu, sekarang, dan yang diharapkan di masa depan oleh pihak-pihak yang terlibat (Macneil, 1974). Kontrak semacam ini bersifat implisit, informal dan tidak mengikat. Penegakan berdasarkan kesadaran individu memiliki peran yang sangat penting. Jika terjadi pelanggaran kontrak akan diselesaikan melalui kerja sama, pemaksaan, komunikasi, dan strategi.

Kontrak memiliki beragam pengaturan kesepakatan yang masih potensial dan sudah aktual (Ménard, 2000). Variasi klausul kontrak hampir tak terbatas. Namun demikian terdapat seperangkat pola dasar yang terus berulang sehingga menunjukkan kemungkinan tipologi kontrak walau belum diterima secara universal. Faktor perbedaan jenis kontrak dapat diklasifikasikan menjadi empat aspek. Pertama, jangka waktu dari kontrak (*duration*) yang menggambarkan komitmen (*signal commitment*) dari pihak yang bertransaksi. Kedua, derajat kelengkapan (*degree of completeness*) yang meliputi variabel harga, kualitas, aturan keterlambatan, dan penalti. Derajat kelengkapan meningkat pada kontrak dengan aset yang lebih spesifik dan menurun apabila terdapat ketidakpastian yang tinggi. Ketiga, keterkaitannya dengan insentif yang terbagi-bagi menjadi insentif dengan sistem yang tetap (*piece-rate system*), insentif berdasarkan durasi kerja, pengembalian aset kepada pemilik, atau sistem sewa yang dibagi di antara pihak bertransaksi di dalam suatu proyek. Keempat, prosedur penegakan (*enforcement procedures*).

Pelaku ekonomi yang berada dalam *institutional environment* yang tidak berjalan dengan baik cenderung menghindari kesepakatan kontrak yang dibuat secara kompleks (Clague, 1997). Terdapat dua jenis penegakan yang ada di dalam masyarakat yaitu aturan formal dan informal. Aturan formal dibuat dan dipaksakan oleh organisasi resmi seperti negara atau perusahaan untuk menyelesaikan konflik melalui pihak ketiga (*third party sanction*) sedangkan aturan informal berasal dari norma-norma sosial baik eksplisit maupun implisit yang muncul karena adanya hubungan sosial. Derajat penegakan dipengaruhi oleh daya tekan (*coercive power*) dari negara atau norma-norma dalam masyarakat yang keduanya bersifat substitusi atau menggantikan (Stone et al., 1996). Menurut North (1990), aturan informal berupa reputasi, standar perilaku yang diterima luas, dan konvensi yang muncul dari interaksi berulang secara luas dapat melengkapi dan memperkuat aturan formal. Aturan informal ini dapat mendefinisikan derajat kejujuran dalam pertukaran informasi antar pihak-pihak yang bertransaksi. Prosedur penegakan menjadi kunci utama yang menentukan berhasil atau tidaknya suatu kesepakatan kontrak karena menghadapi isu utama berupa penyimpangan karena perilaku oportunis (Ménard, 2000).

*Equity-based financing* memiliki isu utama berupa problem *asymmetric information* baik sebelum maupun setelah pembiayaan. Untuk itu, diperlukan kontrak

pembiayaan yang komprehensif yang dapat mereduksi problem tersebut. Kontrak yang komprehensif dalam tercipta dengan terus melakukan evaluasi dari kontrak-kontrak sebelumnya yang kurang lengkap. Untuk mengurangi risiko pembiayaan, bank syariah dapat menerapkan *incentive-compatible constraints* yang memberikan batasan-batasan kepada nasabah atau *mudharib* untuk melakukan moral hazard selama periode pembiayaan. Kontrak juga perlu mengatur adanya penyelesaian konflik akibat nasabah yang wanprestasi agar tidak merugikan bank syariah.

### 2.6.3. Teori *Property Right*

Sistem sosial mengandalkan aturan atau kebiasaan untuk menyelesaikan konflik yang muncul dalam penggunaan sumber daya yang langka (Alchian & Demsetz, 1973). Penggunaan sumber daya berkaitan dengan *property right* atau hak kepemilikan. Menurut North (1990), *property right* merupakan hak individu atas sumber daya atau aset yang dimiliki sesuai dengan aturan hukum, bentuk organisasi, penegakan dan norma perilaku. Sejalan dengan pengertian ini, Alchian (1965) mendefinisikan *property right* sebagai hak individu untuk menggunakan sumber daya yang didukung oleh kekuatan etiket, kebiasaan sosial, hukum formal yang disahkan secara hukum dan didukung oleh kekuatan hukum negara. Definisi ini memiliki konsep yang luas dan menekankan aspek legal dan juga konvensi sosial yang dapat mengatur perilaku seperti budaya perusahaan dan reputasi (Kreps, 1990).

Menurut Barzel (1997), konsep *property right* sangat dekat dengan biaya transaksi karena biaya transaksi merupakan biaya yang berkaitan dengan kegiatan transfer, memiliki, dan melindungi hak-hak (*transfer, capture, and protection of rights*). Kaitan antara *property right* dan biaya transaksi berkaitan dengan konflik akibat perilaku oportunistik. Dalam model prinsipal-agen, agen dapat mengambil hak kepemilikan prinsipal dengan berbuat lalai dengan memanfaatkan permasalahan pengukuran dan informasi asimetris. Dalam teori kontrak lengkap, efisiensi ekonomi tidak mempermasalahkan hak kepemilikan karena segala kemungkinan atau kontingensi sudah dispesifikasi secara rinci di dalam kontrak. Karena adanya *bounded rationality* maka hampir semua kontrak tidak lengkap (Hart & Moore, 1988) seperti ditekankan pada teori biaya transaksi (Williamson, 1979). Kontrak tidak lengkap menandakan ada unsur-unsur yang belum dituliskan ke dalam kontrak karena kesulitan memperhitungkan semua

kemungkinan yang ada. Unsur-unsur yang belum dispesifikasi (dalam hal mengenai *property right*) ini menimbulkan potensi masalah ekonomi dalam pembagian output bagi pihak-pihak yang menjalin hubungan kontraktual sehingga menimbulkan permasalahan insentif untuk berinvestasi pada aset-aset yang spesifik (Grossman & Hart, 1986).

*Property right* dalam pembiayaan *equity-based financing* berkaitan dengan kontribusi modal yang diberikan oleh bank kepada nasabah. Modal merupakan aset bank yang dikelola oleh nasabah dengan pembagian hasil menurut ketentuan awal yang disepakati oleh kedua belah pihak. Menurut Aggarwal & Yousef (2000), pembagian hasil ini dapat diobservasi namun sulit sekali diverifikasi oleh pengadilan sehingga membuat pembiayaan *equity-based financing* menjadi lebih kompleks. Pada pembiayaan ini, khususnya kontrak *mudharabah*, bank tidak terlibat dalam urusan manajemen dan tidak memiliki hak kontrol terhadap usaha nasabah sehingga seringkali menyebabkan problem keagenan (Dar & Presley, 2000). Pada *debt-based financing*, hak kontrol atas aset sepenuhnya dimiliki oleh bank syariah sehingga bank dapat mengamankan posisinya pada saat terjadi wanprestasi. Untuk mengatasi hal ini, Ahmed (2002) menyarankan bank syariah untuk meminta *mudharib* menyediakan *collateral* atau jaminan pada pembiayaan *equity-based financing* untuk mengamankan hak bank syariah saat terjadi wanprestasi akibat kelalaian nasabah.

#### **2.6.4. Formal Institution**

*Formal institution* merupakan bagian dari *institutional environment* (Davis & North, 1971; North, 1990) yang berkaitan dengan *governance structure* (Williamson, 1985). *Governance structure* memiliki definisi sebagai aturan main yang penting dalam bentuk serangkaian peraturan yang diterima oleh publik dan juga pemangku kepentingan agar tercipta akuntabilitas, transparansi, efektivitas kebijakan publik, dan partisipasi publik dalam pengambilan keputusan (Kaufmann & Kraay, 2008). Menurut Li & Zahra (2012), *formal institution* meliputi aturan politik, ekonomi dan kontraktual. *Formal institution* memiliki peran untuk memberikan struktur transaksi ekonomi dibawah kondisi *asymmetric information* dan tingginya biaya transaksi (Li & Zahra, 2012) sehingga dapat membentuk perilaku individu dalam membuat keputusan ekonomi. Biaya transaksi timbul karena mahalnya informasi yang harus dikumpulkan akibat kompleksitas

lingkungan eksternal dan keterbatasan perhitungan manusia yang membuat kontrak yang dibuatnya menjadi tidak lengkap (Hart & Moore, 1990).

Kualitas *formal institution* menjadi sorotan bagi banyak pihak terutama mengenai kualitas institusi ini pada negara-negara berkembang (Arndt, 2008). Kualitas *formal institution* menjadi hal yang sangat penting bagi investor internasional yang ingin berinvestasi pada negara-negara berkembang karena potensi peningkatan aset juga berkaitan dengan aspek risiko di negara tempat mereka berinvestasi. Selain itu, peningkatan minat mengenai kualitas *formal institution* ini juga disebabkan oleh karya North (1990) yang menekankan pentingnya *formal institution* untuk kesuksesan pembangunan jangka panjang, peningkatan kesejahteraan dan pembangunan masyarakat.

Berkembangnya pandangan bahwa *formal institution* ini memiliki peran penting telah mendorong berbagai organisasi internasional seperti *World Bank* untuk menggunakan metode pengukuran kuantitatif sehingga kualitas dari institusi ini dapat dibandingkan baik antar negara maupun antar waktu. Indikator *formal institution* dibuat untuk memberikan insentif terutama bagi negara-negara berkembang untuk meningkatkan kualitas tata kelola, transparansi dan objektivitas keputusan alokasi investasi, untuk melakukan penelitian tata kelola kuantitatif, dan untuk alasan kelembagaan lainnya. Muncul beberapa indikator secara kuantitatif yang mengumpulkan informasi dalam jumlah yang besar yang kemudian direduksi menjadi nilai skor tunggal untuk negara dan waktu tertentu sehingga menarik berbagai kalangan untuk menggunakannya sebagai dasar untuk mengambil keputusan (Arndt, 2008).

Salah satu indikator kuantitatif yang paling banyak digunakan adalah *World Governance Index* (WGI) (Arndt, 2008; Da Cruz & Marques, 2017). WGI merupakan indikator dibangun oleh Kaufmann et al. (2009) yang memungkinkan pengembangan *formal institution* dapat dibandingkan antar negara karena indeks ini meliputi 200 negara yang dibangun sejak tahun 1996. Indikator WGI merupakan kumpulan data penelitian yang diperoleh melalui survei yang merangkum pandangan sejumlah besar perusahaan, warga negara, dan para ahli tentang kualitas tata kelola baik di negara-negara industri maupun negara-negara berkembang. Data ini dikumpulkan dari sejumlah lembaga survei, lembaga *think tank* atau institusi penelitian, lembaga swadaya masyarakat, organisasi internasional, dan perusahaan swasta. Menurut Kaufmann et al. (2009), *governance* terdiri dari tradisi dan institusi bagaimana otoritas suatu negara dijalankan, proses

bagaimana pemerintah dipilih, dipantau dan diganti, bagaimana kapasitas pemerintah untuk merumuskan dan melaksanakan kebijakan yang sehat dan efektif, bagaimana warga negara dan juga negara menghormati institusi yang mengatur interaksi ekonomi dan sosial. Pendekatan untuk membuat indeks ini menggunakan metode statistik untuk menstandarkan data dari beragam sumber berbasis persepsi dan menggabungkan banyak indikator untuk mengukur enam dimensi tata kelola yang meliputi *voice and accountability*, *political stability and absence of violence/terrorism*, *government effectiveness*, *regulatory quality*, *rule of law*, dan *control of corruption*. Penjelasan mengenai masing-masing dimensi adalah sebagai berikut:

#### 1. ***Voice and Accountability***

Dimensi ini menangkap persepsi sejauh mana warga negara dapat berpartisipasi dalam memilih pemerintah mereka, serta kebebasan berekspresi, kebebasan berserikat, dan kebebasan media. Beberapa indikator untuk menyusun dimensi ini diantaranya adalah indeks demokrasi, akuntabilitas pejabat publik, kebebasan berserikat, kebebasan sipil, kejujuran dalam pemilu, kebebasan pers, menghormati hak dan kebebasan minoritas, reliabilitas statistik ekonomi dan keuangan, reliabilitas rekening BUMN, apakah kebijakan ekonomi negara dikomunikasikan dan diperdebatkan secara publik.

#### 2. ***Political Stability***

Dimensi ini menangkap persepsi kemungkinan pemerintah akan mengalami distabilitas atau digulingkan dengan cara-cara yang inkonstitusional atau kekerasan, termasuk kekerasan bermotif politik dan terorisme. Beberapa indikator untuk menyusun dimensi ini diantaranya adalah ada atau tidaknya konflik bersenjata, demonstrasi kekerasan, kerusuhan sosial, ancaman teroris, konflik etnis, agama, atau daerah dan organisasi politik bawah tanah.

#### 3. ***Government Effectiveness***

Dimensi ini menangkap persepsi tentang kualitas layanan publik, kualitas layanan sipil, dan tingkat independensinya dari tekanan politik, kualitas perumusan dan implementasi kebijakan, dan kredibilitas komitmen pemerintah untuk kebijakan tersebut. Beberapa indikator untuk menyusun dimensi ini diantaranya adalah kualitas birokrasi dan efektivitas kelembagaan, kepuasan terhadap infrastruktur yang dibangun pemerintah, kualitas administrasi publik, kualitas budget dan manajemen

keuangan, integritas pelayanan sipil, infrastruktur dan lingkungan bisnis, dan kepercayaan terhadap pemerintah.

#### 4. ***Regulatory Quality***

Dimensi ini menangkap persepsi tentang kemampuan pemerintah untuk merumuskan dan mengimplementasikan kebijakan dan peraturan yang baik yang memungkinkan dan mendorong pengembangan sektor swasta. Beberapa indikator untuk menyusun dimensi ini diantaranya adalah ada tidaknya praktik kompetisi yang tidak adil, kontrol terhadap harga, diskriminasi tarif, proteksi yang berlebihan, diskriminasi pajak, kemudahan memulai bisnis oleh pemerintahan lokal, kebijakan perdagangan dan lingkungan kebijakan bisnis.

#### 5. ***Rule of Law***

Dimensi ini menangkap persepsi sejauh mana individu memiliki kepercayaan dan mematuhi aturan masyarakat, khususnya dalam hal kualitas penegakan kontrak, hak milik, polisi dan pengadilan, serta kemungkinan kejahatan dan kekerasan. Beberapa indikator untuk menyusun dimensi ini diantaranya adalah adanya kejahatan kekerasan, keadilan proses peradilan, keberlakuan kontrak, kecepatan proses peradilan, perlindungan hak kekayaan intelektual, perlindungan properti pribadi, keyakinan pada kepolisian, keyakinan pada sistem peradilan, dan tingkat penegakan perintah dan keputusan pengadilan. Secara umum, sistem hukum yang berlaku saat ini di berbagai negara berasal dari dua tradisi yaitu *common law* (Anglo Saxon) dan *civil law* (Eropa Kontinental). Sistem hukum *common law* berasal dari Inggris dan berkembang di negara-negara jajahannya sedangkan *civil law* berasal dari hukum Romawi. Proses hukum dan regulasi dalam sistem hukum *common law* lebih banyak melibatkan institusi dan masyarakat sedangkan pada sistem hukum *civil law* menggunakan kode-kode dan aturan hukum yang berlaku sebagai sumber hukum dan dasar untuk pengambilan keputusan hukum.

#### 6. ***Control of Corruption***

Dimensi ini menangkap persepsi sejauh mana kekuasaan publik digunakan untuk keuntungan pribadi, termasuk bentuk korupsi besar dan kecil. Beberapa indikator untuk menyusun dimensi ini diantaranya adalah korupsi di kalangan pejabat publik, kepercayaan publik terhadap politisi, pengalihan dana publik, tingkat korupsi antara administrasi dan bisnis lokal dan perusahaan asing, indeks korupsi, transparansi,

akuntabilitas, dan korupsi di sektor publik, korupsi di kantor kepresidenan, hakim, dan pejabat pemerintah.

Selain WGI, ada beberapa indeks lainnya yang digunakan untuk mengukur kualitas perkembangan *formal institution* seperti *Corruption Perceptions Index* (CPI), *Doing Business Indicators* dari *World Bank* dan *International Finance Corporation* (IFC), dan *International Country Risk Guide* (ICRG), dan *Country and Policy Institutional Assessment* (CPIA) (Arndt, 2008). CPI fokus untuk mengekspos sistem dan jaringan yang memungkinkan korupsi berkembang dan mempromosikan transparansi, akuntabilitas, dan integritas dalam setiap aspek kehidupan publik di semua tingkatan dan sektor masyarakat. *Doing Business Indicators* merupakan indeks untuk mengukur sejauh mana bisnis mudah dilakukan karena mendapatkan lingkungan peraturan yang lebih kondusif untuk memulai dan mengoperasikan perusahaan lokal. Namun laporan dari indeks ini dihentikan terbit untuk sementara oleh *World Bank* pada tahun 2020 karena terdapat penyimpangan data laporan tahun 2018 dan 2020 berdasarkan temuan audit independen atas laporan data dan metodologinya. ICRG memberikan peringkat dan prakiraan risiko politik, ekonomi dan keuangan yang meliputi 140 negara baik negara maju maupun negara berkembang. ICRG menggunakan metodologi dan rangkaian data risiko politik yang diterima oleh pengadilan dalam sengketa komersial yang melibatkan penilaian risiko politik. ICRG juga bekerjasama dengan *Transparency International* (TI) untuk menyediakan data terkait korupsi yang digunakan untuk membuat *Corruption Perceptions Index*. CPIA dibuat oleh *World Bank* sejak tahun 1977 untuk mengukur dan memberikan peringkat mengenai kemampuan negara-negara untuk menggunakan bantuan yang diberikan secara efektif. Hal-hal yang dinilai adalah seberapa baik kebijakan dan kerangka kelembagaan suatu negara mendorong pengurangan jumlah kemiskinan, pertumbuhan yang berkelanjutan, dan penggunaan bantuan secara efektif. Peringkat CPIA digunakan oleh *World Bank* untuk menghitung peringkat kinerja negara, dan memainkan peran penting dalam menentukan alokasi bantuan.

Kualitas *formal institution* yang semakin baik seharusnya dapat mendorong pertumbuhan pasar kredit khususnya pembiayaan berisiko seperti *equity-based financing* pada bank syariah. Pembiayaan jenis ini memiliki sejumlah masalah utama yang berkaitan dengan *asymmetric information* yang dapat dikurangi dengan adanya aturan ekonomi, politik, dan hukum yang terstruktur dengan baik sehingga mengurangi potensi

terjadinya permasalahan *adverse selection* dan *moral hazard*. Namun pada kenyataannya, kebanyakan bank syariah beroperasi pada negara-negara berkembang dengan kualitas *formal institution* yang buruk dan rawan terjadinya *agency problem* (Aggarwal & Yousef, 2000). *Formal institution* yang ada juga belum mengakomodasi risiko unik yang dihadapi bank syariah saat menggunakan *equity-based financing* seperti risiko yang terjadi akibat dari fitur kontrak yang spesifik, hukum, tata kelola dan infrastruktur likuiditas (Čihák & Hesse, 2010). Dari segi hukum, bank syariah masih memiliki keterbatasan sarana hukum untuk mengontrol hubungannya dengan para nasabah pembiayaan (Čihák & Hesse, 2010; Sundararajan & Errico, 2002).

### 2.6.5. *National Culture*

Menurut Hofstede (2001) dan Hofstede et al. (2010), cara orang seluruh dunia berfikir, merasakan, dan bertindak terhadap masalah yang mereka hadapi dan keputusan yang mereka buat sebagian besar terstruktur oleh lingkungan sosial mereka seperti dari keluarga, sekolah, dan komunitas tempat tinggal sehingga disebut dengan program mental atau *national culture*. Program mental atau budaya ini berbeda-beda untuk setiap negara dan memiliki konsekuensi penting seperti perbedaan keyakinan, sikap dan juga keterampilan yang mengakar bagi berfungsinya masyarakat tersebut. Budaya merupakan agregat interaktif dari karakteristik umum yang mempengaruhi respon kelompok manusia terhadap lingkungannya. Secara singkat, *national culture* yang merupakan bagian dari *informal institution* didefinisikan sebagai seperangkat norma, perilaku yang diharapkan, keyakinan, dan nilai-nilai bersama yang menjadi panduan prinsip dalam kehidupan masyarakat (Hofstede, 2001; Schwartz, 1994). Perubahan *national culture* sebagai bagian dari *informal institution* berjalan sangat lambat, spontan dan bersifat alamiah dalam hitungan abad hingga milenium (Williamson, 2000). Menurut Williamson (2000), institusi ini seringkali merupakan buah dari konvensi yang dianggap sebagai nilai simbolis sehingga adopsinya di masyarakat dapat diterima dan dipelihara dalam waktu yang sangat lama. Menurut Hofstede (2001), *national culture* juga dapat mempengaruhi konfigurasi dan pengelolaan organisasi. *Informal institution* dapat mengkondisikan bagaimana *formal institution* terbentuk (Williamson, 2000) karena *formal institution* tertanam dalam latar belakang dan nilai budaya yang berbeda serta unik yang relatif stabil dari waktu ke waktu (Fukuyama, 1995; Hofstede, 2001).

Hofstede (2001) menguraikan perbedaan atau keragaman nilai-nilai budaya antar negara melalui dimensi yang berbeda berdasarkan penelitian secara empiris. Hofstede melakukan proyek penelitian dalam skala besar berbasis survey mengenai nilai-nilai budaya orang-orang di lebih dari 50 negara yang bekerja pada perusahaan multinasional yaitu perusahaan *International Business Machines* (IBM). Menurut Hofstede (2001), perbedaan nilai-nilai budaya antar negara dapat diidentifikasi melalui orang-orang ini karena mereka merepresentasikan sampel yang memiliki karakteristik yang hampir sama dalam setiap aspek dan hanya berbeda dalam hal kebangsaannya saja. Survey dilakukan sebanyak dua kali yaitu sekitar tahun 1968 dan tahun 1972 dengan menggunakan lebih dari 116,000 kuisisioner. Dalam membuat kuisisioner untuk mengungkapkan dimensi budaya lintas negara, Hofstede (2001) menggunakan kuisisioner yang dapat mengungkapkan pilihan mayoritas individu yang bersifat praktis bukan bersifat ideologi sehingga menjadikan norma dapat dianalisis dengan menggunakan statistika dan bukan sebagai sesuatu yang absolut.

Enam dimensi Hofstede (2001) beserta penjelasannya adalah sebagai berikut:

#### **1. *Power Distance***

Dimensi ini mengukur derajat kesenjangan (*inequality*) dalam masyarakat. Menurut Hofstede et al. (2010), salah satu aspek yang membedakan antara satu negara dengan negara lain yaitu cara bagaimana masyarakatnya menangani kesenjangan dalam masyarakat. Nilai budaya ini mengungkapkan sejauh mana anggota dalam suatu organisasi atau lembaga yang memiliki posisi yang lemah mengharapkan dan menerima bahwa kekuasaan didistribusikan secara tidak merata (Hofstede et al., 2010). Budaya *power distance* yang tinggi menunjukkan terdapat hierarki dalam tatanan masyarakat, hak-hak yang tidak setara antara pemegang kekuasaan dan yang tidak memiliki kekuasaan, pemimpin bersifat direktif, kontrol manajemen dan delegasi. Budaya ini juga dicirikan dengan kekuasaan terpusat dan manajer yang mengandalkan kepatuhan dari bawahannya. Karyawan selalu berharap diberi arahan mengenai apa yang harus dilakukan dan pada waktu kapan. Manajer sangat dihormati untuk posisi mereka. Komunikasi yang terjadi bersifat tidak langsung dan umpan balik negatif tidak disampaikan secara langsung bahkan seringkali disembunyikan. Seringkali di negara dengan nilai budaya *power distance* yang tinggi terdapat kesenjangan yang cukup besar antara si kaya dan miskin. Sebaliknya, negara dengan

nilai budaya *power distance* yang rendah dicirikan dengan keinginan yang kuat untuk menjadi lebih independen, hierarki hanya untuk kenyamanan, adanya persamaan hak, pemimpin melakukan pembinaan, manajemen memberikan fasilitas dan juga memberdayakan bawahan, kekuasaan terdesentralisasi, manajer mengandalkan pengalaman anggota tim mereka, karyawan lebih menyukai konsultasi daripada dikontrol, dan komunikasi yang berlangsung bersifat langsung dan partisipatif.

## 2. *Uncertainty Avoidance*

*Uncertainty avoidance* didefinisikan sebagai sejauh mana anggota budaya merasa terancam oleh situasi yang ambigu atau tidak diketahui (Hofstede et al., 2010). Ambiguitas membawa kecemasan dan budaya yang berbeda memiliki cara yang berbeda untuk mengatasi kecemasan ini. Pada masyarakat dengan nilai budaya *uncertainty avoidance* yang tinggi akan merasa terancam oleh situasi yang ambigu dan tidak diketahui sehingga menciptakan keyakinan untuk menghindari kondisi yang serba tidak pasti, mempertahankan perilaku yang kaku dan tidak toleran dengan gagasan baru yang tidak ortodoks sehingga inovasi dapat ditentang, serta keamanan (*security*) adalah elemen penting bagi motivasi individu. Sebaliknya, pada negara dengan budaya *uncertainty avoidance* yang rendah, masyarakatnya mempertahankan sikap yang lebih santai sehingga praktik lebih penting daripada prinsip dan penyimpangan dari norma mudah untuk ditoleransi. Mereka percaya bahwa peraturan dibuat hanya sebatas keperluan dan jika peraturan tersebut masih bersifat ambigu atau tidak berfungsi maka harus ditinggalkan atau dirubah. Bagi masyarakat dengan budaya *uncertainty avoidance* yang rendah, inovasi bukanlah merupakan sebuah ancaman.

## 3. *Individualism*

Dimensi ini mengukur tingkat saling ketergantungan yang dipertahankan masyarakat di antara para anggotanya. *Individualism* berkaitan dengan masyarakat yang memiliki ikatan antara individu yang bersifat longgar sehingga setiap orang berharap untuk bisa menjaga dirinya sendiri dan keluarga terdekatnya. Nilai budaya ini dikaitkan dengan kecenderungan individu untuk fokus pada atribut internal mengenai kemampuan individu untuk membedakan dirinya dari orang lain, penekanan pada kesuksesan individu, otonomi dan orientasi diri. *Collectivism* sebagai lawan dari *individualism* berkaitan dengan masyarakat yang sejak lahir terintegrasi menjadi kelompok-

kelompok yang kuat dan kohesif dan sepanjang hidup orang akan terus melindungi mereka dengan imbalan kesetiaan (Hofstede et al., 2010). Negara dengan nilai budaya *individualism* yang tinggi akan menekankan pada pencapaian pribadi dan hak individu. Ciri lainnya adalah persepsi bahwa setiap orang memiliki hak atas pendapatnya sendiri dan berharap bisa mewujudkannya walau kerja kelompok tetap dianggap penting. Di negara dengan tingkat *individualism* yang tinggi, suatu pelanggaran menyebabkan rasa bersalah dan hilangnya harga diri. Selain itu, hubungan majikan dan karyawan merupakan kontrak berdasarkan keuntungan bersama, keputusan perekrutan dan promosi didasarkan pada prestasi individu. Masyarakat dengan nilai budaya *individualism* yang rendah dianggap sebagai masyarakat *collectivism* dengan komitmen jangka panjang yang cukup erat antar anggota kelompok baik itu keluarga, keluarga besar, atau kelompok yang lebih luas lagi. Loyalitas dalam budaya *collectivism* adalah yang terpenting, dan mengesampingkan sebagian besar aturan dan peraturan masyarakat lainnya. Masyarakat memupuk hubungan yang kuat dan setiap orang bertanggung jawab atas sesama anggota kelompok mereka. Dalam masyarakat dengan budaya *collectivism*, hubungan majikan dan karyawan dianggap seperti hubungan keluarga dan keputusan perekrutan serta promosi mempertimbangkan kelompoknya.

#### 4. *Masculinity*

Suatu masyarakat disebut maskulin ketika peran gender secara emosional memiliki perbedaan yang sangat jelas. Pria dianggap memiliki sikap tegas, tangguh, dan fokus pada kesuksesan materi sedangkan wanita memiliki sifat yang sederhana, lembut, dan peduli dengan kualitas hidup. Suatu masyarakat disebut memiliki ciri feminin apabila peran gender secara emosional lebih dekat kepada sifat wanita baik itu laki-laki maupun wanita itu sendiri yaitu memiliki sifat yang sederhana, lembut, dan peduli dengan kualitas hidup. Budaya maskulin dalam pekerjaannya berorientasi untuk mendapatkan penghasilan yang tinggi, mendapatkan pengakuan yang pantas apabila berprestasi, memiliki kesempatan peningkatan karir, dan memiliki tantangan dalam bekerja. Sebaliknya, budaya feminin memiliki tujuan untuk memiliki hubungan yang baik dengan para atasan, dapat bekerja sama satu sama lain, dan memilih untuk bekerja selama mereka memang memilih untuk terus bekerja.

### 5. *Long-term orientation*

Dimensi ini menunjukkan bagaimana setiap masyarakat harus mempertahankan hubungan antara masa lalu sambil menghadapi tantangan masa kini dan masa depan. Dimensi *long-term orientation* merupakan lawan dari *short-term orientation*. Masyarakat normatif cenderung memiliki *short-term orientation* dan lebih memilih untuk mempertahankan tradisi dan norma-norma masyarakat yang berlaku dan memandang curiga terhadap perubahan yang terjadi. Sebaliknya, masyarakat dengan nilai budaya *long-term orientation* mengambil pendekatan yang pragmatis dan berorientasi pada imbalan masa depan sehingga mereka cenderung mendorong penghematan dan ketekunan dalam upaya untuk mempersiapkan masa depan yang lebih baik. Dalam pekerjaan, masyarakat dalam budaya *long-term orientation* memiliki atensi pada pengembangan perusahaan sehingga terlibat cukup intense dengan kegiatan R&D walaupun dalam kondisi ekonomi yang sulit. Mereka juga cenderung memprioritaskan pertumbuhan pangsa pasar yang stabil di masa depan daripada laba jangka pendek.

### 6. *Indulgence*

Dimensi ini didefinisikan sejauh mana orang mencoba mengendalikan keinginan dan impuls mereka berdasarkan cara mereka dibesarkan. Pengendalian yang relatif lemah disebut dengan *indulgence*, sedangkan untuk kontrol yang relatif kuat disebut *restraint*. Dimensi ini berkaitan dengan sifat manja (*indulgence*) atau pengekangan (*restraint*). Masyarakat dengan nilai budaya *indulgence* umumnya menunjukkan kemauan untuk mewujudkan dorongan dan keinginan mereka sebagai upaya untuk menikmati hidup dan bersenang-senang. Mereka cenderung bersikap positif dan optimis, mementingkan waktu senggang, bertindak dan membelanjakan uang sesuka hati. Sebaliknya, masyarakat dengan budaya *restraint* cenderung bersikap sinis dan pesimis, tidak terlalu menekankan waktu senggang dan mengontrol pemuasan keinginan mereka. Masyarakat dengan orientasi ini memiliki persepsi bahwa tindakan mereka seharusnya dikekang oleh norma-norma sosial dan merasa bahwa memanjakan diri adalah sikap yang salah.

Dimensi *national culture* yang dibangun Hofstede divalidasi secara empiris dan masing-masing negara mendapatkan posisi pada skala yang didapatkan dari masing-masing skor dimensi. Validasi dilakukan secara kuantitatif dengan mengorelasikan skor

dimensi dengan ukuran lain yang secara logis diharapkan dapat mencerminkan perbedaan budaya yang sama. Misalnya mengorelasikan nilai budaya *power distance* dengan penggunaan kekerasan dalam politik domestik dan dengan kesenjangan pendapatan di suatu negara. Validasi secara kuantitatif kemudian dilengkapi dengan informasi deskriptif kualitatif berkenaan dengan negara-negara tersebut. Sejumlah replikasi dengan menggunakan kuisioner yang sama telah dilakukan dengan menghasilkan hasil yang mengonfirmasi dimensi nilai-nilai budaya yang dibuat oleh Hofstede (2001). Namun demikian, suksesnya replikasi ini bukan berarti *national culture* tidak berubah sejak penelitian yang dilakukan di IBM. Menurut Hofstede et al. (2010), jika nilai-nilai budaya ini berubah maka mereka berubah secara bersamaan sehingga posisi relatif antara satu dan lainnya tetap sama.

Dimensi dalam *national culture* lainnya dibangun oleh House et al. (2004) melalui proyek GLOBE (*Global Leadership and Organizational Behavior Effectiveness*) yang disusun pada tahun 1991. Pada mulanya, House fokus pada aspek *leadership* atau kepemimpinan yang kemudian berkembang menjadi aspek lain dari budaya nasional dan organisasi. Hofstede (2006) merangkum beberapa perbedaan mendasar antara indeks budaya Hofstede (2001) dan House et al. (2004). Pertama, Hofstede menggunakan data skor survey *attitude* para karyawan satu perusahaan multinasional (IBM) yang sudah ada dengan melakukan analisis kembali sedangkan House mengambil data baru dari beberapa organisasi lokal dari tiga industri yang berbeda (jasa keuangan, pengolahan makanan, dan telekomunikasi). Kedua, para responden pada studi Hofstede adalah para karyawan sedangkan pada studi House adalah para manajer karena ingin mengukur *leadership*. Ketiga, Analisis kuisioner dalam studi House adalah *theory-driven* berdasarkan literature yang sudah ada, sedangkan pada studi Hofstede menggunakan *action-driven* yang didesain sebagai *management tool* dan dikembangkan melalui interview pilot *open-ended*. Keempat, studi House lebih menekankan pada budaya organisasi sedangkan studi Hofstede menekankan pada budaya nasional. Kelima, studi House membedakan indeks menjadi value (*should be*) dan practice (*as is*), sedangkan pada studi Hofstede hanya terdapat nilai tunggal untuk *national culture* yang merupakan bentuk dari nilai *value* dalam indeks House. Pada Hofstede (1980) istilah *practice* tidak digunakan karena menurutnya *national culture* berakar dari *value* yang dipelajari sebelum masa puber sedangkan *practice* dikenal dalam budaya organisasi yang diperoleh saat seseorang

bekerja. Menurut Maseland & Van Hoorn (2009), kedua nilai *value* dan *practice* pada indeks budaya House merupakan instrumen yang bermasalah untuk pengukuran budaya karena memiliki korelasi negatif dan berlawanan dengan intuisi. Menurut Hofstede, *value* dan *practice* seharusnya berkorelasi positif karena nilai-nilai budaya yang melekat berupa *value* akan terefleksi pada *practice* yang dilakukan oleh individu. Menurut Tang & Koveos (2008), indeks budaya Hofstede dan House memiliki konseptual dan metodologi yang berbeda.

Mengingat indeks budaya Hofstede memiliki dampak yang jauh lebih besar daripada indeks budaya lain, Tang & Koveos (2008) melakukan pembaharuan terhadap indeks budaya ini akibat adanya kritikan bahwa indeks Hofstede tidak mampu menangkap perubahan budaya sepanjang waktu (Kirkman et al., 2006). Tang & Koveos (2008) mencoba mengaitkan *national culture* dengan *national wealth* melalui *gross domestic product* (GDP) dan memperbarui skor Hofstede berdasarkan perubahan GDP per kapita. Menurut mereka, nilai-nilai budaya harus mampu mencerminkan tradisi secara institusional dan juga kondisi ekonomi suatu negara karena perubahan *national wealth* bervariasi lintas negara dan lintas waktu. Studi empiris mereka menemukan bahwa nilai budaya *individualism*, *power distance*, dan *long-term orientation* lebih rentan terhadap dinamika ekonomi daripada nilai budaya *uncertainty avoidance* dan *masculinity*.

Aggarwal & Goodell (2014) mengemukakan bahwa penelitian yang menggunakan dimensi *national culture* di bidang keuangan masih relative sedikit bila dibandingkan dengan bidang akuntansi, bisnis dan manajemen. Peran dan pentingnya *national culture* di bidang keuangan berkaitan erat dengan pentingnya institusi karena *national culture* membentuk cara individu bereaksi terhadap institusi yang ada. Menurut Joskow (2008), institusi legal, politik, sosial, dan ekonomi memiliki pengaruh terhadap kinerja ekonomi. Kebijakan publik yang ditujukan untuk meningkatkan kinerja perekonomian di berbagai dimensi akan sangat bervariasi dampaknya tergantung pada kualitas lembaga atau institusi yang tersedia.

Baik *national culture* dan kualitas *formal institution*, keduanya mempengaruhi sifat alami dari intermediasi keuangan. Menurut Modigliani & Perotti (2000), penegakkan kontrak yang lemah menyebabkan agunan berperan penting untuk mengamankan pembiayaan dan penggunaan pembiayaan bank lebih digunakan secara luas dibandingkan pembiayaan berbasis ekuitas di pasar. Rajan & Zingales (2009) menyarankan agar pada

saat informasi suatu perusahaan sulit diperoleh atau memiliki biaya yang mahal, maka bank sebagai lembaga intermediari bertugas melakukan monitoring (Diamond, 1984). Kualitas institusi dapat mempengaruhi biaya transaksi karena institusi memiliki peran mempengaruhi aturan main dalam penyelesaian kontrak yang tidak lengkap (Hart, 2001). Pada saat biaya informasi yang dibutuhkan investor lebih rendah, maka penggunaan pembiayaan berbasis ekuitas di pasar akan lebih disukai dibandingkan pembiayaan bank berbasis utang (Aggarwal & Goodell, 2009). Secara singkat, transparansi dalam informasi akan mempengaruhi biaya transaksi dan preferensi suatu negara apakah memilih *bank-based* atau *equity-based* di pasar.

Aggarwal & Goodell (2014) berargumen bahwa institusi berperan menentukan aturan main yang dapat mempengaruhi problem *asymmetric information* dan sebagai konsekuensinya pada biaya transaksi. *National culture* sebagai institusi informal dapat membentuk *social trust* sedangkan dalam literatur *trust* hubungan antara bank-entrepreneur menjelaskan bahwa *social trust* dapat mengurangi masalah *asymmetric information* dan biaya transaksi (Howorth & Moro, 2006). *Social trust*, yang didefinisikan sebagai sejauh mana seseorang dapat mempercayai orang asing, merupakan komponen penting dalam bisnis dan keuangan. Transaksi bisnis dan keuangan dengan kontrak yang kompleks dan sifat alami dari kontrak yang tidak lengkap membuat *social trust* semakin berperan penting dan dibutuhkan. *Social trust* turut menjadi bagian pertimbangan dari penetapan biaya transaksi untuk menyelesaikan *asymmetric information* yang melekat pada transaksi keuangan. Fukuyama (1995) berpendapat bahwa dalam lingkungan dengan *social trust* yang rendah, seseorang cenderung memerlukan lebih banyak informasi agar merasa yakin tentang suatu kontrak. Semakin rendah *social trust*, semakin besar upaya yang diperlukan untuk mengatasi problem *asymmetric information*.

Beberapa dimensi *national culture* dapat dikaitkan dengan *social trust* dan biaya transaksi (Aggarwal & Goodell, 2014). Sebagai contoh, Bjørnskov (2008) menyoroti bagaimana fragmentasi sosial pada nilai budaya *power distance* yang tinggi dapat melemahkan *social trust*. Kurangnya rasa nyaman akibat ambiguitas pada budaya *uncertainty avoidance* yang tinggi dapat dikaitkan dengan kurangnya *social trust*. Menurut Hofstede et al. (2010), individu dengan nilai budaya *uncertainty avoidance* yang tinggi terdorong untuk mengumpulkan informasi lebih banyak sebelum melakukan transaksi sehingga biaya transaksi menjadi semakin meningkat. Individualisme juga dapat

mempengaruhi kecenderungan pengambilan risiko dan peningkatan kecenderungan ini dapat mempengaruhi *social trust*.

Doney et al. (1998) mengeksplorasi mekanisme bagaimana *national culture* dapat berpengaruh terhadap perkembangan *social trust*. Mereka mencatat bahwa *social trust* dapat dibentuk oleh faktor yang mempengaruhi reliabilitas prediksi dan niat perilaku manusia. Pada nilai budaya *uncertainty avoidance* yang tinggi, *masculinity* dan *power distance* yang rendah, *trust* dapat dibangun melalui proses prediksi berdasarkan niat karena adanya penghargaan yang tinggi pada hubungan yang berdasarkan ketergantungan timbal balik dan afiliasi kelompok yang saling menguntungkan. Dalam hal ini, *social trust* bersifat perilaku yang dipengaruhi oleh tekanan sosial. Dalam konteks keuangan, Aggarwal & Goodell (2014) mempertimbangkan bahwa prediksi dalam hal ini bisa merujuk pada kemampuan kreditur dalam memprediksi perilaku dari nasabah pembiayaan. Motivasi dan niat debitur untuk membayar kembali cicilan pembiayaan dapat membangun kepercayaan kreditur. Lebih lanjut, dalam lingkungan dengan *uncertainty avoidance* yang rendah, *masculinity* dan *power distance* yang tinggi, kepercayaan kreditur terbentuk melalui proses pengukuran dan kemampuan. Kreditur memerlukan penilaian dan analisis terhadap kemampuan debitur dalam membayar kembali pinjamannya dan memastikan bahwa perbuatan curang hanya memberikan manfaat yang lebih kecil dibandingkan biaya yang ditimbulkannya. Dalam hal ini, *social trust* memiliki motif transaksi ekonomi yang sepenuhnya bergantung pada kemampuan debitur.

Nilai budaya yang dibangun oleh Hofstede (2001) seperti *individualism*, *power distance*, dan *uncertainty avoidance* telah banyak digunakan oleh studi empiris yang salah satunya untuk melihat pengaruh nilai budaya terhadap perilaku *risk-taking* pada sektor perbankan (Ashraf et al., 2016; Illiashenko & Laidroo, 2020; Kanagaretnam et al., 2014; Mourouzidou-Damtsa et al., 2019). Bankir dengan nilai budaya *individualism*, *power distance* dan *uncertainty avoidance* yang rendah cenderung kurang *risk-averse* dalam mengambil keputusan berisiko.

## BAB 3

### RERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS PENELITIAN

#### 3.1 *Formal Institution dan Equity-based Financing*

*Formal institution* merupakan bagian dari *institutional environment* (Davis & North, 1971) yang meliputi seperangkat aturan politik, ekonomi, dan kontaktual (Li & Zahra, 2012). *Formal institution* dapat berpengaruh langsung terhadap perilaku individu dalam pengambilan keputusan dengan membatasi serangkaian pilihan individu sehingga memberikan insentif dan disinsentif untuk terlibat dalam perilaku dan kegiatan tertentu (North, 1990). Institusi memiliki peranan yang penting karena adanya biaya transaksi yang menyertai transaksi ekonomi (North, 1990). Biaya ini muncul sebagai konsekuensi dari kontrak yang tidak lengkap akibat ketidakpastian (Hart & Moore, 1990) dan keterbatasan perhitungan manusia (*bounded rationality*) sehingga berpotensi untuk dimanfaatkan oleh orang-orang yang berperilaku oportunistis (Williamson, 1979, 2000). Perilaku oportunistik sulit untuk dideteksi sehingga membuat kontrak sulit untuk ditegakkan dan menimbulkan konflik berupa problem *asymmetric information* (Williamson, 1979). Untuk itu, *formal institution* yang dapat membuat transaksi menjadi lebih terstruktur memiliki peran yang sangat penting untuk mengatasi problem ini sehingga dapat menekan biaya transaksi (Li & Zahra, 2012).

Dalam literatur hukum dan keuangan, *formal institutions* seperti *legal rule*, *legal origin*, dan *creditor right* memiliki peran penting dalam mengembangkan keuangan negara (La Porta et al., 1997; Porta et al., 1998). Menerapkannya khusus pada penyaluran kredit di 129 negara selama 25 tahun, penelitian yang dilakukan oleh Djankov et al. (2007) menemukan bahwa perkembangan kualitas *formal institution* berupa lembaga *sharing infomation* dan *creditor right* dapat mempengaruhi kegiatan kredit bank dan lembaga keuangan lainnya. Kegiatan berbagi informasi di antara pemberi pinjaman akan mengurangi permasalahan *adverse selection* dan *moral hazard* sehingga meningkatkan kredit dan mengurangi tingkat gagal bayar atau *default* (Jappelli & Pagano, 2002). Di samping itu, efektivitas *creditor right* terkait erat dengan efisiensi penegakkan kontrak (Safavian & Sharma, 2007).

Berdasarkan literatur ini, banyak studi mencoba menginvestigasi pengaruh *formal institution* terhadap pengambilan risiko bank. Sebagai contoh, studi lintas negara yang dilakukan oleh Houston et al. (2010) menemukan bahwa bank dengan *creditor right* yang

lebih baik dapat mendorong bank untuk mengambil risiko yang lebih besar. Haselmann & Wachtel (2010) membuktikan bahwa bank dengan lingkungan hukum yang baik akan memperbesar portofolio aset berisiko karena memungkinkan pengambilan *collateral* untuk mengamankan pembiayaan. Bank-bank pada negara dengan lembaga politik yang lebih baik juga menyalurkan pembiayaan berisiko karena ada harapan adanya bailout dari pemerintah (Ashraf, 2017). Studi lainnya yang dilakukan oleh Weill (2011) menemukan bahwa tingkat korupsi yang tinggi dapat mencegah bankir menyalurkan pembiayaan berisiko karena ketidakpastian penegakan hukum di pengadilan jika terjadi wanprestasi pada debitur.

Isu utama berupa *asymmetric information* yang parah pada *equity-based financing* di bank syariah membuat pembiayaan ini memiliki risiko kredit yang tinggi (El-Hawary et al., 2007) dan berimplikasi pada mahalnya biaya transaksi. Biaya transaksi yang muncul bukan hanya biaya monitoring, melainkan juga biaya untuk mengumpulkan informasi karakter nasabah entrepreneur, biaya penegakkan kontrak, dan biaya yang terjadi apabila terjadi wanprestasi oleh entrepreneur (Suzuki & Miah, 2016). Bank syariah perlu benar-benar mengetahui karakter nasabah dengan baik agar mekanisme PLS yang digunakan tidak merugikan bank syariah di kemudian hari. Pembiayaan dengan menggunakan mekanisme PLS merupakan pembiayaan yang cukup kompleks karena terbatasnya hak kontrol bank syariah terhadap bisnis atau proyek yang dilakukan oleh entrepreneur secara hukum (Čihák & Hesse, 2010; Dar & Presley, 2000). Penegakkan kontrak pada *equity-based financing* juga terkendala jika terdapat ketidakpastian hukum dalam melakukan interpretasi kontrak pembiayaan (Čihák & Hesse, 2010). Selain itu, manajemen risiko pada bank syariah dapat berjalan dengan efektif dan efisien apabila didukung oleh perkembangan kualitas *formal institution* yang memberikan solusi atas ketidakpastian hukum yang dapat melemahkan penegakan kontrak pembiayaan dan juga terbatasnya infrastruktur pasar (Čihák & Hesse, 2010; Sundararajan & Errico, 2002).

Menurut Aggarwal & Yousef (2000), fenomena *murabahah syndrome* dan minimnya penggunaan *equity-based financing* merupakan respon yang rasional dari para bankir karena kebanyakan bank syariah berasal dari negara berkembang yang memiliki karakteristik ekonomi yang tidak efisien dan lingkungan kontraktual yang rentan terjadinya *agency problem*. Pernyataan Aggarwal & Yousef (2000) ini menyiratkan bahwa peningkatan kualitas *formal institution* memiliki peranan penting dalam

mendorong penggunaan *equity-based financing*. Merujuk pada studi-studi sebelumnya di atas, berkembangnya *formal institution* yang memungkinkan berbagi informasi mengenai karakter nasabah pembiayaan bank syariah, dapat mencegah terjadinya problem *adverse selection*. Apabila terjadi wanprestasi dari nasabah akibat kelalaian karena bersikap oportunis maka kualitas *formal institution* yang semakin baik akan memberikan jaminan terpenuhinya hak-hak bank syariah saat terjadi konflik di ranah hukum. Selain itu, regulasi pemerintah yang mempromosikan *equity-based financing* berupa hadirnya perusahaan penjaminan syariah akan mendorong penggunaan pembiayaan jenis ini karena keterlibatan pemerintah untuk menyediakan penjaminan pembiayaan turut menjadi solusi permasalahan pada *equity-based financing* (Kabir Hassan & Soumaré, 2015). *Equity-based financing* juga kemungkinan akan lebih banyak digunakan pada negara yang memiliki tingkat korupsi yang lebih rendah karena tingkat korupsi yang tinggi dapat menghalangi bank untuk menyalurkan pembiayaan berisiko karena ketidakpastian penegakkan hukum di pengadilan jika terjadi wanprestasi pada debitur (Weill, 2010, 2011). Studi empiris yang dilakukan oleh Meslier et al. (2020) mengenai determinan *equity-based financing* juga menemukan bahwa *formal institution* dapat menggantikan peran DPS dalam mendorong pembiayaan ini.

Penelitian ini memiliki pertanyaan apakah *formal institution* mempengaruhi penggunaan *equity-based financing* pada bank syariah. Berdasarkan teori, studi empiris dan diskusi di atas, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

**H<sub>1</sub>:** Kualitas *formal institution* memiliki pengaruh positif terhadap penggunaan *equity-based financing* pada bank syariah

### 3.2 *Individualism dan Equity-based Financing*

*National culture* didefinisikan sebagai seperangkat norma, perilaku yang diharapkan, keyakinan, dan nilai-nilai bersama yang menjadi panduan prinsip dalam kehidupan masyarakat (Hofstede, 2001; Schwartz, 1994) yang dapat membatasi pilihan individu untuk terlibat dalam perilaku dan kegiatan tertentu (North, 1990). Salah satu dimensi dari *national culture* yang dibangun oleh Hofstede adalah *individualism*. Nilai budaya *individualism* dikaitkan dengan kecenderungan individu untuk fokus pada atribut internal mengenai kemampuan individu untuk membedakan dirinya dari orang lain,

penekanan pada kesuksesan individu, otonomi dan orientasi diri (Hofstede, 2001), kepercayaan diri yang terlalu berlebihan akan tingkat presisi dari informasi yang mereka miliki sehingga lebih rentan terjadinya *self-attribution* daripada individu dalam budaya *collectivism*, optimisme yang berlebihan, dan keputusan-keputusan yang diambil oleh individu bukan oleh grup (Chui et al., 2010).

Masyarakat dengan nilai *individualism* yang rendah menunjukkan nilai budaya *collectivism* yang tinggi. Masyarakat dengan *individualism* yang rendah cenderung mengandalkan hubungan dan koneksi secara informal untuk menghindari potensi perilaku oportunistik (Gould, 1993), menjaga ketertiban, menegakkan kontrak dan mengurangi biaya transaksi (Perkins, 2000). Hubungan informal yang terjalin dalam masyarakat ini cenderung mengandalkan komunikasi interpersonal yang intensif. Tujuan kolektif menjadi prioritas utama dibandingkan tujuan secara individu yang menjadi ciri utama dari nilai budaya *collectivism* yang tinggi (*individualism* yang rendah). Masyarakat dalam budaya ini menganggap kesesuaian dan harmonisasi merupakan norma yang harus dijunjung tinggi sedangkan sikap oportunistik cenderung dianggap buruk dan membawa rasa malu bagi pelakunya (Steensma et al., 2000). Oleh karena itu, hubungan yang terjadi di dalam masyarakat dengan budaya *collectivism* yang tinggi (*individualism* yang rendah) membantu terciptanya *social trust* dan mendorong masyarakatnya bersikap kooperatif (Triandis, 1993).

Di dalam sektor perbankan, sikap individualistis secara empiris turut mempengaruhi keputusan bankir dalam pengambilan keputusan. Pengambilan risiko bank secara signifikan lebih tinggi di negara dengan *individualism* yang tinggi (Ashraf et al., 2016; Kanagaretnam et al., 2014; Mourouzidou-Damtsa et al., 2019). Namun demikian, penelitian terbaru yang dilakukan oleh Illiashenko & Laidroo (2020) memiliki penemuan yang berbeda dari para peneliti sebelumnya. Mereka berpendapat bahwa hubungan positif antara nilai budaya *individualism* dan pengambilan risiko bank kemungkinan dihasilkan karena mengabaikan peran dari tata kelola perusahaan atau *corporate governance*. Dengan menggunakan sampel bank yang terdaftar di bursa efek, mereka menemukan hubungan yang negatif antara nilai budaya *individualism* dan pengambilan risiko bank. Penemuan ini mendukung *cushioning hypothesis* yang diperkenalkan oleh Hsee & Weber (1999) bahwa pengambilan risiko pada masyarakat yang memiliki nilai budaya *individualism* yang rendah (nilai budaya *collectivism* yang

tinggi) cenderung dilakukan karena adanya dukungan penuh dari anggota jaringan sosial yang dimiliki apabila mereka mengalami kegagalan akibat keputusan yang diambil. Penelitian ini juga mendukung beberapa studi sebelumnya yang menyimpulkan bahwa individu pada negara dengan nilai budaya *collectivism* mengambil risiko yang lebih besar dibandingkan dengan individu pada negara dengan nilai budaya *individualism* karena berharap adanya perlindungan dari keluarga atau teman apabila mereka mengalami kegagalan (Pavlo Illiashenko, 2019; Pyles et al., 2016).

Di samping perbedaan *formal institution*, perbedaan *national culture* seperti sikap *individualism* diduga turut mempengaruhi variasi penggunaan *equity-based financing* pada bank syariah. *Equity-based financing* merupakan pembiayaan yang lebih berisiko dibandingkan dengan jenis pembiayaan berbasis hutang pada bank syariah sehingga penggunaannya sangat berkaitan erat dengan preferensi pengambilan risiko para bankir. Kebanyakan bank syariah beroperasi pada negara dengan nilai budaya *individualism* yang rendah atau *collectivism* yang tinggi. Masyarakat dengan nilai budaya ini cenderung bersikap kooperatif dan mengandalkan hubungan interpersonal dalam menyelesaikan masalah sehingga tercipta *social trust* yang dapat menurunkan biaya transaksi. Berdasarkan penelitian terbaru yang memeriksa hubungan antara *individualism* dan pengambilan risiko pada bank dan melihat fakta bahwa secara rata-rata bank syariah beroperasi pada negara dengan *individualism* yang rendah (*collectivism* yang tinggi), maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

**H<sub>2</sub>:** Nilai budaya *individualism* memiliki pengaruh negatif terhadap penggunaan *equity-based financing* pada bank syariah

### 3.3 *Uncertainty Avoidance dan Equity-based Financing*

Secara teoretis, individu dengan nilai budaya *uncertainty avoidance* yang tinggi cenderung merasa terancam oleh situasi yang ambigu atau tidak diketahui, tidak mudah menerima dan merasa terganggu dengan ketidakpastian di masa depan sehingga berusaha menghindari situasi yang tidak pasti (Hofstede, 2001; Hofstede et al., 2010) dan lebih memilih kondisi dengan probabilitas kejadian yang lebih tinggi (Mourouzidou-Damtsa et al., 2019). Untuk itu, nilai budaya ini memiliki pengaruh dalam pengambilan keputusan individu karena berhubungan dengan *social trust* (Aggarwal & Goodell, 2014). *Social*

*trust* bagi individu dengan nilai budaya *uncertainty avoidance* yang tinggi memiliki peran yang sangat penting ketika mereka berinteraksi dengan orang lain. Mereka cenderung mengumpulkan informasi sebanyak mungkin sebelum melakukan transaksi (Hofstede et al., 2010) untuk mengurangi ketidakpastian dan memperoleh *social trust*. Kebutuhan yang tinggi akan *social trust* pada akhirnya berimplikasi pada peningkatan biaya transaksi.

Lebih lanjut, beberapa studi menunjukkan bahwa tingkat *uncertainty avoidance* yang tinggi (rendah) berhubungan dengan profil risiko yang lebih *risk-averse* (kurang *risk-averse*) (Aggarwal & Goodell, 2009; Kwok & Tadesse, 2006) walaupun *uncertainty avoidance* berbeda dengan *risk avoidance* (Hofstede et al., 2010). Di dalam sektor perbankan, nilai budaya *uncertainty avoidance* secara empiris turut mempengaruhi keputusan bankir dalam mengambil keputusan berisiko. Pengambilan risiko bank secara signifikan lebih tinggi di negara dengan nilai budaya *uncertainty avoidance* yang rendah (Ashraf et al., 2016; Kanagaretnam et al., 2014; Mourouzidou-Damtsa et al., 2019).

Hubungan kontraktual antara bank syariah dan nasabah menjadi lebih kompleks pada *equity-based financing* daripada *debt-based financing* karena isu utama berupa permasalahan *asymmetric information* (Khan, 2010; Mills & Presley, 1999). Mekanisme PLS memberikan insentif bagi nasabah untuk melakukan *moral hazard* setelah pembiayaan karena kerugian proyek bisa dibagi kepada bank syariah (El-Hawary et al., 2007). Disamping itu, penggunaan mekanisme PLS juga tidak memberikan pengembalian investasi yang pasti (Čihák & Hesse, 2010). Untuk itu, karakter nasabah sebelum pembiayaan menjadi pertimbangan yang sangat penting. Bankir dengan budaya *uncertainty avoidance* yang tinggi akan memerlukan biaya transaksi yang lebih besar untuk mengetahui dengan pasti bagaimana karakter nasabah yang akan dibiayai. Peningkatan biaya transaksi ini kemudian memberikan disinsentif bagi bankir untuk menggunakan *equity-based financing*. Berdasarkan teori dan diskusi tersebut, maka penelitian ini akan mengajukan hipotesis sebagai berikut:

**H3:** Nilai budaya *uncertainty avoidance* memiliki pengaruh negatif terhadap penggunaan *equity-based financing* pada bank syariah

### 3.4 *Power Distance dan Equity-based Financing*

*Power distance* didefinisikan sebagai sejauh mana anggota dalam suatu organisasi atau lembaga yang memiliki posisi yang lemah mengharapkan agar kekuasaan didistribusikan secara merata (Hofstede et al., 2010). Menurut Shane (1993), budaya *power distance* yang tinggi menandakan adanya hierarki dalam kekuasaan, pola komunikasi vertikal, sentralisasi kekuasaan, kontrol atasan dan bawahan, dan resistensi terhadap perubahan dalam distribusi kekuasaan. *Power distance* yang tinggi menandakan kekuasaan tersebar dengan tidak merata sehingga menyebabkan individu cenderung konservatif akibat kurangnya otonomi dan kebebasan dalam pengambilan keputusan (Thompson et al., 2017). *Power distance* juga berkaitan dengan fraksinasi sosial yang dapat merusak *social trust* (Bjørnskov, 2008) sehingga dapat meningkatkan biaya transaksi (Aggarwal & Goodell, 2014).

Secara empiris, budaya *power distance* yang rendah terbukti berkaitan dengan pengambilan keputusan berisiko yang lebih tinggi pada sektor perbankan (Ashraf et al., 2016). Temuan ini sejalan dengan pendapat Shane (1993) bahwa manajer perusahaan di negara dengan *power distance* yang rendah memiliki kecenderungan untuk terlibat dalam perilaku berisiko untuk memperbaiki posisi perusahaan mereka.

Seperti yang sudah disampaikan sebelumnya, *equity-based financing* merupakan pembiayaan yang lebih berisiko dibandingkan *debt-based financing*. Untuk mengambil keputusan apakah akan membiayai entrepreneur dengan mekanisme PLS, maka bank harus lebih berhati-hati karena keputusan yang diambil secara agresif dan merugikan akan membahayakan karir bankir. Bankir yang konservatif menghasilkan keputusan-keputusan dengan *moral hazard* dan pengambilan risiko yang rendah disebabkan kurangnya otonomi dalam pengambilan keputusan yang kemungkinan dipengaruhi oleh budaya *power distance* yang tinggi. Keputusan-keputusan bank syariah yang cenderung konservatif diambil karena harus mempertanggungjawabkan keputusannya kepada pemegang saham (Čihák & Hesse, 2010) dan juga kepada deposan bank syariah (Abdulrahman & Nor, 2016). Disamping itu, fraksinasi sosial yang dapat merusak *social trust* juga memberikan dampak peningkatan biaya transaksi sehingga menjadikan *equity-based financing* tidak menarik bagi para bankir. Sebaliknya, bankir dengan nilai budaya *power distance* yang lebih rendah memiliki otonomi yang lebih tinggi sehingga kemungkinan bisa lebih agresif dalam pengambilan keputusan dan mengambil risiko dengan

menggunakan lebih banyak *equity-based financing*. Berdasarkan teori dan diskusi yang dibangun, maka penelitian ini akan mengajukan hipotesis sebagai berikut:

**H4:** Nilai budaya *power distance* memiliki pengaruh negatif terhadap penggunaan *equity-based financing* pada bank syariah

### 3.5 *Formal Institution, National Culture dan Equity-based Financing*

Selain bertujuan untuk melihat pengaruh *formal institution* dan *national culture* secara langsung terhadap pengambilan keputusan oleh bank syariah, penelitian ini juga akan memeriksa apakah *national culture* memiliki efek moderasi berupa memperkuat atau memperlemah pengaruh *formal institution* terhadap *equity-based financing*. North (1990) mengemukakan bahwa aturan formal yang sama apabila diterapkan dalam *culture* yang berbeda dapat memberikan hasil ekonomi yang berbeda. Secara teori, *formal institution* dan *informal institution* saling berinteraksi untuk mempengaruhi aktivitas ekonomi dalam suatu negara (Helmke & Levitsky, 2004). Sebagai contoh, regulasi baru tidak dapat dilaksanakan dengan efektif apabila tidak disesuaikan dengan tradisi hukum dan juga konteks budaya lokal setempat (Pistor et al., 2000). Kekuatan atau kelemahan hubungan antara kualitas *formal institution* dan hasil ekonomi bergantung pada konteks budaya yang tertanam di masyarakat dan relatif stabil dalam waktu yang relatif lama (Lewellyn & Bao 'Rosey,' 2014). Menurut Boettke & Coyne (2009), *formal institution* akan menjadi mahal untuk ditegakkan apabila tidak sejalan dengan aturan *informal institution* yang menjadi dasar kepercayaan masyarakat. Sebaliknya, apabila *formal institution* sejalan dengan aturan informal maka biaya implementasinya akan relatif lebih murah, diterima, didukung dan dikembangkan secara terus menerus (Weingast, 1995).

Dalam upaya awal untuk menawarkan dukungan empiris dalam studi perbankan, Bitar et al. (2020) mengeksplorasi pengaruh *national culture* terhadap hubungan antara permodalan bank, regulasi, dan kinerja bank dalam sistem perbankan ganda. Mereka menemukan bahwa negara-negara dengan *individualism* yang rendah cenderung memiliki persepsi yang lebih positif terhadap intervensi pemerintah, dan percaya bahwa tindakan kolektif, regulasi, dan pengawasan dapat meningkatkan kinerja bank. Bitar & Tarazi (2022) menyelidiki lebih lanjut efek moderasi antara *legal enforcement* dan *individualism* terhadap keputusan permodalan bank. Mereka menemukan bahwa interaksi *formal*

*institution* dan *individualism* berperan dalam keputusan permodalan bank. Di negara-negara dengan *legal enforcement* yang efektif, dampak negatif *individualism* terhadap permodalan bank lebih terasa.

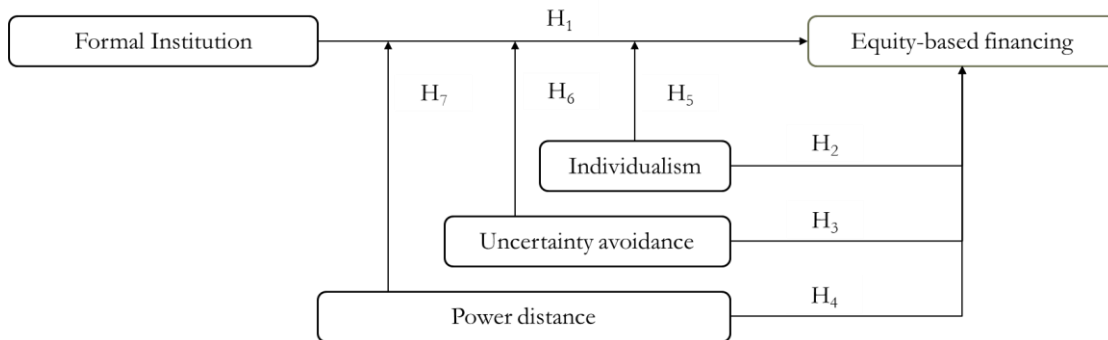
Berdasarkan literatur di atas, kami menduga bahwa efek moderasi *national culture* terhadap hubungan antara *formal institution* dan *equity-based financing* juga akan ditemukan. Pengembangan hipotesis sebelumnya menjelaskan bahwa ketiga dimensi *national culture* berupa *individualism*, *uncertainty avoidance* dan *power distance* dapat memberikan pengaruh negatif terhadap penggunaan *equity-based financing* pada bank syariah. Untuk itu, efektivitas *formal institution* dalam mendorong pembiayaan ini akan semakin berkurang apabila masyarakatnya memiliki nilai *individualism*, *uncertainty avoidance* dan *power distance* yang tinggi. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan untuk melihat efek moderasi tersebut adalah sebagai berikut:

**H<sub>5</sub>:** Nilai budaya *individualism* memiliki efek moderasi melemahkan pengaruh *formal institution* terhadap *equity-based financing* pada bank syariah

**H<sub>6</sub>:** Nilai budaya *uncertainty avoidance* memiliki efek moderasi melemahkan pengaruh *formal institution* terhadap *equity-based financing* pada bank syariah

**H<sub>7</sub>:** Nilai budaya *power distance* memiliki efek moderasi melemahkan pengaruh *formal institution* terhadap *equity-based financing* pada bank syariah

### 3.6 Model Konseptual



**Gambar 3. 1. Rerangka Model Konseptual**

Sebagai rangkuman, Gambar 3.1 menunjukkan rerangka model konseptual berdasarkan pengembangan tujuh hipotesis yang sudah dibangun sebelumnya. Hipotesis 1 hingga Hipotesis 4 menunjukkan pengaruh *formal institution* dan *national culture* terhadap penggunaan *equity-based financing* pada bank syariah. Pengaruh ini terjadi karena kedua institusi ini diduga dapat mempengaruhi perilaku bankir secara langsung dalam pengambilan keputusan penggunaan porsi *equity-based financing* baik karena preferensinya yang dipengaruhi oleh profil risiko bankir maupun karena pertimbangan biaya transaksi. Hipotesis 5 hingga Hipotesis 7 menunjukkan *national culture* sebagai variabel moderasi. Pengaruh moderasi ini diduga karena *national culture* dapat memperlemah pengaruh *formal institution* terhadap *equity-based financing* pada bank syariah.

## BAB 4 METODOLOGI PENELITIAN

### 4.1. Populasi dan Sampel Penelitian

Penelitian ini menggunakan populasi berdasarkan unit analisisnya yaitu seluruh bank umum syariah yang ada di kawasan Timur Tengah, Asia Selatan dan Asia Tenggara. Bank Pembiayaan Rakyat Syariah (BPRS) tidak dimasukkan sebagai unit analisis di dalam penelitian karena jenis bank ini memiliki regulasi yang berbeda dengan bank umum syariah. Penetapan sampel penelitian dilakukan berdasarkan teknik *sampling purposive* yaitu berdasarkan pertimbangan dengan kriteria tertentu. Sampel penelitian terbatas hanya bank umum syariah yang beroperasi pada negara yang memiliki skor di WGI, indeks *International Country Risk Guide* (ICRG), indeks budaya Hofstede (2001), Tang & Koveos (2008) dan House et al. (2004), menggunakan bahasa Indonesia, bahasa Melayu, atau bahasa Inggris dalam *annual report* bank, memublikasikan jumlah pembiayaan berdasarkan jenis akadnya (*murabahah, salam, istishna, ijarah, mudharabah, dan musharakah*) pada *annual report* bank, dan memiliki kelengkapan data laporan keuangan dan komponen rasio keuangan setidaknya 5 tahun selama periode penelitian yaitu mulai tahun 2011 sampai dengan 2019. Dengan kriteria tersebut diperoleh 60 bank umum syariah yang berasal dari 10 negara (Bangladesh, Indonesia, Iran, Jordan, Kuwait, Malaysia, Pakistan, Qatar, Saudi Arabia, dan United Arab Emirates). Jumlah sample bank tersebut sudah mewakili lebih dari 40 persen populasi yang ada sehingga cukup representatif untuk mengambil inferensi mengenai kondisi seluruh bank umum syariah di kawasan Timur Tengah, Asia Selatan dan Asia Tenggara. Prosedur seleksi sampel ditunjukkan pada Tabel 4.1 sebagai berikut:

**Tabel 4. 1. Prosedur Seleksi Sampel**

No.	Keterangan	Jumlah
1.	Bank umum syariah pada negara di kawasan Timur Tengah, Asia Selatan dan Asia Tenggara yang memiliki skor di WGI, ICRG, dan Hofstede	146
2.	Annual report Bank umum syariah menggunakan bahasa Inggris, Melayu, atau Bahasa Indonesia	109

3.	Bank umum syariah yang memiliki data laporan keuangan yang lengkap	75
4.	Bank umum syariah yang memublikasikan jumlah pembiayaan berdasarkan jenis akadnya	60
5.	Total observasi selama periode penelitian (bank-tahun)	512

#### 4.2. Data dan Sumber Data

Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data kuantitatif kecuali data *legal origin* yang merupakan data kualitatif. Data kuantitatif yang digunakan berfrekuensi tahunan kecuali data indeks *national culture* yang bernilai tunggal untuk masing-masing negara karena *national culture* merupakan salah satu bentuk *informal institution* yang perubahannya berjalan sangat lambat, spontan dan bersifat alamiah dalam hitungan abad hingga milenium (Williamson, 2000). Karakteristik data yang dikumpulkan memiliki struktur *unbalanced panel* karena data terstruktur berdasarkan urutan waktu (*time series*) sekaligus *cross-section* (antar bank syariah) dan kemungkinan jumlah antaranggota panel tidak sama karena tidak tersedianya beberapa data secara *time series*. Data dan sumber data terangkum dalam Tabel 4.2 sebagai berikut:

**Tabel 4. 2. Data dan Sumber Data Penelitian**

No.	Data	Sumber Data
1.	Total <i>equity-based financing</i>	Laporan keuangan bank syariah
2.	Total <i>debt-based financing</i>	Laporan keuangan bank syariah
3.	Total <i>financing</i>	Laporan keuangan bank syariah, BankFocus database
4.	Total <i>assets</i>	Laporan keuangan bank syariah, BankFocus database
5.	Dana Syirkah Temporer	Laporan keuangan bank syariah
6.	Total <i>Deposits</i>	Laporan keuangan bank syariah
7.	World Governance Index	The World Bank (Kaufmann et al., 2009)
8.	International Country Risk Guide Index	International Country Risk Guide Website

9.	<i>Individualism Index</i>	Hofstede (2001), House et al. (2004), Tang & Koveos (2008)
10.	<i>Uncertainty Avoidance Index</i>	Hofstede (2001), House et al. (2004), Tang & Koveos (2008)
11.	<i>Power Distance Index</i>	Hofstede (2001), House et al. (2004), Tang & Koveos (2008)
12.	<i>Net income</i>	BankFocus database
13.	<i>Total equity</i>	BankFocus database
14.	<i>Loan loss provision</i>	BankFocus database
15.	<i>Operating Revenues</i>	BankFocus database
16.	<i>Interest Expense</i>	BankFocus database
17.	<i>Total Operating Expense</i>	BankFocus database
18.	<i>Staff Expense</i>	BankFocus database
19.	<i>Fixed Assets</i>	BankFocus database
20.	<i>Total Customer Deposit</i>	BankFocus database
21.	<i>Total Liabilities</i>	BankFocus database
22.	Tingkat inflasi	<i>The World Bank</i>
23.	<i>Gross Domestic Product (GDP)</i>	<i>The World Bank</i>
24.	<i>GDP Growth</i>	<i>The World Bank</i>
25.	<i>Legal Origin</i>	<a href="#"><i>Legal system - The World Factbook (cia.gov)</i></a>

### 4.3. Definisi dan Operasionalisasi Variabel Penelitian

#### 4.3.1. Variabel Dependen

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah proporsi penggunaan *equity-based financing* yang merupakan rasio jumlah *equity-based financing* terhadap total *financing*, total aset, dan *debt-based financing* untuk masing-masing bank syariah (i) di setiap negara (j) pada tahun tertentu (t). Beberapa negara tidak memisahkan pembiayaan *musharakah* murni dan *musharakah mutanaqishah*. Agar mendapatkan data yang seragam, penelitian ini memasukkan seluruh pembiayaan *mudharabah* dan *musharakah* secara keseluruhan ke dalam kategori *equity-based financing*. Proporsi *equity-based financing* pada persamaan (4.1) digunakan sebagai variabel dependen utama

dalam penelitian, sedangkan persamaan (4.2) dan (4.3) digunakan untuk *robustness check* mengikuti Alam & Parinduri (2017), Meslier et al. (2020), dan Risfandy et al. (2020). Ketiga persamaan tersebut mengukur besarnya proporsi dari *equity-based financing* terhadap jumlah pembiayaan secara keseluruhan, asset bank syariah secara umum (termasuk di dalamnya total pembiayaan), dan secara spesifik mengukur perbandingan jumlah *equity-based financing* terhadap pembiayaan non ekuitas.

$$\text{Proporsi EBF}_1_{i,j,t} = \frac{\text{Jumlah Equity based financing}_{i,j,t}}{\text{Total Financing}_{i,j,t}} \quad (4.1)$$

$$\text{Proporsi EBF}_2_{i,j,t} = \frac{\text{Jumlah Equity based financing}_{i,j,t}}{\text{Total Assets}_{i,j,t}} \quad (4.2)$$

$$\text{Proporsi EBF}_3_{i,j,t} = \frac{\text{Jumlah Equity based financing}_{i,j,t}}{\text{Jumlah Debt based financing}_{i,j,t}} \quad (4.3)$$

#### 4.3.2. Variabel Independen

*Institutional environment* yang merupakan determinan yang diajukan dalam penelitian ini terbagi menjadi *formal institution* dan *national culture*. Ukuran *formal institution* diproksi dengan menggunakan komposit *World Governance Index* (Kaufmann et al., 2009) sebagai variabel independen utama. Indeks ini memiliki enam dimensi yaitu *voice and accountability*, *political stability*, *government effectiveness*, *regulatory quality*, *rule of law*, dan *control of corruption*. Skor setiap dimensi bervariasi antara – 2.5 dan + 2.5. Nilai yang lebih tinggi menunjukkan kualitas *governance structure* atau *formal institution* yang lebih baik yang diduga dapat lebih mendorong penggunaan *equity-based financing* pada bank syariah. Penelitian ini menggunakan nilai komposit untuk mengukur *formal institution* yang lebih komprehensif karena semua dimensi ini membentuk satu set aturan baik itu politik, ekonomi dan juga kontraktual. Untuk mendapatkan nilai komposit, nilai seluruh dimensi dirata-ratakan sehingga dapat menangkap kualitas *formal institution* secara keseluruhan seperti yang dilakukan oleh Lewellyn & Bao ‘Rosey’ (2014), Li & Zahra (2012), dan Slangen & Van Tulder (2009). Sebagai *robustness check*, penelitian ini menggunakan *International Country Risk Guide index* (ICRG) yang menunjukkan peringkat dan prakiraan risiko politik, ekonomi dan keuangan negara sebagai variabel independen alternatif seperti yang digunakan oleh Li et al. (2013). Indeks ICRG

digunakan sebagai alternatif karena indeks ini juga mengukur risiko politik, ekonomi dan keuangan negara termasuk di dalamnya kontrol terhadap tindakan korupsi dan juga kualitas penegakan hukum.

Variabel independen lainnya berupa dimensi-dimensi *national culture* yang meliputi *individualism*, *uncertainty avoidance*, dan *power distance*. Variabel-variabel ini diukur dengan menggunakan indeks dimensi nilai-nilai budaya yang dibangun oleh Hofstede (2001) sebagai variabel independen utama mengikuti beberapa penelitian sebelumnya (Ashraf et al., 2016; Boubakri & Saffar, 2016; Illiashenko & Laidroo, 2020; Kanagaretnam et al., 2014; Lewellyn & Bao ‘Rosey’, 2014; Lewellyn & Bao ‘Rosey,’ 2017; Li et al., 2013; Li & Zahra, 2012). Indeks yang digunakan yaitu indeks *individualism*, *uncertainty avoidance*, dan *power distance* karena nilai budaya ini dianggap paling relevan yang dapat mempengaruhi penggunaan *equity-based financing* sebagaimana indeks ini mempengaruhi pengambilan keputusan berisiko pada bank (Ashraf et al., 2016; Kanagaretnam et al., 2014; Mourouzidou-Damtsa et al., 2019) dan variasi aktivitas modal ventura (Li & Zahra, 2012). Setiap negara memiliki skor nilai budaya dari 0 hingga 100 dan nilai skor ini bukanlah nilai absolut melainkan nilai relatif yang mencerminkan posisi relatif suatu negara versus negara lain. Nilai-nilai budaya ini bersifat *time-invariant* karena nilainya relatif stabil sepanjang waktu (Hofstede, 2001). Sebagai variabel independen alternatif, indeks nilai-nilai budaya yang dibangun oleh Tang & Koveos (2008) dan House et al. (2004) digunakan sebagai *robustness check* mengikuti Ashraf et al. (2016), Boubakri & Saffar (2016), dan Li & Zahra (2012). Indeks Tang & Koveos (2008) dan House et al. (2004) digunakan sebagai indeks alternatif karena keduanya memiliki dimensi nilai budaya yang sama dengan Hofstede (2001) namun dengan menggunakan sampel yang sama sekali berbeda. Disamping itu, Tang & Koveos (2008) memperbarui indeks yang dibangun oleh Hofstede (2001) berdasarkan kondisi ekonomi masing-masing negara. Mereka berpendapat, perubahan kondisi ekonomi dapat menimbulkan dinamika nilai budaya tertentu seperti *individualism* dan *power distance*. Nilai minus pada indeks *In-group Collectivism* pada indeks House digunakan sebagai alternatif dari indeks budaya *individualism* pada indeks budaya Hofstede.

#### 4.3.3. Variabel Kontrol

Beberapa variabel kontrol pada tingkat bank (*bank-level*) dan proksinya adalah sebagai berikut:

1. ***Profitability*** – variabel yang mengukur sejauh mana bank dapat menghasilkan return dalam periode tertentu (Robinson et al., 2012). Bank syariah dengan *profitability* yang lebih tinggi kemungkinan memiliki *balance sheet* yang solid sehingga lebih berani untuk mendiversifikasikan portofolio pembiayaannya dengan menggunakan lebih banyak *equity-based financing* (Meslier et al., 2020). Di samping itu, bank syariah dengan *profitability* yang rendah kemungkinan juga akan lebih banyak menggunakan pembiayaan jenis ini untuk menarik minat entrepreneur. Menurut Aggarwal & Yousef (2000), bank syariah dapat menawarkan *equity-based financing* kepada entrepreneur yang tidak memperoleh akses kredit dari bank konvensional. Untuk mengukur variabel ini digunakan proksi *Return on Asset* (ROA) untuk masing-masing bank syariah (i) di setiap negara (j) pada tahun tertentu (t) dengan menggunakan persamaan (4.4).

$$ROA_{i,j,t} = \frac{Net\ Income_{i,j,t}}{Total\ Assets_{i,j,t}} \quad (4.4)$$

2. ***Solvency risk*** – variabel yang mengukur kemampuan bank untuk memenuhi kewajiban utang jangka panjang (Robinson et al., 2012). *Solvency risk* pada sektor perbankan menunjukkan tingkat kesehatan bank (Čihák & Hesse, 2010). Sebagai proksi variable ini menggunakan rasio *equity* terhadap total aset seperti pada persamaan (4.5). Tingginya rasio ini menandakan rendahnya *solvency risk* bank sehingga kemungkinan akan mendorong peningkatan proporsi *equity-based financing* karena bank syariah memiliki kemampuan *risk taking* yang lebih tinggi (Meslier et al., 2020). Untuk memudahkan interpretasi hasil regresi, nilai *solvency risk* dikalikan dengan minus 1 agar nilai yang tinggi menunjukkan *solvency risk* yang juga tinggi.

$$Solvency\ Risk_{i,j,t} = \frac{Equity_{i,j,t}}{Total\ Assets_{i,j,t}} \quad (4.5)$$

3. **Credit risk** – variabel yang mengukur risiko kerugian akibat kegagalan debitur untuk melakukan pembayaran yang dijanjikan (Robinson et al., 2012). Bank syariah kemungkinan memiliki risiko kredit yang lebih tinggi daripada bank konvensional karena kompleksitas kontrak pada pembiayaan dan insentif moral hazard dengan menggunakan mekanisme PLS pada *equity-based financing* (Abedifar et al., 2013; El-Hawary et al., 2007). Pembiayaan berbasis ekuitas dapat menyebabkan bank syariah terekspos risiko khusus seperti *equity investment risk* yang terjadi karena bank syariah ikut menanggung risiko bisnis nasabah sehingga kemungkinan besar dapat mempengaruhi risiko kreditnya. Variabel *credit risk* menggunakan proksi *loan loss provision* dibagi dengan *total financing* mengikuti Abedifar et al. (2013) dan Meslier et al. (2020). Nilai *loan loss provision* yang positif menandakan risiko kredit yang tinggi sehingga mendorong bank syariah untuk menurunkan *equity-based financing*.

$$Credit Risk_{i,j,t} = \frac{Loan Loss Provision_{i,j,t}}{Total Financing_{i,j,t}} \quad (4.6)$$

4. **Risk-sharing Deposits** – variabel yang mengukur jumlah dana *syirkah* temporer dibagi dengan *total deposits* mengikuti Risfandy et al. (2020). Menurut Šeho et al. (2020), *risk-sharing deposits* digunakan untuk menguji pernyataan oleh beberapa praktisi bahwa deposan tidak tertarik pada *equity-based financing* karena cenderung bersikap *risk-averse*. Pembiayaan berbasis ekuitas menyebabkan risiko tambahan berupa *equity investment risk* yang dapat menyebabkan risiko lainnya seperti *displaced commercial risk*, *rate of return risk*, dan juga *withdrawal risk* pada bank syariah. Para deposan dapat menarik dana dari bank syariah sebagai bentuk disiplin pasar seiring dengan peningkatan risiko yang ditanggung oleh para deposan. Para bankir akan mengakomodasi *risk profile* para deposan dengan menggunakan lebih sedikit pembiayaan berbasis ekuitas sehingga menyebabkan hubungan negatif antara *risk-sharing deposits* dan *equity-based financing*. Langkah ini ditempuh oleh para bankir sebagai bentuk manajemen risiko berupa *risk avoidance* terhadap *rate of return risk*. Fluktuasi pendapatan bank yang diperoleh dari pembiayaan berbasis ekuitas akan berpengaruh terhadap besaran bagi hasil yang akan diberikan bank kepada para deposan.

$$Risk Sharing Deposits_{i,j,t} = \frac{Dana Syirkah Temporer_{i,j,t}}{Total Deposits_{i,j,t}} \quad (4.7)$$

$$Risk\ Sharing\ Deposits\_2_{i,j,t} = \frac{Total\ Customer\ Deposits_{i,j,t}}{Total\ Liabilities_{i,j,t}} \quad (4.8)$$

karena tidak semua bank syariah memublikasikan Dana Syirkah temporer pada laporan keuangannya, maka pendekatan lain yang memungkinkan untuk melihat sensitifitas para deposan dapat menggunakan rasio *total customer deposits* dibagi dengan *total liabilities* seperti pada persamaan (4.8). Rasio ini digunakan terlebih dahulu sebagai alat ukur variabel *risk-sharing deposits* mengingat hampir seluruh sample bank memiliki data yang diperlukan untuk menghitungnya. Selain itu, rasio ini juga digunakan dalam penelitian yang dilakukan oleh Šeho et al. (2020). *Risk-sharing deposits* dengan ukuran pada persamaan (4.7) digunakan sebagai *robustness check* untuk menguji konsistensi dari output utama penelitian sekaligus untuk melihat sikap para deposan terhadap penggunaan *equity-based financing* pada bank syariah.

5. **Bank Size** – variabel ukuran bank menggunakan *log total asset* sebagai proksi variabel. Menurut Čihák & Hesse (2010), bank syariah yang besar cenderung bisa mengambil risiko yang lebih besar dengan menggunakan lebih banyak *equity-based financing* dibandingkan bank syariah yang lebih kecil. Bank besar memiliki manajemen risiko yang lebih baik dari pada bank dengan ukuran kecil (Fama, 1985) sehingga mereka dapat meningkatkan penggunaan pembiayaan berbasis ekuitas dengan *reward* profit yang lebih besar. Menurut Risfandy et al. (2020), bank besar lebih mampu melakukan diversifikasi portofolio bank dengan menggunakan lebih banyak *equity-based financing*, sedangkan bank syariah yang berukuran kecil cenderung fokus pada investasi-investasi dengan risiko yang rendah dan *fee-based income*. Namun menurut Meslier et al. (2020), bank syariah yang lebih kecil juga bisa menggunakan lebih banyak pembiayaan jenis ini untuk menarik minat lebih banyak entrepreneur atau nasabah pembiayaan.

Beberapa variabel kontrol pada tingkat negara (*country-level*) dan proksinya adalah sebagai berikut:

1. **Market Concentration** – variabel yang mengukur konsentrasi pasar sehingga dapat memperlihatkan struktur dan persaingan pasar. Variabel ini menggunakan proksi *Herfindahl Hirschmann Index (HHI)* yang dihitung dengan menggunakan persamaan (4.9). Menurut Berger et al. (2004), HHI merupakan indikator dari kekuatan pasar

atau indikator kebalikan dari intensitas persaingan (*competition*) di pasar. Pada pasar yang terkonsentrasi, bank syariah kemungkinan menurunkan penggunaan *equity-based financing* karena kurangnya kompetisi dan bank syariah tidak perlu menarik para entrepreneur dengan menggunakan pembiayaan jenis ini (Meslier et al., 2020). Menurut Risfandy et al. (2020), bank dengan struktur pasar yang lebih kompetitif akan lebih banyak menawarkan *equity-based financing* walaupun lebih berisiko untuk menarik minat nasabah pembiayaan sehingga dapat meningkatkan profit bank syariah. HHI dapat memiliki nilai dari 0 hingga 10,000 (jika hanya terdapat satu bank syariah dalam suatu negara). Dalam penelitian ini, HHI dikonversi menjadi nilai yang lebih kecil dengan dibagi dengan angka 10,000. Semakin tinggi nilai HHI maka menunjukkan struktur pasar yang semakin terkonsentrasi sedangkan nilai HHI yang semakin rendah menunjukkan semakin tingginya kompetisi di dalam pasar. Formula HHI terdapat pada persamaan (4.9) mengikuti Meslier et al. (2017) sebagai berikut:

$$HHI_{j,t} = \sum_i^n \left( \frac{Total\ Assets_{i,j,t}}{\sum_i^n Total\ Assets_{i,j,t}} \right)^2 \quad (4.9)$$

Sebagai *robustness check*, selain menggunakan HHI sebagai proksi *market concentration*, penelitian ini juga menggunakan *Lerner index* pada *bank level* mengikuti formula yang digunakan oleh Ariss (2010). *Lerner index* mengukur kemampuan bank syariah dalam melakukan *mark-up* terhadap harga produk perbankan di atas biaya marjinal. *Lerner index* memiliki rentang nilai 0 hingga 1. Semakin tinggi nilai *Lerner index* menandakan *market power* yang semakin besar atau memiliki kompetisi yang rendah. Pada pasar yang kompetitif, bank tidak dapat menetapkan harga yang relatif tinggi terhadap biaya marjinalnya. Terkadang *Lerner index* dapat memiliki nilai negatif apabila bank menetapkan harga produknya lebih rendah daripada biaya marginal.

2. **Inflasi** – variabel makroekonomi untuk mengukur tingkat inflasi suatu negara. Inflasi diharapkan dapat menangkap sisi permintaan *equity-based financing*. Apabila tingkat inflasi sedang tinggi maka akan menurunkan permintaan pembiayaan (Hamza & Saadaoui, 2018). Selain itu, guncangan inflasi yang tinggi ketika ditransmisikan ke pertumbuhan ekonomi secara riil menyebabkan pergeseran investasi ke produk dengan pengembalian tetap sebagai bentuk lindung nilai terhadap return *equity-based financing* yang tidak pasti (Hossain, 2016). Namun demikian, pada saat tingkat inflasi

tinggi, bank syariah kemungkinan juga akan menawarkan *equity-based financing* yang lebih besar untuk menarik lebih banyak minat nasabah.

3. **Gross Domestic Product (GDP)** – variabel yang mengukur seluruh output yang dihasilkan oleh suatu negara. Diukur dengan menggunakan *log GDP (current GDP* dalam USD agar dapat dibandingkan antar negara). Variabel ini digunakan untuk menangkap perbedaan tingkat perkembangan ekonomi suatu negara. Tingkat ekonomi yang lebih besar kemungkinan memiliki pasar kredit yang lebih besar karena skala ekonomi dalam membangun lembaga-lembaga pendukung (Djankov et al., 2007).
4. **Pertumbuhan GDP** – variabel yang mengukur pertumbuhan ekonomi suatu negara. Diukur dengan *GDP growth* untuk masing-masing negara dalam persentase. *GDP growth* diharapkan dapat menangkap sisi permintaan akan pembiayaan. Pada saat pertumbuhan ekonomi sedang mengalami ekspansi maka permintaan investasi akan ikut meningkat sehingga akan meningkatkan permintaan pembiayaan (Djankov et al., 2007; Hamza & Saadaoui, 2018).
5. **Legal origin** – Variabel dummy dengan nilai 1 untuk negara yang menggunakan sistem hukum *common law (included group)* dan 0 untuk negara yang menggunakan *civil law (excluded group)*. Menurut Djankov et al. (2003) dan Mulligan & Shleifer (2005), negara dengan tradisi hukum yang berbeda memiliki strategi kontrol sosial bisnis yang berbeda. Negara yang menganut *common law* lebih mengandalkan *privat contract* sedangkan negara yang menganut *civil law* bergantung pada regulasi pemerintah dan kepemilikan. Negara *common law* akan meningkatkan volume kredit dengan menggunakan *the power of creditors* yang dapat memaksa pembayaran dan mengambil *collateral*, sedangkan negara *civil law* lebih mengandalkan ketersediaan informasi mengenai nasabah dan histori kreditnya untuk menghindari *the lemons problem* berupa *adverse selection*. Negara yang menggunakan *civil law* memiliki fitur utama berupa *public credit registry* yang merupakan lembaga *information – sharing* yang dapat memberikan informasi mengenai calon nasabah (Djankov et al., 2007). Keberadaan biro kredit publik seperti ini menyediakan informasi bagi para bankir mengenai karakter nasabah pembiayaan sehingga memberikan insentif bank untuk berani menyalurkan pembiayaan yang berisiko seperti pembiayaan berbasis ekuitas yang membutuhkan *trust* yang tinggi.

#### 4.4. Model Penelitian

Penelitian ini menggunakan tiga model pada persamaan (4.10), (4.11) dan (4.12) untuk menguji tujuh hipotesis pada rerangka model konseptual yang telah diajukan sebelumnya. Model pada persamaan (4.10) merupakan *base model* atau model dasar yang hanya menampilkan hasil pengaruh *formal institution* dan dimensi *national culture* terhadap *equity-based financing* dikontrol dengan menggunakan variabel pada tingkat bank. Variabel kontrol pada tingkat bank menggunakan nilai *lag* pada waktu t-1 untuk mengatasi kemungkinan terjadinya permasalahan endogenitas akibat masalah *simultaneity* yang akan dijelaskan lebih lanjut pada sesi masalah endogenitas. Variabel kontrol yang digunakan hanya pada tingkat bank karena variabel utama penelitian yang digunakan sudah berupa variabel pada *macro-level*. Selain itu, variabel utama pada *macro-level* kemungkinan akan berkorelasi cukup tinggi dengan variabel kontrol pada tingkat negara sehingga menghasilkan permasalahan multikolinearitas.

$$EBF_{i,j,t} = \alpha + \beta_1 FI_{j,t} + \beta_2 IND_j + \beta_3 UA_j + \beta_4 PD_j + \beta_8 ROA_{i,j,t-1} + \beta_9 SR_{i,j,t-1} + \beta_{10} CR_{i,j,t-1} + \beta_{11} DEP_{i,j,t-1} + \beta_{12} SIZE_{i,j,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (4.10)$$

Model pada persamaan (4.11) merupakan model dengan tambahan variabel interaksi antara *formal institution* dan *national culture*. Tambahan variabel interaksi ini kemungkinan akan menghasilkan permasalahan multikolinearitas. Permasalahan ini dapat diatasi dengan menggunakan metode *demeaned interaction terms* seperti yang dilakukan oleh Balli & Sørensen (2013). Variabel penelitian yang akan diinteraksikan akan dirubah menjadi variabel baru setelah dikurangi dengan nilai rata-ratanya.

$$EBF_{i,j,t} = \alpha + \beta_1 FI_{j,t} + \beta_2 IND_j + \beta_3 UA_j + \beta_4 PD_j + \beta_5 FI_{j,t} * IND_j + \beta_6 FI_{j,t} * UA_j + \beta_7 FI_{j,t} * PD_j + \beta_8 ROA_{i,j,t-1} + \beta_9 SR_{i,j,t-1} + \beta_{10} CR_{i,j,t-1} + \beta_{11} DEP_{i,j,t-1} + \beta_{12} SIZE_{i,j,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (4.11)$$

Model pada persamaan (4.12) merupakan model yang mengikutsertakan seluruh variabel penelitian meliputi variabel utama, variabel interaksi dan seluruh variabel kontrol baik pada tingkat bank maupun pada tingkat negara. Model ini digunakan untuk memastikan kembali apakah hasil estimasi tetap sama jika ditambahkan variabel kontrol pada tingkat negara. Model yang memasukan seluruh variabel kontrol pada tingkat negara kemungkinan akan menghasilkan nilai Variance Inflation Factor (VIF) yang lebih tinggi dibandingkan kedua model sebelumnya atau bahkan menimbulkan permasalahan multikolinearitas.

$$\begin{aligned}
 EBF_{i,j,t} = & \alpha + \beta_1 FI_{j,t} + \beta_2 IND_j + \beta_3 UA_j + \beta_4 PD_j \\
 & + \beta_5 FI_{j,t} * IND_j + \beta_6 FI_{j,t} * UA_j + \beta_7 FI_{j,t} * PD_j \\
 & + \beta_8 ROA_{i,j,t-1} + \beta_9 SR_{i,j,t-1} + \beta_{10} CR_{i,j,t-1} + \beta_{11} DEP_{i,j,t-1} \\
 & + \beta_{12} SIZE_{i,j,t-1} + \beta_{13} MC_{j,t} + \beta_{14} INF_{j,t} + \beta_{15} GDP_{j,t} \\
 & + \beta_{16} GGDP_{j,t} + \beta_{17} LO_j + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \quad (4.12)$$

Keterangan :

$EBF_{i,j,t}$	: Proporsi <i>Equity-based financing</i> bank syariah i, pada negara j pada tahun t
$FI_{j,t}$	: <i>Formal institution</i> pada negara j pada tahun t
$IND_j$	: Tingkat <i>individualism</i> pada negara j
$UA_j$	: Tingkat <i>uncertainty avoidance</i> pada negara j
$PD_j$	: Tingkat <i>power distance</i> pada negara j
$FI_{j,t} * IND_j$	: Interaksi antara <i>formal institution</i> pada negara j pada tahun t dan <i>individualism</i> pada negara j
$FI_{j,t} * UA_j$	: Interaksi antara <i>formal institution</i> pada negara j pada tahun t dan <i>uncertainty avoidance</i> pada negara j
$FI_{j,t} * PD_j$	: Interaksi antara <i>formal institution</i> pada negara j pada tahun t dan <i>power distance</i> pada negara j
$ROA_{i,j,t-1}$	: <i>Return on Asset</i> bank syariah i, pada negara j dan tahun t-1
$SR_{i,j,t-1}$	: <i>Solvency risk</i> bank syariah i, pada negara j dan tahun t-1
$CR_{i,j,t-1}$	: <i>Credit risk</i> bank syariah i, pada negara j dan tahun t-1
$DEP_{i,j,t-1}$	: <i>Risk-sharing deposits</i> bank syariah i, pada negara j dan tahun t-1
$SIZE_{i,j,t-1}$	: Ukuran bank syariah i, pada negara j dan tahun t-1
$INF_{j,t}$	: Tingkat inflasi pada negara j dan tahun t
$GDP_{j,t}$	: GDP pada negara j dan tahun t
$GGDP_{j,t}$	: GDP <i>growth</i> pada negara j dan tahun t
$MC_{j,t}$	: <i>Market Concentration</i> pada negara j dan tahun t
$LO_j$	: <i>Legal Origin</i> pada negara j
$\varepsilon_{i,t}$	: <i>Error term</i>

#### 4.5. Metode Analisis Data

Metode analisis yang digunakan adalah model *random effect generalized least square* (GLS) sebagai metode estimasi utama dan model *generalized method of moments* (GMM) sebagai metode estimasi untuk *robustness check*. Model *random effect* GLS digunakan mengikuti Li & Zahra (2012) untuk mengantisipasi data panel yang *unbalanced* dari banyak negara yang kemungkinan besar akan memiliki perbedaan yang sangat besar dalam hal perkembangan kualitas institusi baik itu secara formal maupun informal, perbedaan ekonomi dan beberapa karakteristik lainnya yang tidak bisa diobservasi. Penggunaan model *random effect* GLS cocok digunakan dalam penelitian ini karena dapat mengidentifikasi pengaruh dari variabel-variabel yang tidak bervariasi antar waktu sehingga memungkinkan variabel *national culture* yang bersifat *time-invariant* untuk dimasukkan ke dalam model penelitian.

Pada prinsipnya model *random effect* menggunakan komponen *error* untuk mengatasi keterbatasan dalam model *fixed effect* yaitu karena menggunakan terlalu banyak variabel *dummy* sehingga dapat mengurangi *degree of freedom* (Gujarati, 2004). Disamping itu, model *fixed effect* tidak mampu mengidentifikasi besaran koefisien *dummy* dan perbedaan intersep untuk variabel-variabel yang tidak berubah antar waktu atau *time-invariant* sehingga model *fixed effect* dikritik karena membuang informasi yang sangat relevan dari spesifikasi ekonometrika (Owusu-Gyapong, 1986). Penggunaan metode estimasi GLS pada data panel akan memberikan implikasi tidak diperlukannya uji asumsi klasik. Namun demikian, untuk memastikan tidak terjadi pelanggaran asumsi klasik, *robust standard error* digunakan untuk mengatasi kemungkinan terjadinya masalah heteroskedastisitas dan autokorelasi pada analisis regresi data panel (Petersen, 2008).

#### 4.6. Masalah Endogenitas

Masalah endogenitas terjadi apabila variabel independen memiliki korelasi dengan *error term* atau jika dua *error term* saling berkorelasi dalam *structural equation modelling* dan menyebabkan tidak terpenuhinya asumsi Gauss-Markov. Masalah ini dapat menyebabkan estimator yang dihasilkan menjadi bias dan tidak konsisten, memberikan kesimpulan yang salah, dan interpretasi teoretis yang tidak benar (Ullah et al., 2018). Penyebab permasalahan endogenitas berbeda-beda sehingga memerlukan

solusi yang berbeda tergantung masalah penyebabnya. Beberapa hal yang menyebabkan terjadinya masalah endogenitas dirangkum oleh Ullah et al. (2018) sebagai berikut:

### 1. *Common-method variance*

*Common-method variance* (CMV) terkait dengan metode pengukuran. CMV menjadi bermasalah karena berkaitan dengan sumber pengukuran yang salah. Sumber ini dapat berasal dari *common-rater effect* (seperti hanya mengumpulkan informasi dari responden yang mirip), *common measurement content* (seperti waktu, lokasi, dan media tunggal yang digunakan untuk mengumpulkan data), dan *common-item context* atau karakteristik item (seperti kata-kata dalam kuisisioner yang tidak familiar, terlalu kompleks, tidak spesifik dan tidak jelas). Kesalahan pada sumber pengukuran akan menyebabkan kesalahan pengukuran yang juga merupakan salah satu penyebab permasalahan endogenitas.

### 2. *Measurement errors*

*Measurement errors* terjadi karena variabel penelitian tidak diukur dengan baik. Masalah ini sering terjadi pada penelitian di bidang pemasaran, manajemen, bisnis dan *social science* lainnya. Kesalahan pengukuran biasanya disebabkan karena variabel penelitian sulit untuk diobservasi dan diukur sehingga terjadi perbedaan antara nilai proksi variabel penelitian dan nilai sesungguhnya dari variabel tersebut. Apabila terdapat kesalahan pengukuran variabel maka kesalahan tersebut akan menjadi bagian dari *error term* pada model regresi penelitian.

### 3. *Omitted variable*

*Omitted variable* terjadi karena variabel penting yang seharusnya ada sebagai *explanatory* tidak dimasukkan ke dalam model penelitian. Apabila variabel yang dihilangkan memiliki korelasi dengan variabel penjelas yang lainnya maka estimator yang dihasilkan akan menjadi tidak konsisten dan bias sehingga disebut dengan *the omitted variable bias*. Namun apabila *omitted variable* tidak berkorelasi maka parameter yang diestimasi bersifat konsisten dan tidak bias sehingga *confidence interval* dan prosedur uji Hipotesis akan memberikan kesimpulan yang benar.

### 4. *Simultaneity*

*Simultaneity* terjadi apabila beberapa regressor bersifat endogen sehingga cenderung berkorelasi dengan *error term*. Dalam kasus *simultaneity*, dua atau beberapa variabel

secara bersamaan saling mempengaruhi dan memberikan umpan timbal balik sehingga menimbulkan permasalahan endogenitas.

Dalam penelitian ini, potensi terjadinya permasalahan endogenitas bisa disebabkan karena masalah *simultaneity* dan *omitted variable*. Penelitian ini menggunakan variabel dependen berupa *equity-based financing* yang kemungkinan dipengaruhi variabel pada *bank-level* seperti *profitability*, *solvency risk*, *credit risk*, *risk-sharing deposits* dan *bank size* pada bank syariah. Namun di satu sisi, *profitability*, *solvency risk*, *credit risk*, *risk-sharing deposits* dan *bank size* bisa juga dipengaruhi oleh penggunaan *equity-based financing* yang dianggap lebih berisiko dari pembiayaan jenis lainnya di bank syariah sehingga menyebabkan adanya permasalahan endogenitas akibat *simultaneity*. Untuk mengatasi hal ini, maka nilai *profitability*, *solvency risk*, *credit risk*, *risk-sharing deposits* dan *bank size* pada model menggunakan nilai tahun sebelumnya (*lagged value*) mengikuti Meslier et al. (2020), Šeho et al. (2020) dan Risfandy et al. (2020) karena penggunaan *equity-based financing* tidak akan mungkin mempengaruhi *profitability*, *solvency risk*, *credit risk*, *risk-sharing deposits* dan *bank size* pada tahun sebelumnya. Penggunaan *lagged value* untuk variabel-variabel tersebut juga masuk akal karena penggunaan *equity-based financing* kemungkinan besar akan mempertimbangkan bagaimana *profitability*, risiko, jumlah *risk-sharing deposits* dan *bank size* di masa lalu. Penggunaan *lagged value* pada variabel *profitability*, *solvency risk*, *credit risk*, *risk-sharing deposits* dan *bank size* dapat dilihat pada model di persamaan (4.10) sampai dengan (4.12). Variabel makroekonomi dan *country-level* lainnya tidak menggunakan *lagged value* karena pembiayaan di level perbankan tidak mungkin akan memberikan dampak pada variabel-variabel makroekonomi seperti GDP dan inflasi (Ibrahim, 2016). Terlebih lagi, *equity-based financing* merupakan pembiayaan yang digunakan dalam porsi kecil oleh sebagian besar bank syariah lintas negara.

Penggunaan *equity-based financing* kemungkinan juga dipengaruhi oleh penggunaan pembiayaan jenis ini pada tahun sebelumnya (Ibrahim et al., 2021; Meslier et al., 2020; Šeho et al., 2020). Oleh karena itu, memasukkan *lagged value* dari *equity-based financing* perlu juga dipertimbangkan masuk sebagai *explanatory variable*. Model *random effect* dapat menghasilkan estimator yang bias dan tidak konsisten apabila *lagged value* dari *equity-based financing* dimasukkan ke dalam model penelitian karena variabel ini dapat memiliki korelasi dengan *error term* sehingga menghasilkan masalah

endogenitas. Regresi panel statis lainnya seperti metode *Ordinary Least Square* atau *fixed effect model* juga akan menghasilkan masalah endogenitas sehingga koefisien menjadi bias ke atas (*upward bias*) atau ke bawah (*downward bias*) (Roodman, 2009). Untuk mengakomodir hal ini, penggunaan model regresi panel dinamis dengan menggunakan model *generalized method of moments* (GMM) yang dikembangkan oleh Arellano & Bond (1991) dan Blundell & Bond (1998) digunakan sebagai *robustness check*.

Metode estimasi GMM didesain untuk data panel yang memiliki beberapa kriteria diantaranya jumlah periode  $T$  yang kecil dan individual  $N$  yang besar, variabel dependen bersifat dinamis karena nilainya bergantung pada nilainya di periode yang lalu, variabel independen tidak sepenuhnya bersifat eksogen karena berkorelasi dengan *error term*, terdapat *fixed effect*, heteroskedastisitas, dan autokorelasi di dalam individu (Roodman, 2009). Model data panel dinamis dengan GMM menggunakan *lag* dari variabel dependen sebagai variabel *explanatory* yang digunakan sebagai instrumen dan melakukan transformasi data secara internal untuk mengontrol hubungan yang bersifat endogen. Model GMM yang biasanya digunakan untuk data panel memberikan hasil yang konsisten walaupun terdapat permasalahan endogenitas dengan beberapa penyebab sekaligus seperti *unobserved heterogeneity*, *simultaneity* dan *dynamic endogeneity* (Wintoki et al., 2012).

Penelitian ini menggunakan model *two-step system* GMM karena model ini dapat mengatasi permasalahan hilangnya observasi dalam proses transformasi *first-difference* pada *one-step* GMM (Ullah et al., 2018). *Two-step system* GMM juga memungkinkan variabel independen yang bersifat *time-invariant* dimasukkan ke dalam model penelitian (Roodman, 2009). Variabel-variabel yang tidak bervariasi antar waktu seperti variabel *national culture* akan hilang (*omitted*) apabila menggunakan *first-difference* GMM. *System* GMM mengatasi permasalahan endogenitas dengan menggunakan variabel-variabel instrumen sehingga dapat menambah efisiensi dari estimator dan mentransformasi instrumen tersebut agar tidak berkorelasi atau bersifat eksogen terhadap *fixed effect*. *Two-step system* GMM terdiri dari dua persamaan yang simultan. Persamaan pertama merupakan model awal dalam *level* dengan *lagged difference* dari variabel dependen sebagai instrumen. Persamaan kedua merupakan model dalam bentuk *first-difference* dengan *lagged level* dari variabel dependen sebagai instrumen. Persamaan

(4.13) sampai dengan (4.15) menunjukkan model *system* GMM yang digunakan sebagai *robustness check* dalam penelitian ini.

$$\begin{aligned} EBF_{i,j,t} = & \alpha + \beta_0 EBF_{i,j,t-1} + \beta_1 FI_{j,t} + \beta_2 IND_j + \beta_3 UA_j + \beta_4 PD_j \\ & + \beta_8 ROA_{i,j,t-1} + \beta_9 SR_{i,j,t-1} + \beta_{10} CR_{i,j,t-1} + \beta_{11} DEP_{i,j,t-1} \\ & + \beta_{12} SIZE_{i,j,t-1} + \tau_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (4.13)$$

$$\begin{aligned} EBF_{i,j,t} = & \alpha + \beta_0 EBF_{i,j,t-1} + \beta_1 FI_{j,t} + \beta_2 IND_j + \beta_3 UA_j + \beta_4 PD_j \\ & + \beta_5 FI_{j,t} * IND_j + \beta_6 FI_{j,t} * UA_j + \beta_7 FI_{j,t} * PD_j \\ & + \beta_8 ROA_{i,j,t-1} + \beta_9 SR_{i,j,t-1} + \beta_{10} CR_{i,j,t-1} + \beta_{11} DEP_{i,j,t-1} \\ & + \beta_{12} SIZE_{i,j,t-1} + \tau_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (4.14)$$

$$\begin{aligned} EBF_{i,j,t} = & \alpha + \beta_0 EBF_{i,j,t-1} + \beta_1 FI_{j,t} + \beta_2 IND_j + \beta_3 UA_j + \beta_4 PD_j \\ & + \beta_5 FI_{j,t} * IND_j + \beta_6 FI_{j,t} * UA_j + \beta_7 FI_{j,t} * PD_j \\ & + \beta_8 ROA_{i,j,t-1} + \beta_9 SR_{i,j,t-1} + \beta_{10} CR_{i,j,t-1} + \beta_{11} DEP_{i,j,t-1} \\ & + \beta_{12} SIZE_{i,j,t-1} + \beta_{13} MC_{j,t} + \beta_{14} INF_{j,t} + \beta_{15} GDP_{j,t} \\ & + \beta_{16} GGDP_{j,t} + \beta_{17} LO_j + \tau_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (4.15)$$

Keterangan:

$EBF_{i,j,t-1}$  : Proporsi *Equity-based financing* bank syariah i, pada negara j pada tahun t-1

$\tau_t$  : *Time effect*

*Hansen test* dan *Arellano-Bond test* diuji setelah melakukan estimasi dengan model *two-step system* GMM. *Hansen test* digunakan untuk menentukan validitas dari model ekonometrika yang digunakan dan pemilihan ketepatan instrumen yang ditentukan karena asumsi kritis untuk validitas estimasi GMM mensyaratkan variabel instrumen yang bersifat eksogen. Pada model *two-step system* GMM, *Hansen statistics* lebih superior dibandingkan dengan *Sargan statistics* karena lebih *robust* terhadap pelanggaran asumsi klasik heteroskedastisitas (Šeho et al., 2020). Karena tidak aturan yang jelas terkait jumlah instrumen yang dinyatakan terlalu banyak, maka instrumen akan dibatasi tidak melebihi jumlah kelompok bank atau group dan menghasilkan nilai *p-value* dari *Hansen test* pada rentang yang direkomendasikan yaitu 0.1 sampai 0.25 (Roodman, 2009). *Arellano-Bond test* digunakan untuk menguji validitas kekuatan asumsi

eksogenitas dengan harapan *error term* dari dua periode waktu yang berbeda tidak saling berkorelasi (tidak ada *auto-correlation* atau *serial correlation*). Dengan kata lain, *lagged value* dari *equity-based financing* tidak berkorelasi dengan *error term*. Estimasi dengan menggunakan *two-step system GMM* terus dilakukan sampai mendapatkan group variabel instrumen yang bersifat eksogen dan tidak terdapat autokorelasi pada *idiosyncratic error*.

Sebelum melakukan analisis data dengan menggunakan metode estimasi baik metode *random effect generalized least square* (GLS) maupun metode *generalized method of moments* (GMM), pemeriksaan korelasi antar variabel independen dilakukan terlebih dahulu untuk melihat kemungkinan terjadinya permasalahan multikolinearitas antar pasangan variabel independen. Multikolinearitas struktural kemungkinan terjadi pada model penelitian karena adanya interaksi antara variabel *formal institution* dan dimensi *national culture* yang menyebabkan korelasi yang terjadi antar variabel menjadi sangat tinggi. Untuk mengatasi masalah ini, penelitian ini menggunakan metode *demeaned interaction terms* mengikuti Balli & Sørensen (2013). Problem multikolinearitas kemungkinan juga terjadi akibat penggunaan variabel pada tingkat negara yang beragam. Untuk melihat konsistensi dari estimator yang dihasilkan, hasil estimasi akan ditampilkan berurutan dari model dasar, model dengan interaksi dan model lengkap yang memasukkan variabel kontrol di tingkat negara (*macro-level*). Apabila ketiga model menghasilkan estimator yang konsisten, maka permasalahan multikolinearitas dapat diabaikan.

## BAB 5 ANALISIS HASIL PENELITIAN

### 5.1. Statistik Deskriptif

Tabel 5.1 menunjukkan hasil statistik deskriptif dari seluruh variabel penelitian yang terdiri dari variabel dependen berupa proporsi pembiayaan *equity-based financing* (EBF), variabel independen utama berupa *formal institution*, indeks budaya *individualism*, *uncertainty avoidance*, dan *power distance* (FI, IND, UA, dan PD), variabel kontrol *bank-level* berupa *return on asset*, *solvency risk*, *credit risk*, *risk-sharing deposits*, dan ukuran bank (ROA, SR, CR, DEP, SIZE) dan *country-level* berupa *market concentration*, inflasi, GDP, GDP growth, dan *legal origin* (MC, INF, GDP, GGDP, LO). Rata-rata proporsi *equity-based financing* terhadap *total financing* untuk seluruh sampel bank yaitu sebesar 18%. Nilai ini menunjukkan bahwa proporsi *debt-based financing* masih mendominasi kontrak pembiayaan pada bank syariah yaitu sebesar lebih dari 80% sejalan dengan statistik yang disampaikan oleh Iqbal & Mirakhor (2002) dan Meslier et al. (2020). *Coefficient of variation* untuk variabel proporsi *equity-based financing* bernilai lebih dari satu (1.44) yang menunjukkan tingginya variasi penggunaan pembiayaan berbasis *equity* lintas bank syariah. Porsi penggunaan pembiayaan jenis ini berkisar minimal 0% dan maksimal 96% dari *total financing*.

Berdasarkan kawasan, proporsi *equity-based financing* terhadap *total financing* yang paling besar digunakan oleh bank syariah pada kawasan Asia Tenggara (24%) diikuti Asia Selatan (17%) dan Timur Tengah (14%) seperti yang ditunjukkan pada Tabel 5.1 pada Panel B, C, dan D. Secara lebih detail per negara (Tabel 5.2), proporsi yang besar di kawasan Asia Tenggara merupakan kontribusi dari bank-bank syariah di Indonesia yang menggunakan *equity-based financing* dengan rata-rata sekitar 39% sedangkan bank-bank syariah yang berada di Malaysia hanya menggunakan pembiayaan jenis ini dengan rata-rata sekitar 12% dari *total financing*. Di Asia Selatan khususnya di Pakistan, proporsi *equity-based financing* digunakan cukup besar rata-rata sekitar 45% sedangkan pembiayaan jenis ini kurang begitu digunakan di Bangladesh yaitu hanya sekitar rata-rata 1% dari *total financing*. Bank syariah di Indonesia dan di Pakistan memang secara serius berupaya meningkatkan penggunaan *musharakah* dengan mengalihkan pembiayaan *murabahah* (Nouman et al., 2022). Menariknya, di kawasan Timur Tengah, hanya Iran saja yang menggunakan *equity-based financing* dengan cukup

besar dengan rata-rata 72% dari *total pembiayaan* sedangkan negara-negara Timur Tengah lainnya seperti Jordan, Kuwait, Qatar, Saudi Arabia dan United Arab Emirates hanya berkisar 0 – 5%. Jumlah yang signifikan besar pada bank syariah di Iran dikarenakan mereka memiliki komitmen untuk merubah pembiayaan konvensional menjadi pembiayaan yang sesuai dengan prinsip syariah dengan memperbanyak proporsi *equity-based financing* sejak mengimplementasikan *Interest-Free Banking Law (IFBL)* pada tahun 1983 dengan strategi peningkatan kegiatan supervisi dan monitoring, penyederhanaan proses, dan program *research and development* (Sadr & Iqbal, 2002).

*Equity-based financing* secara rata-rata mengalami peningkatan selama periode penelitian (Tabel 5.3). Rata-rata proporsi *equity-based financing* terhadap *total financing* pada tahun 2011 sekitar 12% naik hingga menjadi 21% pada tahun 2015. Pada tahun-tahun berikutnya, pembiayaan berbasis ekuitas tetap bertahan di angka 21% kecuali pada tahun 2017 yang naik sebesar 1% menjadi 22%. Apabila diuraikan berdasarkan jenis kontrak yang digunakan, pembiayaan berbasis ekuitas terdiri dari pembiayaan *mudharabah* rata-rata sekitar 2% dan *musyarakah* sebesar 16%. Peningkatan penggunaan pembiayaan berbasis ekuitas disebabkan oleh penggunaan pembiayaan *musyarakah* yang semakin meningkat dari tahun ke tahun. Pada tahun 2011, *musyarakah* digunakan rata-rata sebesar 8% naik menjadi 20% pada tahun 2019. Pembiayaan *mudharabah* justru mengalami penurunan dari sekitar rata-rata 4% pada tahun 2012 menjadi sekitar 1% pada tahun 2019. Menurut Warninda et al. (2019), pembiayaan *mudharabah* yang jumlahnya lebih rendah dibandingkan pembiayaan *musyarakah* mencerminkan persepsi para bankir yang menganggap pembiayaan *mudharabah* memiliki risiko yang lebih besar. Fenomena ini juga menunjukkan sikap *risk averse* dari para bankir dengan menggunakan lebih banyak *debt-based financing* dibandingkan *equity-based financing*.

*Formal institution* negara – negara di mana bank syariah beroperasi memiliki nilai rata-rata sebesar -0.16 dan bervariasi dengan nilai minimal -1.18 dan maksimal 0.68 (Tabel 5.1). Nilai rata-rata di bawah nilai tengah nol menunjukkan bahwa mayoritas bank syariah berada pada negara-negara dengan kondisi *formal institution* yang tidak efisien atau memiliki kualitas yang buruk seperti yang disampaikan oleh Aggarwal & Yousef (2000) dan Alam & Parinduri (2017). Nilai kualitas *formal institution* yang buruk menandakan bahwa kualitas penegakan hukum, kontrol terhadap korupsi, kualitas implementasi regulasi yang ditetapkan pemerintah, independensi dari tekanan politik, dan

stabilitas politik pada negara-negara sample masih tergolong rendah dan masih memerlukan perbaikan. Berdasarkan kawasan, kondisi *formal institution* terburuk terletak di kawasan Asia Selatan (nilai rata-rata -0.91) yang terdiri dari negara Pakistan dan Bangladesh. Kedua negara tersebut memiliki kondisi *formal institution* yang buruk dengan nilai yang tidak terlalu jauh berbeda (-1.04 untuk Pakistan dan -0.83 untuk Bangladesh). Kawasan Asia Tenggara memiliki kondisi *formal institution* yang lebih baik dibandingkan dua kawasan lainnya dengan nilai rata-rata sebesar 0.08. Namun demikian, dua negara di Asia Tenggara yang dijadikan sampel dalam penelitian ini memiliki nilai *formal institution* yang kontradiktif. Malaysia memiliki kondisi *formal institution* yang jauh lebih baik karena memiliki nilai *formal institution* yang positif (0.37) sedangkan negara Indonesia memiliki kondisi yang buruk dengan nilai negatif (-0.26). *Formal institution* pada kawasan Timur Tengah memiliki nilai rata-rata 0.01. Beberapa negara di kawasan ini memiliki kondisi *formal institution* yang buruk karena bernilai negatif seperti negara Iran (-0.99), Saudi Arabia (-0.30), Kuwait (-0.11) dan Jordan (-0.10). Dua negara yang memiliki kondisi *formal institution* yang jauh lebih baik yaitu negara United Arab Emirates (0.63) dan Qatar (0.50).

Tabel 5.2 memberikan informasi perbedaan *formal institution* per negara sampel. Negara-negara dengan kondisi *formal institution* terburuk diantaranya adalah Pakistan (-1.04), Iran (-0.99), dan Bangladesh (-0.83). Dari sepuluh negara sampel, hanya tiga negara saja yang memiliki *formal institution* dengan nilai rata-rata yang positif yaitu United Arab Emirates (0.63), Qatar (0.50), dan Malaysia (0.37). *Coefficient of variation* untuk variabel *formal institution* bernilai -3.63 yang menunjukkan tingginya variasi kondisi *formal institution* lintas negara dengan nilai minimal sebesar -1.18 (Pakistan tahun 2011) dan nilai maksimal sebesar 0.68 (Qatar tahun 2012 dan 2013). Dari tahun ke tahun, secara rata-rata kondisi *formal institution* sedikit mengalami peningkatan dari -0.2 pada tahun 2011 menjadi -0.12 pada tahun 2019.

Indeks budaya Hofstede berupa *individualism* pada negara-negara sampel memiliki nilai rata-rata sebesar 23.14 (lihat Tabel 5.1). Jika dilihat dari rentang nilai budaya (0 hingga 100), maka rata-rata negara sampel di mana bank syariah beroperasi memiliki budaya *individualism* yang rendah, yaitu di bawah nilai 50 atau memiliki budaya *collectivism* yang tinggi. Masyarakat dengan nilai budaya *collectivism* yang tinggi cenderung bergantung pada hubungan *informal* untuk mengatasi permasalahan-

permasalahan transaksi dan cenderung membatasi perkembangan *formal institution* (Li & Zahra, 2012). Pendapat ini sejalan dengan fakta masih buruknya kondisi *formal institution* dari negara-negara sampel karena memiliki budaya *collectivism* yang tinggi. Individu dalam masyarakat dengan budaya *collectivism* yang tinggi berinteraksi dengan anggota kelompok keluarga dalam hubungan sosial maupun ekonomi dan pemenuhan kontrak diperoleh melalui lembaga ekonomi dan sosial informal (Fuentelsaz et al., 2019). Indeks budaya *individualism* terendah (*collectivism* tertinggi) dimiliki oleh negara Pakistan dan Indonesia dengan nilai yang sama yaitu 14 poin sedangkan negara Iran memiliki nilai budaya *individualism* yang tertinggi (*collectivism* terendah) dengan nilai 41 poin (Lihat Tabel 5.2).

Nilai rata-rata indeks budaya *uncertainty avoidance* bernilai 59.97 (Tabel 5.1). Secara rata-rata, nilai budaya ini termasuk ke dalam kategori yang moderat. Beberapa negara yang memiliki indeks *uncertainty avoidance* yang lebih rendah dibandingkan rata-rata adalah negara Malaysia (36) dan Indonesia (48). Indeks budaya *uncertainty avoidance* yang tertinggi bernilai 80 poin didominasi oleh negara-negara yang berasal dari Timur Tengah seperti Kuwait, Qatar, Saudi Arabia, dan United Arab Emirates sedangkan Iran merupakan satu-satunya negara sampel di Timur Tengah yang memiliki nilai indeks *uncertainty avoidance* yang paling rendah yaitu sekitar 59 poin. Secara keseluruhan, negara yang memiliki indeks budaya *uncertainty avoidance* terendah adalah negara Malaysia (36).

Nilai rata-rata indeks budaya *power distance* bernilai 82.86 (Tabel 5.1). Jika dilihat dari rentang nilai budaya (0 hingga 100), maka rata-rata negara sampel di mana bank syariah beroperasi memiliki budaya *power distance* yang tinggi di atas nilai 50 poin. Negara dengan indeks budaya *power distance* tertinggi adalah Malaysia (100) diikuti oleh Saudi Arabia (95) dan Qatar (93) sedangkan negara Pakistan memiliki nilai *power distance* yang terendah (55) diikuti oleh Iran (58).

**Tabel 5. 1. Statistik Deskriptif**

*EBF (Equity-based Financing to Total Financing), FI (Formal Institution), IND (Individualism), UA (Uncertainty Avoidance), PD (Power Distance), ROA (Return on Assets), SR (Solvency Risk), CR (Credit Risk), DEP (Risk-sharing Deposits, persamaan (4.8)), SIZE (log of Total Assets), MC (Market Concentration), INF (Inflation), GDP (Gross Domestic Product), GGDP (GDP Growth), LO (Legal Origin).*

Panel A. Seluruh Sampel (Group = 60, Obs = 512)															
	EBF	FI	IND	UA	PD	ROA	SR	CR	DEP	SIZE	MC	INF	GDP	GGDP	LO
Mean	0.18	-0.16	23.14	59.97	82.86	0.01	0.09	0.01	0.82	15.25	0.30	0.05	26.44	0.04	0.53
Std Dev.	0.26	0.58	7.07	16.30	14.15	0.02	0.19	0.05	0.15	1.57	0.13	0.06	0.78	0.03	0.50
Min	0.00	-1.18	14.00	36.00	55.00	-0.17	-1.52	-0.65	0.00	10.73	0.16	-0.02	24.11	-0.07	0.00
Max	0.96	0.68	41.00	80.00	100.00	0.11	0.99	0.46	1.00	18.44	0.82	0.40	27.74	0.13	1.00
Coefficient of Variation	1.44	-3.63	0.31	0.27	0.17	2.00	2.11	5.00	0.18	0.10	0.44	1.18	0.03	0.69	0.94
Panel B. Group Timur Tengah (Group = 25, Obs = 212)															
	EBF	FI	IND	UA	PD	ROA	SR	CR	DEP	SIZE	MC	INF	GDP	GGDP	LO
Mean	0.14	0.01	28.35	74.52	82.95	0.01	0.13	0.01	0.82	16.24	0.39	0.05	26.11	0.03	0.29
Std Dev.	0.27	0.57	5.96	8.60	13.40	0.01	0.07	0.02	0.11	1.11	0.15	0.08	0.86	0.04	0.45
Min	0.00	-1.14	25.00	59.00	58.00	-0.04	-0.03	0.00	0.54	12.99	0.26	-0.02	24.11	-0.07	0.00
Max	0.96	0.68	41.00	80.00	95.00	0.04	0.80	0.13	0.99	18.44	0.82	0.40	27.40	0.13	1.00
Panel C. Group Asia Tenggara (Group = 22, Obs = 190)															
	EBF	FI	IND	UA	PD	ROA	SR	CR	DEP	SIZE	MC	INF	GDP	GGDP	LO
Mean	0.24	0.08	20.44	41.56	89.81	0.00	0.12	0.02	0.82	14.70	0.21	0.03	27.00	0.05	0.54
Std Dev.	0.24	0.33	6.00	6.00	11.00	0.02	0.10	0.09	0.20	1.60	0.04	0.02	0.54	0.01	0.50
Min	0.00	-0.45	14.00	36.00	78.00	-0.17	0.03	-0.65	0.00	10.73	0.16	0.01	26.42	0.04	0.00
Max	0.96	0.48	26.00	48.00	100.00	0.11	0.83	0.46	1.00	17.91	0.30	0.06	27.74	0.06	1.00
Panel D. Group Asia Selatan (Group = 13, Obs = 110)															
	EBF	FI	IND	UA	PD	ROA	SR	CR	DEP	SIZE	MC	INF	GDP	GGDP	LO
Mean	0.17	-0.91	17.76	63.73	70.68	0.00	-0.01	0.01	0.83	14.30	0.28	0.07	26.12	0.06	1.00
Std Dev.	0.24	0.12	2.91	4.86	12.14	0.02	0.35	0.03	0.12	1.16	0.08	0.02	0.28	0.02	0.00
Min	0.00	-1.18	14.00	60.00	55.00	-0.14	-1.52	-0.02	0.30	11.39	0.20	0.03	25.58	0.01	1.00
Max	0.93	-0.79	20.00	70.00	80.00	0.02	0.99	0.22	0.97	16.41	0.41	0.12	26.47	0.08	1.00

Sumber: Data diolah penulis

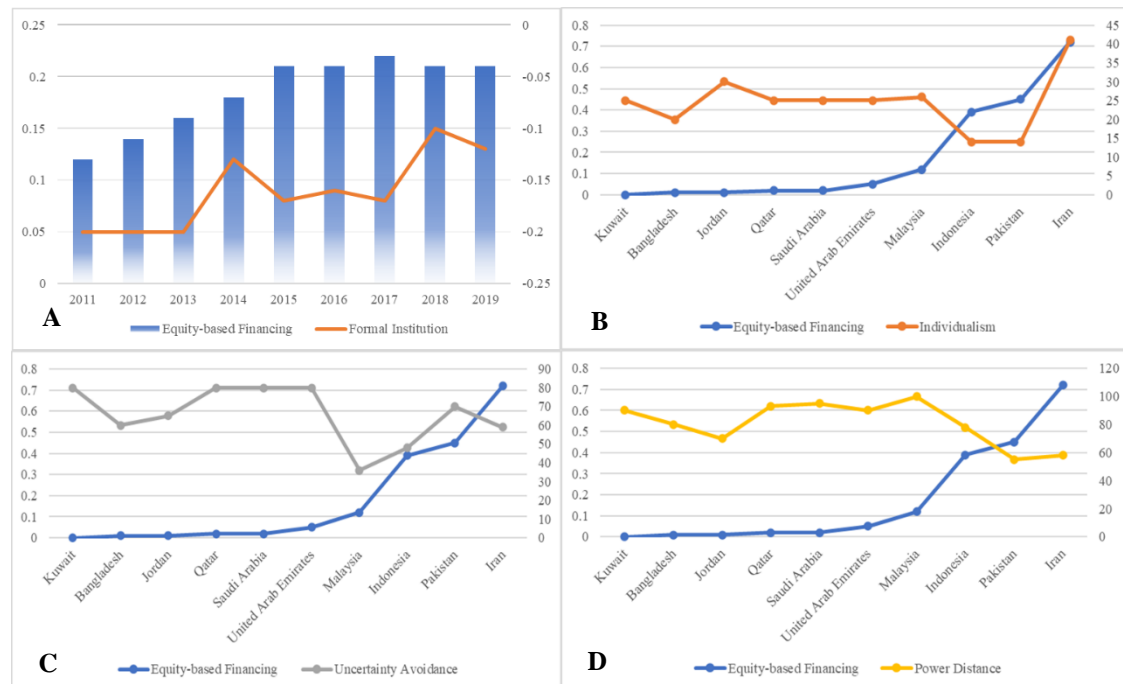
**Tabel 5. 2. Perbedaan antar Negara**

*EBF (Equity-based Financing to Total Financing) FI (Formal Institution), IND (Individualism), UA (Uncertainty Avoidance), PD (Power Distance), ROA (Return on Assets), SR (Solvency Risk), CR (Credit Risk), DEP (Risk-sharing Deposits, persamaan (4.8)), SIZE (log of Total Assets), MC (Market Concentration), INF (Inflation), GDP (Gross Domestic Product), GGDP (GDP Growth), LO (Legal Origin).*

Country	EBF	FI	IND	UA	PD	ROA	SR	CR	DEP	SIZE	MC	INF	GDP	GGDP	LO
Bangladesh	0.01	-0.83	20	60	80	0.00	-0.08	0.01	0.83	14.42	0.22	0.07	26.01	0.07	1
Indonesia	0.39	-0.26	14	48	78	0.00	0.16	0.03	0.88	13.48	0.25	0.05	27.58	0.05	0
Iran	0.72	-0.99	41	59	58	0.01	0.07	0.03	0.78	16.53	0.31	0.20	26.76	0.01	0
Jordan	0.01	-0.10	30	65	70	0.01	0.12	0.01	0.96	14.66	0.46	0.03	24.35	0.02	0
Kuwait	0.00	-0.11	25	80	90	0.01	0.15	0.01	0.75	16.12	0.47	0.03	25.67	0.02	1
Malaysia	0.12	0.37	26	36	100	0.01	0.08	0.01	0.78	15.74	0.18	0.02	26.50	0.05	1
Pakistan	0.45	-1.04	14	70	55	0.00	0.11	0.00	0.84	14.09	0.38	0.07	26.30	0.04	1
Qatar	0.02	0.50	25	80	93	0.02	0.16	0.00	0.77	16.63	0.30	0.02	25.89	0.04	0
Saudi Arabia	0.02	-0.30	25	80	95	0.02	0.13	0.01	0.93	17.30	0.76	0.02	27.30	0.03	1
United Arab Emirates	0.05	0.63	25	80	90	0.01	0.14	0.01	0.82	16.32	0.28	0.02	26.68	0.04	0

**Tabel 5. 3. Rata-rata Proporsi Instrumen Pembiayaan pada Bank Syariah Lintas Negara Selama Periode Penelitian**

Instrumen Pembiayaan	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Average
<i>Mudharabah</i>	0.03	0.04	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02	0.01	0.01	0.02
<i>Musyarakah</i>	0.08	0.11	0.13	0.16	0.19	0.19	0.20	0.19	0.20	0.16
<i>Murabahah</i>	0.48	0.44	0.44	0.42	0.40	0.40	0.40	0.41	0.40	0.42
<i>Lainnya</i>	0.41	0.42	0.40	0.40	0.39	0.39	0.38	0.39	0.39	0.40
<i>Equity-based Financing</i>	0.12	0.14	0.16	0.18	0.21	0.21	0.22	0.21	0.21	0.18
<i>Debt-based Financing</i>	0.88	0.86	0.84	0.82	0.79	0.79	0.78	0.79	0.79	0.82



**Gambar 5. 1. Rata-rata Proporsi Equity-based Financing, Formal Institution, Indeks Budaya Individualism, Uncertainty Avoidance, dan Power Distance Seluruh Sampel Bank Syariah per Negara Selama Periode Penelitian**

Sumber: Data diolah penulis

Gambar 5.1 bagian A menunjukkan secara visual hubungan antara *formal institution* dan *equity-based financing*. Data yang disajikan merupakan data rata-rata proporsi *equity-based financing* dan *formal institution* selama periode penelitian. Penggunaan *equity-based financing* menunjukkan peningkatan tren yaitu sekitar 12% pada tahun 2011 menjadi 20% pada tahun 2019. Peningkatan tren perbaikan kondisi *formal institution* secara rata-rata terjadi selama periode penelitian walau tidak terlalu meningkat signifikan karena masih bernilai negatif yaitu dari -0.2 pada tahun 2011 menjadi -0.12 pada tahun 2019. Secara individual per negara, negara Indonesia, Pakistan, dan Saudi Arabia merupakan tiga negara yang memiliki kualitas *formal institution* dengan tren yang semakin membaik. Sebagai contoh, nilai kualitas *formal institution* negara Indonesia pada tahun 2011 adalah sebesar -0.45 terus meningkat hingga tahun 2019 menjadi -0.17 (lihat lampiran 4).

Gambar 5.1 bagian B menunjukkan secara visual perbedaan penggunaan *equity-based financing* dan indeks budaya *individualism* untuk masing-masing negara sampel. Data diurutkan berdasarkan negara dengan penggunaan *equity-based financing* yang terkecil hingga terbesar untuk memberikan informasi yang lebih banyak secara visual.

Berdasarkan gambar di atas, negara seperti Indonesia dan Pakistan yang memiliki indeks budaya *individualism* terendah menggunakan *equity-based financing* yang lebih tinggi dibandingkan negara-negara lainnya kecuali Iran. Negara-negara dengan nilai budaya *individualism* lebih tinggi seperti Jordan (30), Malaysia (26), Kuwait (25), Qatar (25), Saudi Arabia (25), dan United Arab Emirates (25) justru menggunakan *equity-based financing* yang lebih rendah. Namun demikian, terdapat fakta menarik yaitu negara Iran tetap menggunakan pembiayaan berbasis ekuitas dengan porsi terbesar walaupun memiliki indeks budaya *individualism* yang lebih tinggi dibandingkan dengan negara lainnya pada sampel penelitian.

Pada Gambar 5.1 bagian C terlihat bahwa bank syariah pada negara-negara dengan indeks budaya *uncertainty avoidance* yang tinggi seperti negara-negara di Timur Tengah (kecuali bank syariah di Iran) cenderung menggunakan *equity-based financing* dengan porsi yang rendah. Sebaliknya, negara-negara dengan indeks budaya *uncertainty avoidance* yang lebih rendah seperti Indonesia dan Iran menggunakan porsi pembiayaan berbasis ekuitas dalam jumlah yang lebih besar. Bank syariah di negara Malaysia yang juga menggunakan pembiayaan ini dengan porsi yang tidak terlalu besar (rata-rata sekitar 12%, Tabel 5.2) meskipun memiliki indeks budaya *uncertainty avoidance* yang terendah dibandingkan negara-negara sampel lainnya. Namun demikian, porsi 12% masih termasuk porsi yang cukup besar dibandingkan dengan porsi yang digunakan oleh sebagian besar negara-negara di Timur Tengah yaitu sekitar 0 sampai dengan 5% dari *total financing* secara keseluruhan.

Pada Gambar 5.1 bagian D terlihat bank syariah pada negara-negara yang memiliki indeks budaya *power distance* yang tinggi cenderung menggunakan *equity-based financing* yang rendah seperti bank syariah di Malaysia, Saudi Arabia, dan Qatar. Sedangkan bank syariah pada negara-negara dengan indeks budaya *power distance* yang rendah seperti Iran, Pakistan, dan Indonesia cenderung menggunakan pembiayaan berbasis ekuitas yang lebih besar.

## 5.2. Matriks Korelasi

Tabel 5.4 menampilkan korelasi antar pasangan variabel (*pairwise correlations*) dari variabel independen. Berdasarkan pada hasil output matriks korelasi menunjukkan hampir seluruh pasangan variabel independen memiliki korelasi yang kurang dari 0.85

sehingga tidak mengindikasikan terjadinya permasalahan multikolinearitas (Schroeder et al., 1990). Korelasi yang cukup tinggi terjadi antara variabel *formal institution* dan indeks budaya *power distance* yaitu sebesar 0.8034. Korelasi positif yang tinggi dan signifikan pada kedua variabel tersebut mengindikasikan bahwa negara-negara sampel penelitian dengan indeks budaya *power distance* yang tinggi cenderung dapat diprediksi memiliki kondisi *formal institution* yang baik. Berdasarkan kerangka *institutional environment* yang dibangun oleh Williamson (2000), *informal institution* seperti budaya dapat mempengaruhi proses terbentuknya *formal institution* suatu negara (seperti *rule of law*, *regulatory effectiveness*, *creditor rights*). Indeks budaya *power distance* yang tinggi cenderung memiliki hierarki dan sentralisasi kekuasaan (Shane, 1993) sehingga kemungkinan memiliki *formal institution* yang lebih baik karena pemerintahan yang bersikap otoriter dalam membuat kebijakan atau regulasi. Korelasi yang tinggi antar variabel independen, seperti korelasi antara *power distance* dan *formal institution*, sudah diatasi dengan menggunakan metode *demeaned interaction term* (Balli & Sørensen, 2013), yaitu mengurangi data dengan nilai rata-ratanya untuk menjadi data baru sehingga terbebas dari permasalahan multikolinearitas.

### 5.3. Hasil Regresi Panel *Random Effect*

Tabel 5.5 menampilkan hasil estimasi dari regresi panel *random effect generalized least square* (GLS) dengan *robust standard error*. Hasil *output* menampilkan regresi dengan variabel dependen berupa nilai proporsi *equity-based financing* terhadap *total financing*. Terdapat 3 model yang diestimasi. Model 1 memasukkan variabel *formal institution*, *national culture*, dan variabel kontrol pada tingkat bank sebagai *base model*. Model 2 meliputi *base model* ditambah dengan variabel interaksi antara *formal institution* dan *national culture*. Model 3 merupakan model terlengkap dengan memasukkan variabel kontrol pada tingkat negara.

**Tabel 5. 4. Matriks Korelasi**

*EBF (Equity-based financing), FI (Formal Institution), IND (Individualism), UA (Uncertainty Avoidance), PD (Power Distance), ROA (Return on Assets), SR (Solvency Risk), CR (Credit Risk), DEP (Risk-sharing Deposits, persamaan (4.8)), SIZE (log of Total Assets), MC (Market Concentration), INF (Inflation), GDP (Gross Domestic Product), GGDP (GDP Growth), LO (Legal Origin). Angka di dalam kurung merupakan nilai p-value.*

	EBF	FI	IND	UA	PD	Lag ROA	Lag SR	Lag CR	Lag DEP	Lag SIZE	MC	INF	GDP	GGDP	LO
<b>EBF</b>	1														
<b>FI</b>	-0.4086*** (0.0000)	1													
<b>IND</b>	0.0347 (0.4400)	0.1479*** (0.0008)	1												
<b>UA</b>	-0.2065*** (0.0000)	-0.048 (0.2782)	0.0803* (0.0696)	1											
<b>PD</b>	-0.5791*** (0.0000)	0.8034*** (0.0000)	0.0772* (0.0808)	-0.2023*** (0.0000)	1										
<b>Lag ROA</b>	-0.0665 (0.1648)	0.1554*** (0.0009)	0.2079*** (0.0000)	0.1904*** (0.0000)	0.1106** (0.0187)	1									
<b>Lag SR</b>	-0.0525 (0.2733)	0.1879*** (0.0001)	-0.0223 (0.6371)	0.0957** (0.0419)	0.0286 (0.5442)	0.2776*** (0.0000)	1								
<b>Lag CR</b>	0.1106** (0.0206)	-0.0526 (0.2648)	-0.0647 (0.1700)	-0.0573 (0.2239)	-0.0725 (0.1240)	-0.7131*** (0.0000)	0.0315 (0.5045)	1							
<b>Lag DEP</b>	-0.0223 (0.6413)	-0.095** (0.0435)	-0.1701*** (0.0003)	0.0159 (0.7366)	-0.154*** (0.0010)	0.1951*** (0.0000)	0.1061** (0.0240)	-0.0785* (0.0957)	1						
<b>Lag SIZE</b>	-0.2236*** (0.0000)	0.3424*** (0.0000)	0.5704*** (0.0000)	0.2754*** (0.0000)	0.3391*** (0.0000)	0.4620*** (0.0000)	0.0955** (0.0425)	-0.1738*** (0.0002)	0.0181 (0.7017)	1					
<b>MC</b>	-0.0753* (0.0936)	-0.1984*** (0.0000)	0.1205*** (0.0063)	0.6356*** (0.0000)	-0.1997*** (0.0000)	0.1762*** (0.0002)	0.1556*** (0.0009)	-0.049 (0.2982)	0.1387*** (0.0031)	0.2022*** (0.0000)	1				
<b>INF</b>	0.4722*** (0.0000)	-0.6075*** (0.0000)	0.3197*** (0.0000)	-0.0428 (0.3340)	-0.5713*** (0.0000)	-0.013 (0.7828)	-0.0932** (0.0477)	0.0597 (0.2051)	-0.0141 (0.7647)	-0.0382 (0.4175)	0.0253 (0.5677)	1			
<b>GDP</b>	0.4382*** (0.0000)	0.0042 (0.9247)	-0.3457*** (0.0000)	-0.3385*** (0.0000)	0.0271 (0.5401)	-0.124*** (0.0083)	0.0836* (0.0756)	0.1609*** (0.0006)	0.0448 (0.3415)	-0.1663*** (0.0004)	-0.2205*** (0.0000)	0.0862* (0.0512)	1		
<b>GGDP</b>	-0.1190*** (0.0079)	0.0088 (0.8417)	-0.3542*** (0.0000)	-0.2478*** (0.0000)	0.132*** (0.0028)	-0.1472*** (0.0017)	-0.129*** (0.006)	0.0004 (0.9936)	0.0435 (0.3559)	-0.3152*** (0.0000)	-0.2764*** (0.0000)	-0.3039*** (0.0000)	0.1528*** (0.0005)	1	
<b>LO</b>	-0.2858*** (0.0000)	-0.1944*** (0.0000)	-0.1036** (0.0191)	-0.1947*** (0.0000)	0.2586*** (0.0000)	-0.0388 (0.4103)	-0.2055*** (0.0000)	-0.1389*** (0.0031)	-0.1623*** (0.0005)	0.0517 (0.2729)	0.0304 (0.4918)	-0.133*** (0.0026)	-0.2364*** (0.0000)	0.1708*** (0.0001)	1

Catatan: tanda \*\*\*, \*\*, dan \* merupakan signifikansi statistik masing-masing pada level 1%, 5%, dan 10%

Sumber: Data diolah penulis

### 5.3.1 *Formal Institution dan Proporsi Equity-based Financing*

Berdasarkan hasil *output* pada Tabel 5.5, *formal institution* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap proporsi *equity-based financing* yang konsisten dari model 1 hingga model 3 dalam taraf signifikansi 1 dan 5% ( $\beta = 0.233$ ,  $p = 0.000$  model 1;  $\beta = 0.286$ ,  $p = 0.000$  model 2;  $\beta = 0.217$ ,  $p = 0.014$  model 3). Hasil estimasi ini mendukung hipotesis 1 bahwa kualitas *formal institution* memiliki pengaruh positif terhadap penggunaan *equity-based financing* pada bank syariah. Temuan ini mengindikasikan bahwa kualitas *formal institution* yang semakin baik dapat mendorong bank syariah untuk menggunakan lebih banyak *equity-based financing*. Sebagai contoh, model 3 menunjukkan bahwa 1 standar deviasi peningkatan kualitas *formal institution* (0.58) akan menghasilkan rata-rata 12.59% ( $=0.217 \times 0.58$ ; signifikan secara statistik pada  $p < 5\%$ ) peningkatan proporsi *equity-based financing*. Temuan ini konsisten dengan pernyataan Aggarwal & Yousef (2000) bahwa bank syariah kemungkinan akan terdorong menggunakan *equity-based financing* jika didukung oleh *formal institution* yang baik sehingga mengurangi permasalahan informasi dan keagenan yang timbul.

Bagi bank syariah, *formal institution* berperan sangat penting untuk memberikan struktur transaksi dari *equity-based financing* yang memerlukan biaya transaksi yang tinggi, konsisten dengan pandangan Coase (1937) dan Li & Zahra (2012). Biaya transaksi yang tinggi disebabkan karena *equity-based financing* memiliki problem *asymmetric information* yang lebih parah dari pembiayaan jenis lainnya pada bank syariah (Aggarwal & Yousef, 2000; Azmat et al., 2015; Khan, 2010; Mills & Presley, 1999; Sadr & Iqbal, 2002). Selain biaya monitoring (Abedifar et al., 2013; Chong & Liu, 2009; Khan & Bhatti, 2008a), biaya penulisan kontrak dan penegakannya saat pembiayaan berlangsung dan apabila terjadi wanprestasi oleh nasabah pembiayaan juga timbul pada saat bank syariah menyalurkan *equity-based financing* (Suzuki & Miah, 2016).

Sesuai dengan teori kontrak (Williamson, 2000), kontrak *mudharabah* dan *musyarakah* pada *equity-based financing* digunakan untuk mendefinisikan *property right* atau hak kepemilikan yang mengatur kesepakatan kerjasama yang meliputi hak dan kewajiban mengenai penggunaan suatu aset atau dalam hal ini adalah dana dari bank syariah yang akan dikelola oleh pihak entrepreneur. Karena tergolong *natural uncertainty contract* (Karim, 2002), upaya penerapan *incentive-compatible constraints* sejalan

dengan teori yang menyatakan bahwa sebagian besar kontrak bersifat tidak lengkap (Hart & Moore, 1988; Williamson, 1979, 1985; Furubotn and Richter, 2005). Batasan ini dibuat

**Tabel 5. 5. Hasil Regresi Random Effect Generalized Least Square (GLS)**

Variabel dependen adalah proporsi *Equity-based financing to total financing*. Variabel independen utama terdiri dari *FI* (Formal Institution), *IND* (Individualism), *UA* (Uncertainty Avoidance), *PD* (Power Distance), interaksi antara *FI* dan *IND* (*FI\*IND*), antara *FI* dan *UA* (*FI\*UA*), dan antara *FI* dan *PD* (*FI\*PD*). Variabel-variabel kontrol terdiri dari bank-level *ROA* (Return on Assets), *SR* (Solvency Risk), *CR* (Credit Risk), *DEP* (Risk-sharing Deposits, persamaan (4.8) ), *SIZE* (log of Total Assets) dan country-level *MC* (Market Concentration), *INF* (Inflation), *GDP* (Gross Domestic Product), *GGDP* (GDP Growth), *LO* (Legal Origin). Model diestimasi dengan menggunakan regresi Random Effect GLS. P-value (di dalam kurung) dihitung dengan heteroskedastic-robust standard errors.

Variables	Model 1	Model 2	Model 3
<b>FI</b>	<b>0.233***</b> (0.000)	<b>0.286***</b> (0.000)	<b>0.217**</b> (0.014)
<b>IND</b>	-0.002 (0.651)	-0.014 (0.114)	<b>-0.015*</b> (0.073)
<b>UA</b>	<b>-0.008***</b> (0.000)	<b>-0.003*</b> (0.058)	-0.001 (0.808)
<b>PD</b>	<b>-0.022***</b> (0.000)	<b>-0.021***</b> (0.000)	<b>-0.017***</b> (0.000)
<b>FI*IND</b>		<b>-0.027***</b> (0.010)	<b>-0.037***</b> (0.003)
<b>FI*UA</b>		<b>-0.008**</b> (0.016)	<b>-0.008**</b> (0.029)
<b>FI*PD</b>		-0.004 (0.295)	0.000 (0.972)
<b>Lag ROA</b>	-0.792 (0.425)	-0.499 (0.597)	-0.300 (0.749)
<b>Lag SR</b>	-0.085 (0.283)	-0.069 (0.414)	-0.068 (0.535)
<b>Lag CR</b>	-0.076 (0.812)	-0.078 (0.810)	-0.038 (0.905)
<b>Lag DEP</b>	-0.103 (0.238)	-0.097 (0.288)	-0.080 (0.411)
<b>Lag SIZE</b>	<b>0.042**</b> (0.011)	<b>0.025*</b> (0.094)	0.016 (0.335)
<b>MC</b>			-0.136 (0.420)
<b>INF</b>			<b>-0.380*</b> (0.089)
<b>GDP</b>			0.046 (0.112)
<b>GGDP</b>			<b>0.428**</b> (0.012)
<b>LO</b>			0.036 (0.571)
<b>Constant</b>	-0.347 (0.177)	-0.059 (0.820)	-1.154 (0.125)
<b>N obs</b>	452	452	452
<b>N banks</b>	60	60	60
<b>Overall R-square</b>	0.4684	0.5693	0.6650
<b>Wald Chi2</b>	90.35	149.32	194.11
<b>Prob. Chi2</b>	0.000	0.000	0.000
<b>VIF</b>	2.18	3.83	10.04

Catatan: tanda \*\*\*, \*\*, dan \* merupakan signifikansi statistik masing-masing pada level 1%, 5%, dan 10%

Sumber: Data diolah penulis

dengan tujuan untuk membuat struktur insentif penegakan kontrak secara otomatis yang dapat memaksa entrepreneur memaksimalkan keuntungan bagi kedua belah pihak (Dar, 2007). Walaupun demikian, masih terdapat potensi adanya permasalahan informasi asimetris antara bank syariah dan entrepreneur serta adanya *bounded rationality* dari bank syariah membuat kontrak *mudharabah* dan *musyarakah* pada *equity-based financing* juga bersifat tidak lengkap.

Ketidaklengkapan kontrak dapat dimanfaatkan oleh entrepreneur yang berperilaku oportunistik sehingga menimbulkan berbagai macam problem seperti *adverse selection* dan *moral hazard* konsisten dengan argumen Williamson (2000). Penyimpangan yang terjadi akibat kontrak yang tidak sempurna ini akan menyebabkan biaya transaksi semakin jauh lebih mahal (Williamson, 1998). Biaya-biaya ini dapat berkurang apabila struktur transaksi yang dapat mengurangi problem *adverse selection* dan *moral hazard* pada penyaluran *equity-based financing* hadir melalui *formal institution* dengan kualitas yang baik. Pandangan ini sejalan dengan pendapat bahwa pelaku ekonomi akan cenderung menerima kesepakatan kontrak walaupun dibuat dengan sangat kompleks jika *formal institution* berjalan dengan baik (Clague, 1997).

*Formal institution* yang merupakan *governance structure* (Williamson, 1985) memberikan aturan main yang bersifat formal yang dibentuk oleh negara untuk menciptakan akuntabilitas, transparansi, efektivitas kebijakan publik, dan partisipasi publik dalam pengambilan keputusan (Kaufmann & Kraay, 2008). *Formal institution* memiliki daya tekan untuk menegakkan kontrak. Sebagai contoh, pada saat kualitas hukum di pengadilan semakin baik, maka keadilan dalam proses peradilan untuk menegakkan kontrak dapat melindungi hak-hak bank syariah. Biaya peradilan seperti ini lebih sedikit bila dibandingkan peradilan yang berbelit-belit karena rendahnya kualitas penegakkan hukum.

Pengembangan *formal institution* berupa hadirnya lembaga *sharing information* akan membantu bank mengatasi masalah seperti *adverse selection* dan *moral hazard* (Jappelli & Pagano, 2002). Sebagai contoh, bank syariah di Pakistan mendapatkan dukungan dari pemerintah dan regulator untuk meningkatkan *equity-based financing* dengan adanya kolaborasi dari bank sentral Pakistan dan beberapa institusi pemerintah lainnya seperti *National Accountability Bureau* (NAB), *Federal Investigation Agency* (FIA), dan *National Database and registration Authority* (NADRA) yang saling berbagi

informasi untuk mengurangi kemungkinan tindakan penipuan dan default nasabah pembiayaan serta meningkatkan kelayakan *equity-based financing* (Nouman et al., 2022). Lembaga *sharing information* baik yang dimiliki pemerintah atau swasta dapat memberikan informasi terkait karakter calon nasabah pembiayaan. Sebagai contoh, *Credit Information Bureau* (CIB) *database* milik Bank sentral Pakistan senantiasa melakukan *update* informasi nasabah yang mengalami default dan menetapkan nasabah tersebut tidak diperbolehkan menggunakan layanan keuangan dan perbankan di masa depan guna melindungi bank syariah.

Selain lingkungan hukum yang baik, bank syariah juga membutuhkan stabilitas politik dan kontrol terhadap korupsi yang berjalan dengan baik sehingga memberi insentif untuk mengurangi *moral hazard* dan mendorong bank syariah untuk memperbesar penyaluran *equity-based financing* pada portofolio asetnya sejalan dengan pandangan yang digagas oleh Ashraf (2017), Haselmann & Wachtel (2006), Weill (2011). Kondisi politik yang stabil dan juga rendahnya tingkat korupsi akan memberikan jaminan keamanan dan kepastian hukum bagi bank syariah dalam menyalurkan *equity-based financing* yang lebih berisiko.

Kualitas *formal institution* pada negara di mana bank syariah beroperasi masih memerlukan perbaikan dan pengembangan lebih lanjut agar menjadi lebih baik karena kualitasnya, secara rata-rata, masih bernilai negatif. Secara khusus, *formal institution* yang ada perlu mengakomodir risiko unik yang dihadapi bank syariah yang muncul dari fitur spesifik kontrak Islam (Čihák & Hesse, 2010). Sebagai contoh, pemerintah dapat mendukung bank syariah untuk menggunakan lebih banyak *equity-based financing* melalui regulasi pengembangan perusahaan-perusahaan penjaminan syariah dalam rangka memitigasi risiko pembiayaan sejalan dengan pendapat yang diusulkan oleh Hassan & Soumaré (2015) bahwa hadirnya perusahaan penjaminan menjadi solusi bagi permasalahan yang dihadapi *equity-based financing*. Di Indonesia, perusahaan penjaminan milik negara seperti Perum Jamkrindo Syariah dapat digunakan untuk memberikan jaminan atas risiko *default* pada pembiayaan berbasis ekuitas.

Secara empiris, hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Alam & Parinduri (2017) yang menyimpulkan bahwa *formal institution* tidak memiliki pengaruh terhadap proporsi penggunaan *equity-based financing*. Kemungkinan besar perbedaan hasil ini terjadi karena menggunakan proksi yang berbeda untuk mengukur *formal*

*institution*. Alam & Parinduri (2017) menggunakan proksi berupa *Doing Business Indicators* yang dikembangkan oleh *World Bank* dan *International Finance Corporation* (IFC). Penelitian ini tidak menggunakan indeks yang sama karena lebih memilih WGI yang sering kali digunakan dan lebih komprehensif sebagai proksi *formal institution* (Arndt, 2008; Li & Zahra, 2012). Pengaruh yang positif dan signifikan yang ditemukan pada penelitian ini membuka kemungkinan pentingnya melihat kondisi *formal institution* secara lebih komprehensif. Selain itu, perbedaan temuan ini juga kemungkinan besar disebabkan karena mereka hanya menggunakan *formal institution* sebagai satu-satunya variabel independen di dalam model tanpa adanya variabel lainnya. Padahal, penggunaan *equity-based financing* kemungkinan besar turut dipengaruhi oleh banyak faktor lain yang belum terakomodir di dalam model mereka seperti variabel *national culture* yang ditemukan signifikan berpengaruh terhadap *equity-based financing* dalam studi ini dan dapat mempengaruhi terbentuknya *formal institution* suatu negara (Williamson, 2000). Walaupun menggunakan proksi *formal institution* yang sama dengan Alam & Parinduri (2017), hasil penelitian Meslier et al. (2020) menemukan bahwa *formal institution* yang lebih baik dapat mendorong penggunaan *equity-based financing* menggantikan peran Dewan Pengawas Syariah. Dengan mengakomodir variabel lainnya yang turut mempengaruhi *equity-based financing*, temuan studi ini sejalan dengan kesimpulan temuan mereka bahwa *formal institution* yang baik mampu memberikan insentif bagi bank syariah untuk meningkatkan pembiayaan berbasis ekuitas.

### 5.3.2 Indeks Budaya dan Proporsi *Equity-based Financing*

Hasil *output* pada Tabel 5.5 menunjukkan pengaruh negatif antara indeks budaya *individualism* dan proporsi *equity-based financing* belum konsisten diperoleh. Pengaruh negatif ini hanya signifikan pada model 3 dan hanya dalam taraf signifikansi 10% ( $\beta = 0.015$ ,  $p = 0.073$ ). Secara statistik, hasil estimasi yang belum konsisten ini hanya mampu mendukung hipotesis 2 secara parsial bahwa nilai budaya *individualism* memiliki pengaruh negatif terhadap penggunaan *equity-based financing* pada bank syariah. Walaupun dukungan terhadap hipotesis 2 masih bersifat parsial, hubungan negatif yang terjadi mendukung argumentasi yang menyatakan bahwa masyarakat dengan *individualism* yang rendah (*collectivism* yang tinggi) cenderung mengandalkan hubungan dan koneksi secara informal untuk menghindari potensi perilaku yang bersifat oportunis

(Gould, 1993) sehingga mereka cenderung memilih untuk berlaku tertib, berusaha menegakkan kontrak dan pada akhirnya biaya transaksi menjadi berkurang (Perkins, 2000). Hubungan yang terjadi di dalam masyarakat dengan nilai budaya ini juga membantu terciptanya *social trust* dan mendorong sikap kooperatif (Triandis, 1993). Sebagai contoh, bank syariah di Indonesia dan Pakistan yang memiliki indeks *individualism* terendah (14 poin) menggunakan *equity-based financing* yang lebih besar yaitu masing-masing sebesar 38.87% dan 44.59% bila dibandingkan dengan negara-negara lainnya yang memiliki indeks *individualism* yang lebih besar. Bank syariah di negara-negara dengan indeks *individualism* yang rendah memiliki motivasi untuk lebih intens menjalin hubungan dengan nasabah. Para bankir kemungkinan memiliki hubungan interpersonal dengan para nasabahnya untuk tetap menjaga keharmonisan hubungan sehingga tercipta *social trust*. Hubungan yang harmonis ini dapat mengurangi intensi para nasabah untuk bersikap oportunistik dengan melakukan *moral hazard* sehingga dapat mengurangi biaya transaksi pembiayaan.

Indeks budaya *uncertainty avoidance* berpengaruh negatif terhadap proporsi *equity-based financing* dan signifikan dalam taraf 1% dan 10% hanya pada model 1 ( $\beta = -0.008$ ,  $p = 0.000$ ) dan model 2 ( $\beta = -0.003$ ,  $p = 0.058$ ). Namun demikian, model 3 menunjukkan pengaruh negatif yang tidak signifikan ( $\beta = -0.001$ ,  $p = 0.808$ ). Untuk itu, hasil estimasi ini hanya mendukung secara parsial hipotesis 3 bahwa nilai budaya *uncertainty avoidance* memiliki pengaruh negatif terhadap penggunaan *equity-based financing* pada bank syariah. Walaupun hasil signifikansi masih belum konsisten, semua model menunjukkan arah pengaruh yang negatif. Pengaruh negatif ini kemungkinan mengindikasikan bahwa secara rata-rata bank syariah yang beroperasi pada negara dengan nilai budaya *uncertainty avoidance* yang rendah memberikan insentif bagi para bankir untuk lebih banyak menggunakan *equity-based financing*. Sebaliknya, nilai budaya *uncertainty avoidance* yang tinggi memberikan disinsentif sehingga bank syariah menggunakan pembiayaan berbasis ekuitas dengan porsi yang lebih kecil. Sebagai contoh, bank syariah di Timur Tengah yang memiliki nilai indeks *uncertainty avoidance* yang tertinggi (80 poin) menggunakan *equity-based financing* yang rendah sekitar 0–5% dari *total financing*. Bank syariah di negara-negara ini lebih menyukai *return* yang pasti dari *debt-based financing* dibandingkan *return equity-based financing* yang tidak pasti karena tergantung pada profitabilitas usaha nasabah pembiayaan.

Disinsentif para bankir untuk menggunakan pembiayaan jenis ini mendukung pernyataan Hofstede et al. (2010) bahwa kebutuhan *social trust* yang tinggi pada masyarakat dengan nilai budaya *uncertainty avoidance* yang tinggi kemungkinan karena mereka merasa perlu mengumpulkan informasi sebanyak mungkin sebelum melakukan transaksi. Para bankir dengan nilai budaya *uncertainty avoidance* yang tinggi membutuhkan *social trust* yang tinggi (Aggarwal & Goodell, 2014) sehingga memerlukan tambahan biaya transaksi untuk mendapatkan lebih banyak informasi terkait karakter calon nasabah pembiayaan. Di samping itu, para bankir dengan *uncertainty avoidance* yang tinggi juga memiliki profil risiko yang cenderung *risk-averse* sehingga kurang begitu menyukai *equity-based financing* yang memiliki return yang tidak pasti. Temuan ini mendukung beberapa studi yang menunjukkan bahwa tingkat *uncertainty avoidance* yang tinggi berhubungan dengan profil risiko yang lebih *risk-averse* (Aggarwal & Goodell, 2009; Kwok & Tadesse, 2006) dan studi yang menunjukkan bahwa pengambilan risiko bank lebih tinggi di negara dengan nilai budaya *uncertainty avoidance* yang rendah (Ashraf et al., 2016; Kanagaretnam et al., 2014; Mourouzidou-Damtsa et al., 2019).

Indeks budaya *power distance* memiliki pengaruh negatif terhadap *proporsi equity-based financing* dalam taraf signifikansi 1% yang konsisten dari model 1 hingga model 3 ( $\beta = -0.022$ ,  $p = 0.000$  model 1;  $\beta = -0.021$ ,  $p = 0.000$  model 2;  $\beta = -0.017$ ,  $p = 0.000$  model 3) sehingga mendukung hipotesis 4 bahwa nilai budaya *power distance* memiliki pengaruh negatif terhadap penggunaan *equity-based financing* pada bank syariah. Temuan ini mengindikasikan bahwa rata-rata bank syariah yang beroperasi pada negara yang memiliki *power distance* yang tinggi cenderung menggunakan proporsi pembiayaan berbasis ekuitas yang rendah. Sebaliknya, rata-rata bank syariah pada negara yang memiliki indeks *power distance* yang rendah cenderung menggunakan pembiayaan tersebut dengan proporsi yang besar. Model 3 menunjukkan bahwa 1 standar deviasi peningkatan indeks *power distance* (14.15) akan menghasilkan rata-rata 24.06% peningkatan proporsi *equity-based financing* ( $0.017 \times 14.15$ ; signifikan secara statistik pada  $p < 1\%$ ). Sebagai contoh, bank syariah di negara-negara Timur Tengah yang memiliki indeks *power distance* yang tinggi seperti Saudi Arabia, United Arab Emirates, Kuwait, Jordan, dan Qatar hanya menggunakan sekitar 0–5% *equity-based financing*, lebih kecil bila dibandingkan bank syariah di Iran (71.88%) dan di Pakistan (44.59%) yang

memiliki indeks *power distance* yang terendah. Nilai budaya *power distance* mempunyai pengaruh negatif yang relatif lebih besar dampaknya terhadap proporsi *equity-based financing* dibandingkan dengan pengaruh positif dari *formal institution*. Oleh karena itu, nilai budaya ini memegang peranan yang lebih penting dan krusial dalam menentukan portofolio aset pada bank syariah.

Keengganan para bankir untuk menggunakan pembiayaan berbasis ekuitas pada negara dengan budaya *power distance* yang tinggi kemungkinan besar karena mereka cenderung bersikap konservatif karena kurangnya otonomi dan kebebasan dalam pengambilan keputusan sejalan dengan pendapat Thompson et al. (2017). Di samping itu, negara dengan budaya *power distance* yang tinggi cenderung memiliki fraksinasi dalam kehidupan sosial yang menyebabkan rusaknya *social trust* (Bjørnskov, 2008). *Social trust* yang rusak akan meningkatkan biaya transaksi pembiayaan dan membuat *equity-based financing* menjadi tidak menarik. Menurut Aggarwal & Goodell (2014), *social trust* merupakan salah satu komponen penting dalam menetapkan biaya transaksi untuk mengatasi problem *asymmetric information* dalam transaksi-transaksi keuangan. *Social trust* ini sangat dibutuhkan untuk mendukung kepercayaan para bankir terhadap debitur dalam memberikan pembiayaan berbasis ekuitas yang sangat berisiko. Penjelasan mengenai alasan pengaruh nilai budaya *power distance* terhadap pembiayaan *equity-based financing* yang lebih berisiko juga didukung oleh temuan pada studi sebelumnya yang dilakukan oleh Ashraf et al. (2016) bahwa nilai budaya ini memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap pengambilan risiko oleh para bankir.

### 5.3.3 *Formal Institution, National Culture dan Equity-based Financing*

Tabel 5.5 menunjukkan bahwa variabel interaksi *formal institution-individualism* berpengaruh negatif terhadap penggunaan *equity-based financing* dalam taraf signifikansi 1 % yang konsisten dari model 2 hingga model 3 ( $\beta = -0.027$ ,  $p = 0.010$  model 2;  $\beta = -0.037$ ,  $p = 0.003$  model 3). Hasil estimasi ini mendukung hipotesis 5 bahwa nilai budaya *individualism* memiliki efek moderasi melemahkan pengaruh *formal institution* terhadap *equity-based financing* pada bank syariah. Pengaruh negatif ini mengindikasikan bahwa efektifitas *formal institution* yang lebih baik dalam mendorong penggunaan *equity-based financing* menjadi berkurang apabila para bankir memiliki nilai budaya *individualism* yang tinggi (*collectivism* yang rendah). Temuan ini konsisten dengan dugaan bahwa bank

di negara dengan *individualism* yang rendah atau *collectivism* yang tinggi memiliki persepsi yang lebih positif terhadap intervensi pemerintah, dan percaya bahwa tindakan kolektif, regulasi, dan pengawasan memiliki benefit bagi bank (Bitar et al., 2020) sehingga segala bentuk regulasi untuk meningkatkan *equity-based financing* akan didukung dan dilaksanakan oleh bank syariah. Temuan ini konsisten dengan literatur yang menyatakan bahwa implementasi regulasi yang efektif membutuhkan adaptasi terhadap nilai budaya setempat (Pistor et al., 2000). Jika regulasi atau kebijakan yang diambil sejalan dengan nilai budaya, maka biaya implementasinya akan relatif lebih murah dan diterima (Weingast, 1995).

Variabel interaksi *formal institution-uncertainty avoidance* memiliki pengaruh yang negatif terhadap penggunaan *equity-based financing* dalam taraf signifikansi 5% baik pada model 2 maupun model 3 ( $\beta = -0.008$ ,  $p = 0.016$  model 2;  $\beta = -0.008$ ,  $p = 0.029$  model 3). Hasil estimasi ini mendukung hipotesis 6 bahwa nilai budaya *uncertainty avoidance* memiliki efek moderasi melemahkan pengaruh *formal institution* terhadap *equity-based financing* pada bank syariah. Pengaruh negatif ini mengindikasikan bahwa efektifitas *formal institution* dalam mendorong penggunaan *equity-based financing* menjadi berkurang apabila para bankir memiliki nilai budaya *uncertainty avoidance* yang tinggi. Nilai budaya *uncertainty avoidance* yang tinggi dapat lebih memberikan disinsentif bagi para bankir untuk menggunakan pembiayaan berbasis ekuitas karena membutuhkan *social trust* yang tinggi sehingga membutuhkan biaya transaksi yang mahal. Sebagai contoh, para bankir dengan *uncertainty avoidance* yang tinggi akan tetap mencari informasi tambahan untuk mendapatkan kepastian mengenai karakter nasabah meski pun sudah mendapatkan informasi mengenai karakter nasabah dari lembaga *information sharing*. Mereka juga akan tetap enggan menggunakan *equity-based financing* karena merasa khawatir adanya *uncertainty* dalam *return* pembiayaan karena sangat bergantung pada produktifitas dan kejujuran nasabah dalam melaporkan laba usahanya. Temuan ini sejalan dengan teori yang disampaikan oleh Boettke & Coyne (2009), Lewellyn & Bao ‘Rosey’ (2014) dan Pistor et al. (2000) bahwa *formal institution* akan tidak akan efektif dan semakin mahal untuk ditegakkan jika tidak disesuaikan dengan konteks budaya lokal setempat.

Variabel interaksi antara *formal institution-power distance* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *equity-based financing* seperti yang ditunjukkan pada

hasil estimasi pada model 2 dan 3 pada Tabel 5.5 ( $\beta = -0.004$ ,  $p = 0.295$  model 2;  $\beta = 0.000$ ,  $p = 0.972$  model 3). Hasil estimasi ini tidak mendukung hipotesis 7 bahwa nilai budaya *power distance* memiliki efek moderasi melemahkan pengaruh *formal institution* terhadap *equity-based financing* pada bank syariah. Hasil ini mengindikasikan bahwa interaksi yang terjadi antara *formal institution* dan *power distance* tidak memberikan pengaruh apapun terhadap penggunaan *equity-based financing* pada bank syariah.

#### 5.3.4 Variabel Kontrol dan *Equity-based Financing*

Beberapa variabel kontrol yang mempengaruhi penggunaan pembiayaan berbasis ekuitas pada bank syariah adalah *bank size*, tingkat inflasi, dan *GDP growth*. Model 1 dan model 2 pada Tabel 5.5 menunjukkan pengaruh positif antara *bank size* dan proporsi *equity-based financing* dalam taraf signifikansi 5% dan 10% ( $\beta = 0.042$ ,  $p = 0.011$  model 1;  $\beta = 0.025$ ,  $p = 0.094$  model 2). Kedua model menunjukkan pengaruh yang positif dan signifikan sebelum memasukkan variabel kontrol pada tingkat negara. Model 3 menunjukkan pengaruh yang positif namun tidak signifikan setelah variabel kontrol pada tingkat negara masuk ke dalam model penelitian. Hasil estimasi ini menunjukkan variabel makro seperti inflasi dan *GDP growth* lebih memiliki pengaruh terhadap *equity-based financing* dibandingkan *bank size* pada tingkat bank. Hasil estimasi yang belum konsisten ini belum mampu memberikan bukti solid untuk menyimpulkan bahwa *bank size* memiliki pengaruh positif terhadap *equity-based financing*. Walaupun model 3 memberikan hasil estimasi yang tidak signifikan, namun secara keseluruhan pengaruhnya tidak berubah arah. Pengaruh positif ini kemungkinan mengindikasikan bahwa bank syariah dengan ukuran yang besar cenderung memberikan pembiayaan berbasis ekuitas dalam porsi yang besar. Hasil ini mendukung pendapat Čihák & Hesse (2010) bahwa bank syariah dengan ukuran aset yang lebih besar cenderung bisa mengambil risiko yang lebih besar sehingga lebih banyak menggunakan pembiayaan berbasis ekuitas dibandingkan dengan bank syariah yang lebih kecil. Menurut Fama (1985), bank besar memiliki manajemen risiko yang lebih baik dari pada bank dengan ukuran kecil. Dengan manajemen risiko yang jauh lebih baik, bank syariah yang berukuran besar dapat meningkatkan penggunaan pembiayaan berbasis ekuitas dengan *reward* profit yang lebih besar. Hasil ini juga mendukung studi Risfandy et al. (2020) yang menemukan pengaruh positif antara *bank size* dengan porsi pembiayaan berbasis ekuitas. Mereka berpendapat

bahwa penggunaan pembiayaan berbasis ekuitas yang lebih besar pada bank syariah yang berukuran besar kemungkinan karena bank besar dapat melakukan diversifikasi portofolio bank, sedangkan bank syariah yang berukuran kecil cenderung fokus pada investasi-investasi dengan risiko yang rendah dan *fee-based income*.

Tingkat inflasi memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *equity-based financing* dalam taraf 10% pada model 3 ( $\beta = -0.380$ ,  $p = 0.089$ ). Hasil estimasi ini mengindikasikan bahwa pada saat tingkat inflasi sedang tinggi, permintaan pembiayaan secara keseluruhan akan menurun (Hamza & Saadaoui, 2018) sehingga ikut menurunkan pembiayaan berbasis ekuitas pada bank syariah. Kemungkinan yang lainnya, tingkat inflasi yang tinggi akan menurunkan keuntungan yang akan diterima oleh entrepreneur dan berdampak terhadap bagi hasil yang diterima bank sehingga memberikan disinsentif para bankir untuk menggunakan *equity-based financing*.

Variabel *GDP growth* memiliki pengaruh positif terhadap penggunaan *equity-based financing* dalam taraf signifikansi 5% pada model 3 ( $\beta = 0.428$ ,  $p = 0.012$ ). Hasil ini kemungkinan mengindikasikan bahwa bank syariah pada negara yang memiliki pertumbuhan ekonomi yang tinggi cenderung akan memperbesar penggunaan pembiayaan berbasis ekuitas. Negara dengan pertumbuhan ekonomi yang tinggi memiliki kebutuhan dan permintaan investasi yang tinggi sehingga permintaan terhadap pembiayaan juga meningkat sejalan dengan pendapat Djankov et al. (2007) dan Hamza & Saadaoui (2018). Dalam hal ini, permintaan terhadap pembiayaan meliputi pembiayaan berbasis ekuitas pada bank syariah.

Satu hal yang menarik dari temuan di atas yaitu *bank size* menjadi satu-satunya variabel di tingkat bank yang mempengaruhi *equity-based financing* namun menjadi tidak signifikan setelah memasukkan variabel kontrol pada tingkat negara ke dalam model penelitian. Kemungkinan hal ini terjadi karena adanya perbedaan yang sangat besar pada level negara, bukan pada level bank dalam hal penggunaan *equity-based financing*. Bank syariah di dalam suatu negara memiliki variasi yang tidak terlalu besar dalam menggunakan pembiayaan berbasis ekuitas. Sebagai contoh, bank syariah di Kuwait, Jordan, Bangladesh, Qatar, Saudi Arabia, dan United Arab Emirates menggunakan pembiayaan berbasis ekuitas hanya sekitar rata-rata 0 – 0.05 persen. Data observasi yang didapatkan dari negara-negara tersebut sekitar 245 observasi dari 512 observasi secara keseluruhan. Variabel pada level negara yang lebih bervariasi seperti inflasi, GDP

*growth*, dan *institutional environment* (*formal institution* dan *national culture*) kemungkinan lebih dominan mempengaruhi perbedaan penggunaan pembiayaan berbasis ekuitas lintas negara daripada variabel pada tingkat bank.

#### 5.4. Robustness Check

Tabel 5.6 menampilkan hasil regresi untuk mengecek kembali *robustness* dari model sebelumnya apakah akan memberikan hasil yang tetap sama atau hasil *output* sebelumnya masih sensitif dengan penggunaan proksi dan metode estimasi yang berbeda. Model 4 sampai dengan model 21 pada Tabel 5.6 sampai dengan Tabel 5.9 masih menggunakan metode estimasi yang sama berupa *random effect generalized least square* (GLS) dengan *robust standard error* namun menggunakan proksi variabel yang berbeda, sedangkan model 22 sampai dengan model 24 pada Tabel 5.10 menggunakan metode estimasi berupa *two-step system generalized method of moments* (GMM).

##### 5.4.1 Proksi lain dari Proporsi *Equity-based Financing*

Model 4 sampai dengan model 6 pada Tabel 5.6 menggunakan rasio *equity-based financing to total assets* pada persamaan (4.2) sebagai proksi lain dari *equity-based financing* sedangkan model 7 sampai dengan model 9 menggunakan rasio *equity-based financing to total debt-based financing* pada persamaan (4.3). Pengaruh positif dan signifikan dari *formal institution* terhadap *equity-based financing* yang mendukung hipotesis 1 kembali terkonfirmasi pada model 4 sampai dengan model 8 ( $\beta = 0.142$ ,  $p = 0.001$  model 4;  $\beta = 0.177$ ,  $p = 0.001$  model 5;  $\beta = 0.132$ ,  $p = 0.030$  model 6;  $\beta = 2.105$ ,  $p = 0.026$  model 7;  $\beta = 2.548$ ,  $p = 0.023$  model 8). Namun demikian, model 9 tidak menemukan signifikansi pengaruh tersebut. Kemungkinan ini terjadi karena kedua proksi ini menghasilkan rasio yang sama sekali berbeda. Rasio antara *equity-based financing to total financing* memiliki banyak persamaan dengan *equity-based financing to total assets* karena *financing* merupakan komponen dari asset bank syariah. *Debt-based financing* merupakan bagian dari *financing* namun tidak meliputi *equity-based financing*. Proksi *debt-based financing to equity-based financing* kemungkinan bukan merupakan proksi yang tepat untuk mengukur penggunaan *equity-based financing* pada bank syariah karena tidak mewakili porsi penggunaan pembiayaan berbasis ekuitas terhadap total pembiayaan secara keseluruhan.

**Tabel 5. 6. Robustness Check dengan Proksi lain dari Proporsi Equity-based Financing**

Variabel dependen adalah proporsi equity-based financing to total asset (model 4 sd 6) dan proporsi equity-based financing to debt-based financing (model 7 sd 9). Variabel independen utama terdiri dari FI (Formal Institution), IND (Individualism), UA (Uncertainty Avoidance), PD (Power Distance), interaksi antara FI dan IND (FI\*IND), antara FI dan UA (FI\*UA), dan antara FI dan PD (FI\*PD). Variabel-variabel kontrol terdiri dari bank-level ROA (Return on Assets), SR (Solvency Risk), CR (Credit Risk), DEP (Risk-sharing Deposits, persamaan (4.8) ), SIZE (log of Total Assets) dan country-level MC (Market Concentration), INF (Inflation), GDP (Gross Domestic Product), GGDP (GDP Growth), LO (Legal Origin). Model diestimasi dengan menggunakan regresi Random Effect GLS. P-value (di dalam kurung) dihitung dengan heteroskedastic-robust standard errors.

Variables	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9
FI	<b>0.142***</b> (0.001)	<b>0.177***</b> (0.001)	<b>0.132**</b> (0.030)	<b>2.105**</b> (0.026)	<b>2.548**</b> (0.023)	0.891 (0.459)
IND	-0.003 (0.387)	<b>-0.010</b> (0.098)	<b>-0.010</b> (0.094)	0.073 (0.370)	0.125 (0.479)	0.105 (0.475)
UA	<b>-0.005***</b> (0.000)	<b>-0.003**</b> (0.018)	-0.002 (0.365)	<b>-0.042***</b> (0.005)	-0.030 (0.231)	<b>0.075**</b> (0.013)
PD	<b>-0.013***</b> (0.000)	<b>-0.013***</b> (0.000)	<b>-0.011***</b> (0.000)	<b>-0.148***</b> (0.004)	<b>-0.201**</b> (0.022)	<b>-0.105***</b> (0.008)
FI*IND		<b>-0.017**</b> (0.015)	<b>-0.022***</b> (0.010)		0.028 (0.866)	-0.211 (0.139)
FI*UA		-0.004 (0.111)	-0.004 (0.156)		<b>-0.072*</b> (0.095)	<b>-0.133***</b> (0.005)
FI*PD		<b>-0.004*</b> (0.088)	-0.001 (0.628)		-0.133 (0.105)	-0.039 (0.261)
Lag ROA	-0.611 (0.411)	-0.413 (0.569)	-0.279 (0.704)	46.182 (0.173)	49.225 (0.154)	<b>57.967*</b> (0.087)
Lag SR	-0.060 (0.272)	-0.046 (0.432)	-0.049 (0.513)	-1.670 (0.225)	-1.435 (0.292)	-1.208 (0.363)
Lag CR	-0.084 (0.719)	-0.084 (0.726)	-0.056 (0.816)	20.841 (0.188)	21.306 (0.176)	22.971 (0.138)
Lag DEP	-0.090 (0.146)	-0.084 (0.198)	-0.075 (0.280)	-0.821 (0.358)	-0.910 (0.324)	-0.114 (0.917)
Lag SIZE	<b>0.028**</b> (0.017)	<b>0.019*</b> (0.091)	0.013 (0.300)	-0.020 (0.883)	-0.001 (0.993)	<b>-0.354**</b> (0.031)
MC			-0.030 (0.799)			<b>-6.097***</b> (0.006)
INF			-0.245 (0.103)			<b>-10.051**</b> (0.028)
GDP			0.033 (0.111)			<b>1.050**</b> (0.030)
GGDP			<b>0.212**</b> (0.031)			<b>12.043**</b> (0.026)
LO			0.013 (0.770)			0.155 (0.819)
Constant	-0.225 (0.220)	-0.053 (0.780)	-0.865 (0.102)	1.336 (0.516)	1.889 (0.341)	<b>-20.117*</b> (0.061)
N obs	452	452	452	452	452	452
N banks	60	60	60	60	60	60
Overall R-square	0.3838	0.4881	0.5842	0.2460	0.1979	0.4125
Wald Chi2	59.10	98.31	128.81	17.06	26.46	80.00
Prob. Chi2	0.000	0.000	0.000	0.0477	0.009	0.000

Catatan: tanda \*\*\*, \*\*, dan \* merupakan signifikansi statistik masing-masing pada level 1%, 5%, dan 10%

Sumber: Data diolah penulis

Hasil estimasi pada Tabel 5.6 kembali menunjukkan pengaruh negatif *individualism* terhadap *equity-based financing* yang signifikan dalam taraf 10% ( $\beta = -0.010$ ,  $p = 0.098$  model 5;  $\beta = -0.010$ ,  $p = 0.094$  model 6). Namun hasil estimasi ini masih

belum konsisten karena model lainnya pada tabel yang sama menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan secara statistik. Untuk itu, nilai budaya *individualism* kembali hanya mampu mendukung hipotesis 2 secara parsial.

Pengaruh negatif *uncertainty avoidance* terhadap *equity-based financing* kembali ditemukan pada model 4, 5, dan 7 dalam taraf signifikansi 1% dan 5% ( $\beta = -0.005$ ,  $p = 0.000$  model 4;  $\beta = -0.003$ ,  $p = 0.018$  model 5;  $\beta = -0.042$ ,  $p = 0.005$  model 7). Hasil estimasi yang positif dan signifikan dalam taraf 5% ditemukan pada model 9 ( $\beta = 0.075$ ,  $p = 0.013$ ). Hasil estimasi dengan arah yang berbeda kemungkinan terjadi karena ukuran *debt-based financing to equity-based financing* bukan proksi yang tepat untuk *equity-based financing*. Karena tidak semua model menemukan adanya pengaruh negatif dari *uncertainty avoidance* terhadap *equity-based financing*, maka dukungan terhadap hipotesis 3 bahwa *uncertainty avoidance* memiliki pengaruh negatif terhadap penggunaan *equity-based financing* pada bank syariah kembali hanya bersifat parsial.

Pengaruh negatif dan signifikan dari *power distance* terhadap *equity-based financing* yang mendukung hipotesis 4 juga kembali terkonfirmasi dan bersifat konsisten dari model 4 hingga model 9 dalam taraf signifikansi 1% dan 5% ( $\beta = -0.013$ ,  $p = 0.000$  model 4;  $\beta = -0.013$ ,  $p = 0.000$  model 5;  $\beta = -0.011$ ,  $p = 0.000$  model 6;  $\beta = -0.148$ ,  $p = 0.004$  model 7;  $\beta = -0.201$ ,  $p = 0.022$  model 8;  $\beta = -0.105$ ,  $p = 0.008$  model 9). Temuan ini menunjukkan bahwa pengaruh negatif yang terjadi bersifat *robust* dengan menggunakan proksi *equity-based financing* lainnya.

Variabel interaksi yang ditemukan berpengaruh negatif dan signifikan pada model yang menggunakan *equity-based financing to total assets* sebagai variabel dependen adalah variabel interaksi *formal institution-individualism* ( $\beta = -0.017$ ,  $p = 0.015$  model 5 dan  $\beta = -0.022$ ,  $p = 0.010$  model 6) dan *formal institution-power distance* ( $\beta = -0.004$ ,  $p = 0.088$  model 5). Dengan menggunakan variabel dependen berupa *equity-based financing to debt-based financing*, variabel interaksi yang negatif signifikan hanya variabel interaksi *formal institution-uncertainty avoidance* ( $\beta = -0.072$ ,  $p = 0.095$  model 8 dan  $\beta = -0.133$ ,  $p = 0.005$  model 9). Hasil estimasi yang belum konsisten ini kemungkinan karena penggunaan proksi *equity-based financing* yang berbeda. Untuk itu, semua variabel interaksi ini menunjukkan dukungan yang bersifat parsial terhadap hipotesis 5, 6, dan 7 bahwa dimensi *national culture* memiliki efek moderasi melemahkan pengaruh *formal institution* terhadap *equity-based financing* pada bank syariah.

#### 5.4.2 *International Country Risk Guide (ICRG) sebagai Proksi formal institution*

Tabel 5.7 menggunakan *International Country Risk Guide (ICRG)* sebagai proksi *formal institution* menggantikan *World Governance Index (WGI)*. Output dari model tersebut kembali mengonfirmasi pengaruh positif dan signifikan dari *formal institution* terhadap *equity-based financing* dalam taraf signifikansi 1% dan 5% ( $\beta = 0.064$ ,  $p = 0.027$  model 10;  $\beta = 0.095$ ,  $p = 0.000$  model 11;  $\beta = 0.053$ ,  $p = 0.013$  model 12) mendukung hipotesis 1 dan temuan dari model-model sebelumnya.

**Tabel 5. 7. Robustness Check dengan *International Country Risk Guide (ICRG)* sebagai Proksi Formal Institution**

Variabel dependen adalah proporsi *equity-based financing to total financing*. Variabel independen utama terdiri dari FI (Formal Institution) menggunakan proksi *International Country Risk Guide (ICRG)*, IND (Individualism), UA (Uncertainty Avoidance), PD (Power Distance), interaksi antara FI dan IND (FI\*IND), antara FI dan UA (FI\*UA), dan antara FI dan PD (FI\*PD). Variabel-variabel kontrol terdiri dari bank-level ROA (Return on Assets), SR (Solvency Risk), CR (Credit Risk), DEP (Risk-sharing Deposits, persamaan (4.8)), SIZE (log of Total Assets) dan country-level MC (Market Concentration), INF (Inflation), GDP (Gross Domestic Product), GGDP (GDP Growth), LO (Legal Origin). Model diestimasi dengan menggunakan regresi Random Effect GLS. P-value (di dalam kurung) dihitung dengan heteroskedastic-robust standard errors.

Variables	Model 10	Model 11	Model 12
FI	<b>0.064**</b> (0.027)	<b>0.095***</b> (0.000)	<b>0.053**</b> (0.013)
IND	-0.002 (0.739)	-0.005 (0.363)	0.002 (0.669)
UA	<b>-0.007***</b> (0.000)	<b>-0.011***</b> (0.000)	<b>-0.006***</b> (0.005)
PD	<b>-0.017***</b> (0.000)	<b>-0.019***</b> (0.000)	<b>-0.016***</b> (0.000)
FI*IND		-0.005 (0.174)	-0.003 (0.464)
FI*UA		<b>0.006***</b> (0.002)	0.002 (0.369)
FI*PD		0.000 (0.825)	0.000 (0.956)
Lag ROA	<b>-2.737**</b> (0.049)	<b>-2.891**</b> (0.038)	<b>-2.636*</b> (0.054)
Lag SR	-0.056 (0.541)	-0.043 (0.618)	-0.020 (0.848)
Lag CR	<b>-0.968**</b> (0.036)	<b>-1.040**</b> (0.028)	<b>-1.002**</b> (0.034)
Lag DEP	<b>-0.182*</b> (0.074)	<b>-0.182*</b> (0.070)	<b>-0.184*</b> (0.084)
Lag SIZE	<b>0.047***</b> (0.004)	<b>0.046***</b> (0.004)	<b>0.031**</b> (0.050)
MC			-0.121 (0.446)
INF			-0.076 (0.686)
GDP			<b>0.101***</b> (0.000)
GGDP			0.002 (0.989)
LO			-0.013 (0.823)
Constant	-0.341 (0.175)	-0.321 (0.194)	<b>-2.703***</b> (0.000)

N obs	338	338	338
N banks	60	60	60
Overall R-square	0.4770	0.5506	0.6564
Wald Chi2	101.46	107.42	239.36
Prob. Chi2	0.000	0.000	0.000

Catatan: tanda \*\*\*, \*\*, dan \* merupakan signifikansi statistik masing-masing pada level 1%, 5%, dan 10%

Sumber: Data diolah penulis

Nilai budaya *uncertainty avoidance* ditemukan memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan yang konsisten mulai dari model 10 hingga model 12 ( $\beta = -0.007$ ,  $p = 0.000$  model 10;  $\beta = -0.011$ ,  $p = 0.000$  model 11;  $\beta = -0.006$ ,  $p = 0.005$  model 12). Hasil estimasi yang sama juga ditemukan pada *power distance* ( $\beta = -0.017$ ,  $p = 0.000$  model 10;  $\beta = -0.019$ ,  $p = 0.000$  model 11;  $\beta = -0.006$ ,  $p = 0.000$  model 12). Hasil estimasi ini kembali mendukung hipotesis 3 dan hipotesis 4. Dengan menggunakan ICRG sebagai proksi *formal institution* yang lain, variabel interaksi yang ditemukan signifikan hanya variabel interaksi *formal institution-uncertainty avoidance*. Namun pengaruh yang ditemukan memiliki arah positif, berbeda dengan temuan pada model-model sebelumnya. Untuk itu, temuan yang belum konsisten baik signifikansi maupun arah pengaruh yang terjadi kembali menguatkan kesimpulan bahwa dukungan terhadap hipotesis 6 hanya bersifat parsial dan masih sensitif dengan penggunaan proksi *formal institution* yang berbeda.

#### 5.4.3 Indeks Budaya Tang & Koveos (2008) dan *House* sebagai Proksi Lain dari *National Culture*

Model 13 sampai dengan model 15 pada Tabel 5.8 menggunakan indeks budaya Tang & Koveos (2008) sedangkan model 16 sampai dengan model 18 menggunakan indeks *value* pada indeks budaya yang dibangun oleh House et al. (2004). House membedakan indeksnya menjadi *value (should be)* dan *practice (as is)*. Agar memiliki perspektif yang sama dengan Hofstede yang hanya membentuk indeks *value*, maka penelitian ini hanya menggunakan indeks *value* pada indeks House seperti pada studi yang dilakukan oleh Ashraf et al. (2016). Indeks budaya Tang & Koveos (2008) hanya menyediakan data untuk negara Indonesia, Iran, Malaysia, dan Pakistan sedangkan indeks House et al. (2004) menyediakan data untuk negara Indonesia, Iran, Kuwait, Malaysia dan Qatar.

**Tabel 5. 8. Robustness Check dengan Indeks Budaya House dan Tang & Koveos (2008) sebagai Proksi National Culture**

Variabel dependen adalah proporsi equity-based financing to total financing. Variabel independen utama terdiri dari FI (Formal Institution), Indeks national culture House dan Tang & Koveos (2008) meliputi IND (Individualism), UA (Uncertainty Avoidance), PD (Power Distance), interaksi antara FI dan IND (FI\*IND), antara FI dan UA (FI\*UA), dan antara FI dan PD (FI\*PD). Variabel-variabel kontrol terdiri dari bank-level ROA (Return on Assets), SR (Solvency Risk), CR (Credit Risk), DEP (Risk-sharing Deposits, persamaan (4.8)), SIZE (log of Total Assets) dan country-level MC (Market Concentration), INF (Inflation), GDP (Gross Domestic Product), GGDP (GDP Growth), LO (Legal Origin). Model diestimasi dengan menggunakan regresi Random Effect GLS. P-value (di dalam kurung) dihitung dengan heteroskedastic-robust standard errors.

Variables	Model 13	Model 14	Model 15	Model 16	Model 17	Model 18
FI	<b>0.218**</b> (0.017)	<b>0.325***</b> (0.007)	0.214 0.107	<b>0.450***</b> (0.000)	<b>0.490***</b> (0.000)	<b>0.286*</b> (0.061)
IND	0.170 (0.477)	-0.019 (0.926)	0.368 (0.121)	<b>-0.121***</b> (0.000)	<b>-0.155***</b> (0.001)	<b>-0.134**</b> (0.028)
UA	<b>1.804***</b> (0.000)	<b>2.275***</b> (0.000)	<b>2.990***</b> (0.000)	0.002 (0.719)	-0.013 (0.215)	-0.014 (0.239)
PD	0.269 (0.530)	<b>1.060**</b> (0.031)	<b>1.998***</b> (0.000)	<b>-0.029***</b> (0.002)	<b>-0.028**</b> (0.012)	<b>-0.038**</b> (0.045)
FI*IND		0.970 (0.172)	0.780 (0.234)		<b>-0.210**</b> (0.015)	-0.152 (0.102)
FI*UA		-0.299 (0.533)	-0.025 (0.976)		<b>-0.024*</b> (0.057)	-0.018 (0.298)
FI*PD		<b>-2.021**</b> (0.023)	-1.508 (0.125)		0.019 (0.381)	0.003 (0.915)
Lag ROA	-0.893 (0.492)	-0.188 (0.869)	-0.426 (0.720)	-0.359 (0.766)	-0.060 (0.958)	-0.335 (0.774)
Lag SR	-0.162 (0.478)	-0.194 (0.365)	-0.215 (0.330)	<b>-0.350**</b> (0.033)	<b>-0.328**</b> (0.049)	<b>-0.359**</b> (0.036)
Lag CR	-0.105 (0.779)	-0.031 (0.932)	-0.089 (0.812)	-0.020 (0.957)	-0.006 (0.986)	-0.076 (0.843)
Lag DEP	-0.125 (0.238)	-0.096 (0.397)	-0.090 (0.428)	-0.155 (0.157)	-0.124 (0.289)	-0.108 (0.354)
Lag SIZE	<b>0.044*</b> (0.060)	0.009 (0.703)	0.008 (0.773)	0.036 (0.180)	0.023 (0.428)	0.017 (0.565)
MC			<b>-0.613**</b> (0.045)			<b>-1.312***</b> (0.002)
INF			0.165 (0.458)			0.206 (0.570)
GDP			<b>0.112***</b> (0.005)			<b>0.154**</b> (0.048)
GGDP			<b>0.254*</b> (0.069)			-0.083 (0.748)
LO			<b>0.222**</b> (0.028)			(omitted)
Constant	-0.332 (0.411)	0.226 (0.613)	<b>-2.673**</b> (0.020)	0.005 (0.992)	0.310 (0.531)	-3.452 (0.109)
N obs	269	269	269	235	235	235
N banks	36	36	36	32	32	32
Overall R-square	0.5700	0.6555	0.6588	0.5072	0.5388	0.5391
Wald Chi2	75.50	151.63	171.04	149.73	217.48	334.80
Prob. Chi2	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

Catatan: tanda \*\*\*, \*\*, dan \* merupakan signifikansi statistik masing-masing pada level 1%, 5%, dan 10%  
Sumber: Data diolah penulis

Hasil estimasi pada Tabel 5.8 tetap menghasilkan pengaruh positif dan signifikan dari variabel *formal institution* ( $\beta = 0.218$ ,  $p = 0.017$  model 13;  $\beta = 0.325$ ,  $p = 0.007$  model 14;  $\beta = 0.450$ ,  $p = 0.000$  model 16;  $\beta = 0.490$ ,  $p = 0.000$  model 17;  $\beta = 0.286$ ,  $p = 0.061$  model 18) konsisten dengan hasil estimasi sebelumnya kecuali model 15 yang

ditemukan positif namun tidak signifikan ( $\beta = 0.214$ ,  $p = 0.107$ ). Dari 6 model yang ada, 5 model menunjukkan pengaruh positif dari *formal institution* terhadap *equity-based financing* yang tetap konsisten walaupun menggunakan indeks nilai budaya yang berbeda. Hasil estimasi ini kembali menguatkan dukungan terhadap hipotesis 1 bahwa bahwa kualitas *formal institution* memiliki pengaruh positif terhadap penggunaan *equity-based financing* pada bank syariah.

Indeks budaya *individualism* berpengaruh negatif dan signifikan pada model 16 sampai model 18 dengan menggunakan indeks budaya Tang & Koveos sebagai proksi dari *national culture* ( $\beta = -0.121$ ,  $p = 0.000$  model 16;  $\beta = -0.155$ ,  $p = 0.001$  model 17;  $\beta = -0.134$ ,  $p = 0.028$  model 18). Hasil ini mendukung temuan pada model 3 yang merupakan model utama penelitian yang menggunakan indeks budaya Hofstede (2021) sebagai proksi utama. Untuk itu, hasil estimasi ini menguatkan kembali dukungan hipotesis 2 yang masih bersifat parsial. Kesamaan temuan ini kemungkinan karena indeks Tang & Koveos merupakan modifikasi dari indeks budaya Hofstede dengan mempertimbangkan kondisi perubahan ekonomi negara yang senantiasa berkembang.

Nilai budaya *uncertainty avoidance* dari indeks budaya House justru ditemukan berpengaruh positif dan signifikan pada model 13 sampai dengan 15 ( $\beta = 1.804$ ,  $p = 0.000$  model 13;  $\beta = 2.275$ ,  $p = 0.000$  model 14;  $\beta = 2.990$ ,  $p = 0.000$  model 15). Hasil estimasi ini berbeda dengan hasil estimasi pada model utama. Hal ini kemungkinan terjadi karena *uncertainty avoidance* pada indeks Hofstede (2001) memiliki korelasi yang negatif dan signifikan dengan indeks House et al. (2004) seperti yang ditemukan oleh Tang & Koveos (2008).

Menggunakan nilai budaya Tang & Koveos (2008), indeks budaya *power distance* memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan pada model 16 sampai model 18 ( $\beta = -0.029$ ,  $p = 0.002$  model 16;  $\beta = -0.028$ ,  $p = 0.012$  model 17;  $\beta = -0.038$ ,  $p = 0.045$  model 18). Hasil estimasi ini konsisten dengan hasil estimasi pada model utama sehingga bersifat *robust*. Kemungkinan hal ini terjadi karena korelasi untuk semua dimensi budaya pada indeks Hofstede dan Tang & Koveos bernilai positif dan signifikan. Namun demikian, pada saat menggunakan nilai budaya House et al. (2004), pengaruh ini berubah menjadi positif dan signifikan ( $\beta = 1.060$ ,  $p = 0.031$  model 14;  $\beta = 1.998$ ,  $p = 0.000$  model 15) bertentangan dengan hasil estimasi model utama. Kemungkinan hal ini terjadi karena

nilai budaya *power distance* pada indeks Hofstede dan House memiliki korelasi yang negatif (Tang & Koveos, 2008).

Variabel interaksi *formal institution-individualism* dan *formal institution-uncertainty avoidance* kembali memperlemah pengaruh *formal institution* terhadap *equity-based financing* pada model 17 ( $\beta = -0.210$ ,  $p = 0.015$ ;  $\beta = -0.024$ ,  $p = 0.057$ ) mendukung hasil estimasi pada model utama. Variabel interaksi *formal institution-power distance* memperlemah pengaruh *formal institution* terhadap *equity-based financing* pada model 14 ( $\beta = -2.021$ ,  $p = 0.023$ ) sesuai dengan temuan pada model 5 saat menggunakan *equity-based financing to total assets* sebagai proksi variabel dependen namun berbeda dengan model utama penelitian yang tidak menemukan signifikansi untuk pengaruh ini. Hasil estimasi ini kembali menunjukkan dukungan yang parsial untuk hipotesis 7. Secara keseluruhan, dengan menggunakan indeks budaya yang berbeda, pengaruh indeks budaya terhadap *equity-based financing* masih belum memberikan hasil yang konsisten. Dengan demikian, hasil regresi pengaruh nilai budaya terhadap proporsi *equity-based financing* bisa dikatakan masih sangat sensitif terhadap indeks budaya yang digunakan.

#### **5.4.4 Dana Syirkah Temporer terhadap Total Deposits sebagai proksi Risk-sharing Deposits dan Lerner Index Bank Level sebagai Proksi Market Competition**

Model 19 sampai dengan model 21 pada Tabel 5.9 mencoba melihat proksi lain dari variabel kontrol berupa *risk-sharing deposits* dan juga *market competition* karena keduanya masih menjadi perhatian bagi penelitian sebelumnya yang perlu ditinjau kembali (Azmat et al., 2015; Meslier et al., 2020; Risfandy et al., 2020; Šeho et al., 2020). Model 19 menggunakan persamaan (4.7) yaitu rasio dana *syirkah temporer* terhadap *total deposits* sebagai ukuran dari variabel *risk-sharing deposits*. Rasio ini lebih mampu menangkap variabel *risk-sharing deposits* yang sebenarnya walau jumlah observasi berkurang sebanyak 38 *bank-year observations* karena bank syariah di negara Kuwait tidak membedakan jenis deposito berdasarkan *risk-sharing* atau jenis lainnya. Selain ingin melihat apakah hasil estimasi pada model utama tetap berlaku apabila ada perubahan proksi dari variabel kontrol berupa *risk-sharing deposits*, hasil regresi ini juga ditujukan untuk menunjukkan pengaruh *risk-sharing deposits* terhadap pembiayaan berbasis ekuitas.

**Tabel 5. 9. Robustness Check dengan Dana Syirkah Temporer terhadap Total Deposits sebagai Proksi Risk-sharing Deposits dan Lerner Index Bank Level sebagai Proksi Market Competition**

Variabel dependen adalah proporsi equity-based financing to total financing. Variabel independen utama terdiri dari FI (Formal Institution), Indeks national culture meliputi IND (Individualism), UA (Uncertainty Avoidance), PD (Power Distance), interaksi antara FI dan IND (FI\*IND), antara FI dan UA (FI\*UA), dan antara FI dan PD (FI\*PD). Variabel-variabel kontrol terdiri dari bank-level ROA (Return on Assets), SR (Solvency Risk), CR (Credit Risk), DEP (Risk-sharing Deposits menggunakan persamaan (4.7) ), SIZE (log of Total Assets) dan country-level MC (Market Competition dengan Lerner Index-Bank Level), INF (Inflation), GDP (Gross Domestic Product), GGDP (GDP Growth), LO (Legal Origin). Model diestimasi dengan menggunakan regresi Random Effect GLS. P-value (di dalam kurung) dihitung dengan heteroskedastic-robust standard errors.

Variables	Model 19	Model 20	Model 21
FI	<b>0.239***</b> (0.001)	<b>0.266***</b> (0.000)	<b>0.216**</b> (0.016)
IND	-0.003 (0.557)	-0.013 (0.115)	<b>-0.017*</b> (0.052)
UA	<b>-0.009***</b> (0.000)	<b>-0.005*</b> (0.057)	-0.003 (0.202)
PD	<b>-0.024***</b> (0.000)	<b>-0.023***</b> (0.000)	<b>-0.019***</b> (0.000)
FI*IND		<b>-0.027**</b> (0.012)	<b>-0.041***</b> (0.003)
FI*UA		<b>-0.006*</b> (0.087)	<b>-0.005*</b> (0.090)
FI*PD		-0.007 (0.144)	-0.002 (0.633)
Lag ROA	-0.640 (0.522)	-0.395 (0.689)	-0.628 (0.527)
Lag SR	<b>-0.145*</b> (0.080)	-0.119 (0.213)	-0.044 (0.709)
Lag CR	-0.026 (0.934)	-0.037 (0.912)	-0.169 (0.668)
Lag DEP	<b>-0.123**</b> (0.045)	<b>-0.130**</b> (0.022)	<b>-0.148***</b> (0.004)
Lag SIZE	<b>0.042**</b> (0.020)	0.024 (0.163)	0.017 (0.298)
MC			-0.044 (0.319)
INF			<b>-0.433*</b> (0.054)
GDP			0.041 (0.189)
GGDP			<b>0.494***</b> (0.010)
LO			0.061 (0.402)
Constant	-0.384 (0.182)	-0.043 (0.885)	-1.068 (0.191)
N obs	414	414	403
N banks	55	55	54
Overall R-square	0.4289	0.5294	0.6618
Wald Chi2	95.20	143.37	210.88
Prob. Chi2	0.000	0.000	0.000

Catatan: tanda \*\*\*, \*\*, dan \* merupakan signifikansi statistik masing-masing pada level 1%, 5%, dan 10%  
Sumber: Data diolah penulis

Hasil estimasi model 19 sampai dengan model 21 ternyata masih tetap menghasilkan hasil yang konsisten dengan model utama terutama untuk temuan pada variabel independen utama yaitu *formal institution*, seluruh dimensi *national culture* dan

variabel interaksi antara *formal institution-national culture*. Menariknya, variabel *risk-sharing deposits* ditemukan memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap *equity-based financing* dalam taraf 1% dan 5% yang konsisten mulai dari model 19 sampai dengan model 21 ( $\beta = -0.123$ ,  $p = 0.045$  model 19;  $\beta = -0.130$ ,  $p = 0.022$  model 20;  $\beta = -0.148$ ,  $p = 0.004$  model 21). Hasil ini menunjukkan bahwa rata-rata bank syariah yang memiliki lebih banyak dana *syirkah temporer* menggunakan proporsi *equity-based financing* yang lebih kecil. Temuan ini konsisten dengan model teori yang digagas oleh Azmat et al. (2015) bahwa penggunaan *equity-based financing* dipengaruhi oleh depasan yang cenderung bersikap *risk-averse* sehingga bank meresponnya dengan menggunakan pembiayaan berbasis ekuitas dengan porsi yang kecil. Walaupun bank tidak memiliki kewajiban untuk memberikan garansi terhadap pokok investasi dan *return* dana depasan (Azmat et al., 2015; Čihák & Hesse, 2010; El-Hawary et al., 2007), bank syariah tetap enggan menyalurkan pembiayaan dengan *return* yang tidak pasti dan berjangka panjang karena kekhawatiran terjadinya *bank runs* atau *withdrawal* besar-besaran oleh para depasan. Untuk itu, bankir cenderung menggunakan manajemen risiko berupa *risk avoidance* untuk menghindari potensi *withdrawal risk* dengan menurunkan jumlah pembiayaan berbasis ekuitas pada saat memiliki dana *syirkah temporer* yang besar. Temuan ini juga konsisten dengan pendapat bahwa bank syariah berupaya memberikan *return* yang kompetitif dengan memilih portofolio aset yang memberikan garansi *return* agar terhindar dari *withdrawal risk* (Ahmed & Khan, 2007). Temuan ini sejalan dengan studi empiris lintas negara yang dilakukan oleh Šeho et al. (2020) yang menemukan adanya pengaruh yang negatif dari *risk-sharing deposits* terhadap pembiayaan berbasis ekuitas walau signifikansinya masih rendah hanya dalam taraf 10 persen.

Dalam konteks bank syariah di Indonesia, temuan ini bertentangan dengan temuan Ibrahim et al. (2021) dan Risfandy et al. (2020). Keduanya menemukan pengaruh positif signifikan yang menandakan bahwa bank syariah dengan jumlah *risk-sharing deposits* yang lebih besar cenderung menawarkan *equity-based financing* yang juga lebih besar untuk menyeimbangkan jumlah *funding* dan *lending* dengan skema bagi hasil. Perbedaan hasil ini kemungkinan terjadi karena penelitian ini menggunakan data lintas negara yang memiliki perbedaan karakteristik dengan data dari bank syariah di Indonesia.

*Lerner index* pada *bank level*, sebagai proksi *market power* yang merupakan indikator dari *market competition*, berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap

*equity-based financing*. Temuan ini konsisten dengan temuan pada model utama dan model lainnya yang menemukan pengaruh negatif namun tidak signifikan dari *market concentration* yang diproksi dengan menggunakan *Herfindahl Hirschmann Index* terhadap pembiayaan berbasis ekuitas. Studi yang dilakukan oleh Meslier et al. (2020) dan Risfandy et al. (2020) menemukan adanya pengaruh negatif dan signifikan antara kompetisi pasar dan penggunaan *equity-based financing*. Walau penelitian ini tidak menemukan pengaruh yang signifikan, namun arah pengaruh negatif yang ditemukan menunjukkan adanya kesamaan dengan kedua studi tersebut. Perbedaan signifikansi ini kemungkinan terjadi karena Risfandy et al. (2020) menggunakan data set yang berbeda yaitu data bank syariah di Indonesia sedangkan Meslier et al. (2020) menggunakan *Lerner index* bank syariah pada tingkat negara bukan pada tingkat bank seperti yang digunakan dalam penelitian ini.

#### 5.4.5 Metode Estimasi *Two-step System Generalized Method of Moments* (GMM)

Model 22 sampai dengan model 24 pada Tabel 5.10 menunjukkan *output* regresi dengan menggunakan metode estimasi *dynamic panel two-step system Generalized Method of Moments* (GMM). Dalam model ini terdapat variabel independen tambahan berupa nilai *lag* dari proporsi *equity-based financing* yang ditemukan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *equity-based financing* dalam taraf 1% ( $\beta = 0.789$ ,  $p = 0.000$  model 22;  $\beta = 0.793$ ,  $p = 0.000$  model 23;  $\beta = 0.867$ ,  $p = 0.000$  model 24). Artinya, apabila bank syariah menggunakan proporsi pembiayaan berbasis ekuitas dengan jumlah yang cukup besar pada periode sebelumnya, maka bank akan melakukan penyesuaian dengan tetap mempertahankan besaran penggunaan pembiayaan tersebut pada periode berikutnya. Temuan ini mendukung temuan dari studi yang dilakukan oleh Meslier et al. (2020) dan Šeho et al. (2020) yang juga menemukan pengaruh positif dan signifikan untuk variabel tersebut.

Dengan metode estimasi GMM, pengaruh positif dan signifikan dari variabel *formal institution* terhadap proporsi *equity-based financing* kembali ditemukan pada seluruh model pada Tabel 5.10 ( $\beta = 0.476$ ,  $p = 0.033$  model 22;  $\beta = 0.436$ ,  $p = 0.007$  model 23;  $\beta = 1.031$ ,  $p = 0.019$  model 24). Pengaruh positif ini tetap konsisten dengan hasil temuan sebelumnya yang menggunakan metode *random effect* GLS.

**Tabel 5. 10. Robustness Check dengan Estimasi Two-step System Generalized Method of Moments (GMM)**

Variabel dependen adalah proporsi Equity-based financing to total financing. Variabel independen utama terdiri dari FI (Formal Institution), IND (Individualism), UA (Uncertainty Avoidance), PD (Power Distance), interaksi antara FI dan IND (FI\*IND), antara FI dan UA (FI\*UA), dan antara FI dan PD (FI\*PD). Variabel-variabel kontrol terdiri dari bank-level ROA (Return on Assets), SR (Solvency Risk), CR (Credit Risk), DEP (Risk-sharing Deposits, persamaan (4.8) ), SIZE (log of Total Assets) dan country-level MC (Market Concentration), INF (Inflation), GDP (Gross Domestic Product), GGDP (GDP Growth), LO (Legal Origin). Model diestimasi dengan menggunakan regresi Two-step System Generalized Method of Moments (GMM). P-value (di dalam kurung) dihitung dengan heteroskedastic-robust standard errors.

Variables	Model 22	Model 23	Model 24
Lag EBF	<b>0.789***</b> (0.000)	<b>0.793***</b> (0.000)	<b>0.867***</b> (0.000)
FI	<b>0.476**</b> (0.033)	<b>0.436***</b> (0.007)	<b>1.031**</b> (0.019)
IND	<b>-0.010**</b> (0.024)	<b>-0.020**</b> (0.021)	<b>-0.039**</b> (0.028)
UA	-0.003 (0.119)	0.004 (0.496)	-0.010 (0.293)
PD	<b>-0.018**</b> (0.031)	<b>-0.014***</b> (0.002)	<b>-0.041**</b> (0.023)
FI*IND		<b>-0.029*</b> (0.082)	<b>-0.074**</b> (0.024)
FI*UA		-0.014 (0.319)	0.020 (0.296)
FI*PD		-0.001 (0.936)	-0.009 (0.123)
Lag ROA	0.654 (0.316)	<b>1.278*</b> (0.074)	<b>1.602*</b> (0.077)
Lag SR	<b>-0.268**</b> (0.011)	<b>-0.226**</b> (0.013)	<b>-0.235**</b> (0.028)
Lag CR	0.246 (0.250)	0.158 (0.595)	0.243 (0.349)
Lag DEP	-0.109 (0.188)	-0.079 (0.130)	-0.034 (0.619)
Lag SIZE	0.019 (0.397)	0.001 (0.928)	0.014 (0.427)
MC			0.643 (0.288)
INF			-0.054 (0.877)
GDP			-0.016 (0.725)
GGDP			0.563 (0.294)
LO			<b>0.906**</b> (0.050)
Constant	-0.130 (0.708)	0.118 (0.554)	-0.369 (0.738)
Year Effect	yes	yes	yes
N obs	452	392	452
N of instruments	24	52	52
N of groups	60	60	60
AR(1) (p-value)	0.016	0.004	0.087
AR(2) (p-value)	0.495	0.091	0.782
Hansen Test (p-value)	0.188	0.110	0.245

Catatan: tanda \*\*\*, \*\*, dan \* merupakan signifikansi statistik masing-masing pada level 1%, 5%, dan 10%  
Sumber: Data diolah penulis

Pengaruh negatif dan signifikan dari *individualism* terhadap *equity-based financing* ditemukan pada semua model pada Tabel 5.10 dalam taraf signifikansi 5% ( $\beta$ )

= -0.010,  $p = 0.024$  model 22;  $\beta = -0.020$ ,  $p = 0.021$  model 23;  $\beta = -0.039$ ,  $p = 0.028$  model 24). Hasil estimasi ini mendukung temuan pada model 3 yang merupakan model utama penelitian dan kembali mendukung hipotesis 2 secara parsial karena belum secara konsisten ditemukan pada model lain dengan menggunakan proksi variabel alternatif lainnya.

Dimensi *national culture* lain yang ditemukan memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *equity-based financing* adalah *power distance*. *Power distance* secara konsisten ditemukan berpengaruh negatif pada semua model pada Tabel 5.10 dalam taraf signifikansi 1% dan 5% ( $\beta = -0.018$ ,  $p = 0.031$  model 22;  $\beta = -0.014$ ,  $p = 0.002$  model 23;  $\beta = -0.041$ ,  $p = 0.023$  model 24). Hasil estimasi ini kembali mendukung hipotesis 3 dan semakin memberikan bukti yang *robust* untuk pengaruh negatif yang terjadi. Dengan menggunakan metode estimasi *two-step system GMM*, indeks budaya *uncertainty avoidance* tidak ditemukan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *equity-based financing*.

Variabel interaksi *formal institution-individualism* ditemukan memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan pada model 23 ( $\beta = -0.029$ ,  $p = 0.082$ ) dan model 24 ( $\beta = -0.074$ ,  $p = 0.024$ ). Hasil estimasi ini kembali mendukung hasil model utama pada Tabel 5.6 yang mendukung hipotesis 5 bahwa *individualism* memiliki efek moderasi melemahkan pengaruh *formal institution* terhadap *equity-based financing*. Variabel interaksi *formal institution-uncertainty avoidance* dengan menggunakan metode estimasi *two-step system GMM* tidak ditemukan berpengaruh terhadap *equity-based financing* dan berbeda dengan hasil pada model utama yang menggunakan *random effect*. Walaupun model *random effect* telah menggunakan nilai *lag* bagi variabel kontrol pada tingkat bank untuk mengatasi kemungkinan terjadinya masalah endogenitas karena *simultaneity*, model statis ini kemungkinan masih mengalami permasalahan endogenitas akibat *omitted variable* karena belum mempertimbangkan *equity-based financing* pada tahun sebelumnya. Untuk itu, model dengan metode *two-step system GMM* memberikan hasil yang lebih baik.

Hasil regresi dengan metode estimasi GMM telah memenuhi syarat validitas karena nilai *Hansen test* ditemukan tidak signifikan untuk semua model yang menandakan hipotesis nol tidak dapat ditolak atau variabel instrumen yang digunakan merupakan group yang bersifat eksogen. Jumlah instrumen yang digunakan juga telah dibatasi tidak

melebihi jumlah group dalam penelitian. Hasil *Arellano-Bond test* untuk AR(2) juga tidak signifikan untuk semua model mengindikasikan tidak terdapat autokorelasi antara *lagged value* dari *equity-based financing* dan *error term*. Dengan demikian, model *two-step system GMM* telah memenuhi persyaratan validitas. Selain itu, koefisien dari *lag equity-based financing* memiliki nilai yang terletak di rentang nilai koefisien yang dihasilkan dari metode estimasi *Fixed Effect Method* (FEM) dan *Ordinary Least Squares* (OLS) yaitu pada rentang antara 0.733 sampai dengan 0.977. Menurut Roodman (2009), parameter estimasi yang baik harus terletak di antara rentang nilai tersebut. Dengan demikian, *output* yang dihasilkan dari *two-step system GMM* merupakan estimator yang efisien dan tidak bias.

## BAB 6 KESIMPULAN DAN SARAN

### 6.1. Kesimpulan

Dominasi *debt-based financing* pada aset bank syariah menjadi fenomena global yang menuai banyak kritik karena menunjukkan adanya kesenjangan antara teori dan praktik dalam keuangan Islam. Fenomena ini dikenal sebagai *Murabahah syndrom* karena mode pembiayaan *murabahah* merupakan komponen terbesar dari pembiayaan berbasis hutang. Secara teori, model keuangan Islam yang ideal adalah berdasarkan *profit and loss sharing* atau sering dikenal dengan *risk-sharing* yang dapat diimplementasikan melalui *equity-based financing* pada sisi aset. Selain sesuai dengan teori keuangan Islam, instrumen pembiayaan ini dipercaya dapat memberikan sejumlah *benefit* karena sangat erat dengan sektor riil untuk membiayai usaha yang produktif, mengurangi tekanan inflasi, menciptakan lapangan pekerjaan, dan mendukung pertumbuhan ekonomi. Dominasi *debt-based financing* secara praktik menunjukkan bahwa para bankir pada bank syariah hanya memiliki insentif ekonomi, bukan insentif religiusitas untuk mewujudkan *maqashid al-shariah*, dengan berorientasi terbatas pada kepentingan *shareholder value* bukan pada *stakeholder value* yang lebih luas karena pembiayaan jenis ini relatif memberikan pengembalian yang lebih aman bagi *shareholder* daripada pembiayaan berbasis ekuitas.

Secara keseluruhan, kesimpulan dari hasil penelitian adalah sebagai berikut:

1. Hasil regresi menemukan bahwa *formal institution* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap porsi *equity-based financing* yang bersifat *robust* walau menggunakan proksi variabel dan metode estimasi yang berbeda. Hasil estimasi regresi tetap konsisten walaupun menggunakan beragam proksi untuk porsi *equity-based financing*, *International Country Risk Guide* (ICRG) sebagai proksi lain dari *formal institution*, indeks budaya Tang & Koveos (2008) dan House et al. (2004) *value* sebagai proksi lain dari *national culture*, dana *syirkah temporer* terhadap *total deposits* sebagai proksi lain *risk-sharing deposits*, *Lerner index bank level* sebagai proksi *market competition*, dan menggunakan metode lain dengan *two-step system Generalized Method of Moments* (GMM). Temuan ini mengindikasikan bahwa semakin baik kualitas *formal institution* dapat mendorong para bankir pada bank syariah untuk menggunakan lebih banyak pembiayaan berbasis ekuitas. Sebaliknya,

kualitas *formal institution* yang buruk memberikan disinsentif bank syariah untuk menggunakan pembiayaan ini karena tingginya biaya transaksi yang menyertai akibat permasalahan *asymmetric information* yang parah dan potensi *moral hazard* yang besar. Temuan ini juga sejalan dengan pendapat Aggarwal & Yousef (2000) bahwa keengganan bank syariah untuk menggunakan *equity-based financing* merupakan respon secara endogen dari para bankir atas buruknya lingkungan kontraktual di mana bank syariah beroperasi. Secara empiris, hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Alam & Parinduri (2017) yang tidak menemukan pengaruh *formal institution* terhadap porsi *equity-based financing* tetapi mendukung hasil penelitian Meslier et al. (2020) yang menemukan bahwa *formal institution* yang lebih baik dapat mendorong penggunaan pembiayaan berbasis ekuitas menggantikan peran Dewan Pengawas Syariah. Temuan ini juga melengkapi studi sebelumnya yang mencari pengaruh *formal institution* terhadap aktivitas ekonomi lainnya seperti terhadap variasi penggunaan bisnis modal ventura (Li & Zahra, 2012), variasi aktivitas IPO (Lewellyn & Bao ‘Rosey,’ 2014), kesempatan entrepreneurship (Fuentelsaz et al., 2019), *risk-taking* perusahaan (Li et al., 2013), dan *risk-taking behavior* pada perbankan konvensional (Ashraf et al., 2016; Kanagaretnam et al., 2014).

2. Hasil regresi juga menemukan bahwa *power distance* berpengaruh negatif terhadap *equity-based financing* yang konsisten dan *robust* dibandingkan dengan dua dimensi *national culture* lainnya. Temuan ini mengindikasikan bahwa secara rata-rata bank syariah yang beroperasi pada negara dengan nilai budaya *power distance* yang tinggi menggunakan pembiayaan berbasis ekuitas dengan porsi yang kecil. Sebaliknya, nilai budaya *power distance* yang rendah memberikan insentif bagi para bankir untuk lebih banyak menggunakan *equity-based financing*. Temuan ini lebih menguatkan dugaan bahwa *social trust* dalam mode pembiayaan berbasis ekuitas memiliki peran penting dan sangat dibutuhkan oleh para bankir bank syariah. Nilai budaya *individualism* dan *uncertainty avoidance* ditemukan memiliki pengaruh negatif terhadap porsi pembiayaan berbasis ekuitas, namun signifikansi dan arah pengaruhnya masih sensitif terhadap ukuran dari *equity-based financing*, ukuran *formal institution*, jenis indeks budaya dan variabel kontrol yang digunakan.
3. Variabel interaksi *formal institution-national culture* juga ditemukan memiliki pengaruh yang negatif terhadap penggunaan *equity-based financing* namun

signifikansi parameternya masih sensitif terhadap ukuran proksi variabel dan metode estimasi yang digunakan. Efek moderasi dari indeks budaya *individualism* ditemukan cenderung lebih konsisten dibandingkan *national culture* lainnya dengan menggunakan beragam proksi yang berbeda. Temuan ini mengindikasikan bahwa efektivitas *formal institution* dalam mendorong penggunaan *equity-based financing* menjadi berkurang apabila para bankir memiliki nilai budaya *individualism* yang tinggi (*collectivism* yang rendah).

## 6.2. Implikasi Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan implikasi bagi beberapa pihak diantaranya:

1. Bagi akademisi, penelitian ini diharapkan dapat menambah literatur terkait determinan dari *equity-based financing* berupa *formal institution* dan *national culture*. Kualitas *formal institution* yang lebih baik dapat mendorong penggunaan *equity-based financing* sedangkan *national culture* mempengaruhi variasi penggunaan pembiayaan karena berhubungan dengan *social trust*. Oleh karena itu, penggunaan pembiayaan jenis ini membutuhkan dukungan berupa peraturan secara formal dan juga *social trust* agar bisa disalurkan dalam jumlah yang lebih banyak. Selain dua determinan tersebut, penelitian ini juga menyajikan determinan lain pada *bank level* maupun *country level* yang dapat menjadi masukan bagi para akademisi apabila ingin melakukan studi terkait determinan faktor *equity-based financing*.
2. Bagi pemerintah dan regulator, temuan bahwa pembiayaan berbasis ekuitas lebih dipengaruhi oleh *institutional environment* (baik *formal institution* maupun *national culture*) dan juga faktor pada *country level* dapat menjadi masukan bahwa pemerintah dan regulator memiliki peranan yang sangat penting untuk mendukung pertumbuhan *equity-based financing* di level negara mengingat bahwa peningkatan pembiayaan ini memberi kontribusi besar untuk lebih menggerakkan sektor riil dan memberi dampak positif yang besar terhadap makro ekonomi berupa penguatan stabilitas sistem keuangan negara. Sistem bagi hasil yang melekat pada pembiayaan ini dapat mengimbangi sistem bagi hasil pada sisi liabilitas sehingga dapat meningkatkan stabilitas bank syariah. Pemerintah dapat memberikan dukungannya dalam bentuk kebijakan atau regulasi seperti menyediakan infrastruktur yang memadai dan

meningkatkan kualitas lembaga formal yang sudah ada. Nilai-nilai budaya juga sangat penting untuk dipertimbangkan pada saat menyusun kebijakan untuk mempromosikan *equity-based financing* pada bank syariah. Pemerintah dan regulator perlu membangun dan meningkatkan fungsi lembaga-lembaga yang dapat meningkatkan *social trust* para bankir terhadap nasabah pembiayaan seperti lembaga *public credit registers*. Di samping itu, agar praktik perbankan syariah sesuai dengan teori keuangan Islam, maka regulator perlu membuat aturan porsi pembiayaan *equity-based financing* minimal yang harus diterapkan oleh bank syariah karena nilai budaya yang melekat sejak lama memiliki pengaruh yang cukup besar terhadap keputusan portofolio aset perbankan syariah. Aturan ini diperlukan agar tujuan *maqashid al-shariah* dapat terwujud dan nilai-nilai budaya tidak mendominasi dalam pengambilan keputusan pembiayaan oleh para bankir bank syariah.

3. Bagi para bankir, penelitian ini dapat memberikan informasi sekaligus masukan untuk mempertimbangkan kualitas *formal institution* dan *national culture* pada saat membuat kebijakan internal bank khususnya terkait pentingnya kontrak *ex-ante* yang lebih komprehensif untuk meminimalisir biaya transaksi akibat permasalahan *ex-post* seperti *asymmetric information*, dan *moral hazard* pada saat menggunakan *equity-based financing* terutama bagi bank syariah pada negara-negara yang memiliki indeks budaya *individualism*, *uncertainty avoidance*, dan *power distance* yang tinggi. Kontrak yang komprehensif dapat meliputi *incentive-compatible constraints* agar kontrak pembiayaan dapat ditegakkan secara optimal. Untuk menghindari permasalahan *adverse selection* di awal pembiayaan, para bankir pada bank syariah perlu dibekali pengetahuan dan *skill* untuk menilai kelayakan bisnis sebelum memutuskan untuk berinvestasi atau bermitra dengan nasabah pembiayaan. Para bankir juga perlu lebih memanfaatkan lembaga-lembaga *information sharing* untuk lebih mengenal para nasabah pembiayaan dan terus menjalin hubungan secara interpersonal melalui supervisi dan monitoring guna mengurangi potensi *moral hazard* terutama pada negara-negara dengan *power distance*, *individualism*, dan *uncertainty avoidance* yang tinggi karena memiliki *social trust* yang rendah. Di samping itu, bank syariah juga perlu lebih memanfaatkan lembaga-lembaga penjaminan kredit (*credit risk insurance*) syariah untuk memitigasi risiko kredit dari pembiayaan berbasis bagi hasil.

4. Bagi nasabah bank syariah, penelitian ini memberikan informasi bahwa *social trust* yang dapat diidentifikasi melalui *national culture* berperan penting dalam pembiayaan *equity-based financing*. Pada saat nasabah ingin mendapatkan pembiayaan dengan skema ini, maka membangun kepercayaan dengan para bankir syariah perlu dilakukan.
5. Secara keseluruhan, mengingat *national culture* telah tertanam dalam masyarakat sejak lama, maka penggunaan pembiayaan berbasis ekuitas hanya akan berubah secara signifikan jika seluruh pemangku kepentingan, termasuk bankir, pemerintah, regulator, dan deposan, memiliki keinginan yang kuat untuk berubah. Selain insentif ekonomi, mereka harus kembali ke insentif religiusitas untuk mewujudkan distribusi sosial-ekonomi dan pendapatan yang lebih adil dan merata melalui pembiayaan berbasis ekuitas yang sesuai dengan prinsip-prinsip Islam.

### 6.3. Keterbatasan dan Saran Penelitian Lanjutan

Adapun keterbatasan dan saran penelitian selanjutnya adalah sebagai berikut:

1. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini masih terbatas, yaitu hanya sekitar 40 persen lebih dari total populasi yang ada karena keterbatasan data dari sumber data yang tersedia.
2. Penelitian ini menemukan bahwa pembiayaan berbasis ekuitas lebih dipengaruhi oleh *institutional environment* (baik *formal institution* maupun *national culture*) dan juga faktor pada *country level*. Variabel pada *bank level* tidak ditemukan signifikan kecuali variabel *bank size* yang memiliki pengaruh positif terhadap *equity-based financing* dan cenderung konsisten walaupun menggunakan proksi *equity-based financing* dan *formal institution* yang berbeda. Untuk itu perlu adanya penelitian lanjutan untuk mengeksplorasi lebih jauh signifikansi dari variabel di tingkat bank dengan menggunakan data set yang lebih besar.
3. Penelitian ini hanya menguji pengaruh antara *formal institution* dan *national culture* terhadap porsi penggunaan *equity-based financing* yang dipersepsikan memiliki risiko yang lebih besar daripada pembiayaan berbasis hutang. Mengingat pengaruh *equity-based financing* terhadap tingkat risiko bank syariah secara empiris masih belum konklusif, penelitian untuk menjawab pertanyaan apakah *formal institution* dan *national culture* memiliki pengaruh terhadap perilaku pengambilan risiko (*risk taking*

*behavior*) pada bank syariah masih perlu dilakukan. Se jauh ini, penelitian sebelumnya hanya meneliti pengaruh tersebut dalam konteks perbankan konvensional. Untuk itu, perlu penelitian lanjutan untuk menjawab pertanyaan tersebut.

4. Penelitian ini menemukan adanya pengaruh negatif dari *risk-sharing deposits* terhadap proporsi *equity-based financing* yang menunjukkan bahwa bankir menggunakan pembiayaan berbasis ekuitas dengan porsi kecil pada saat memiliki *risk-sharing deposits* yang besar dalam rangka menghindari potensi *withdrawal risk* atau *bank runs*. Namun untuk mengetahui apakah tindakan manajemen risiko yang diambil oleh bank dikarenakan oleh preferensi risk profil dari bankir itu sendiri atau para deposan yang bersikap *risk averse*, perlu dilakukan investigasi lebih lanjut mengenai pengaruh *equity-based financing* terhadap pertumbuhan *risk-sharing deposits*. Investigasi ini ditujukan untuk mengetahui apakah peningkatan pembiayaan berbasis ekuitas dapat mempengaruhi para deposan untuk melakukan penarikan besar-besaran terhadap deposito berbasis bagi hasil yang mereka tempatkan pada bank syariah.
5. Analisis penelitian ini hanya fokus pada perspektif biaya transaksi, *social trust* dan preferensi para bankir untuk menjelaskan pengaruh *formal institution* dan *national culture* terhadap *equity-based financing*. Studi selanjutnya bisa menambahkan analisis dari perspektif yang berbeda.
6. Penelitian ini hanya menguji determinan faktor utama berupa *formal institution* dan *national culture*. *Formal institution* yang digunakan memiliki ruang lingkup yang umum. Penelitian selanjutnya perlu mempertimbangkan variabel lainnya seperti kualitas manajemen, proses kontrol internal bank syariah, dan juga regulasi institusi perbankan yang lebih spesifik sebagai determinan lainnya yang berpotensi mempengaruhi variasi penggunaan *equity-based financing* pada bank syariah.

## DAFTAR REFERENSI

- Abdul-Rahman, A., Abdul Latif, R., Muda, R., & Abdullah, M. A. (2014). Failure and potential of profit-loss sharing contracts: A perspective of New Institutional, Economic (NIE) Theory. *Pacific Basin Finance Journal*, 28, 136–151. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2014.01.004>
- Abdul-rahman, A., & Nor, S. M. (2016). Challenges of Profit-and-Loss Sharing Financing in Malaysian Islamic Banking. *Malaysian Journal of Society and Space* 12, 2(2), 39–46.
- Abedifar, P., Molyneux, P., & Tarazi, A. (2013). Risk in islamic banking. *Review of Finance*, 17(6), 2035–2096. <https://doi.org/10.1093/rof/rfs041>
- Aggarwal, R., & Goodell, J. W. (2009). Markets and institutions in financial intermediation: National characteristics as determinants. *Journal of Banking & Finance*, 33(10), 1770–1780. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.03.004>
- Aggarwal, R., & Goodell, J. W. (2010). Financial markets versus institutions in European countries: Influence of culture and other national characteristics. *International Business Review*, 19(5), 502–520.
- Aggarwal, R., & Goodell, J. W. (2014). National cultural dimensions in finance and accounting scholarship: An important gap in the literatures? *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 1, 1–12. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2013.11.002>
- Aggarwal, R. K., & Yousef, T. (2000). Islamic Banks and Investment Financing. *Journal of Money, Credit and Banking*, 32(1), 93–120. <https://doi.org/10.2307/2601094>
- Ahmed, A. (2010). Global financial crisis: an Islamic finance perspective. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*.
- Ahmed, G. A. (2008). The implication of using profit and loss sharing modes of finance in the banking system, with a particular reference to equity participation (partnership) method in Sudan. *Humanomics*.
- Ahmed, H. (2002). Incentive-compatible profit-sharing contracts: a theoretical treatment. In *Islamic Banking and Finance* (pp. 40–54). Edward Elgar Cheltenham.
- Ahmed, H., & Khan, T. (2007). 10 Risk management in Islamic banking. *Handbook of Islamic Banking*, 144.
- Ahmed, M. M., Farooq, M., & Arsalan, M. (2016). Running musharakah product of Islamic banks: an alternative of running finance. *Al-Idah*, 33(2), 8–17.
- Akerlof, G. A. (1970). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500.
- Akin, T., Iqbal, Z., & Mirakhor, A. (2016). The composite risk-sharing finance index: Implications for Islamic finance. *Review of Financial Economics*, 31, 18–25. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2016.06.001>

- Al-kayed, L. T., & Aliani, K. C. (2020). Effects of focus versus diversification on bank risk and return: evidence from Islamic banks' loan portfolios. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 11(9), 2155–2168. <https://doi.org/10.1108/JIABR-10-2019-0192>
- Alam, N., & Parinduri, R. A. (2017). Do Islamic banks shift from mark-up to equity financing when their contracting environments are improved? *Applied Economics Letters*, 24(8), 545–548. <https://doi.org/10.1080/13504851.2016.1210759>
- Alchian, A. A. (1965). Some economics of property rights. *Il Politico*, 816–829.
- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1973). The property right paradigm. *The Journal of Economic History*, 33(1), 16–27.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277–297. <https://doi.org/10.2307/2297968>
- Ariss, R. T. (2010). Competitive conditions in Islamic and conventional banking: A global perspective. *Review of Financial Economics*, 19(3), 101–108.
- Arndt, C. (2008). The politics of governance ratings. *International Public Management Journal*, 11(3), 275–297. <https://doi.org/10.1080/10967490802301278>
- Arrow, K. J. (1974). *The limits of organization*. WW Norton & Company.
- Arrow, K. J. (1984). *The economics of agency*. Stanford univ ca inst for mathematical studies in the social sciences.
- Ascarya, W. G., Widodo, C., Enny, A., & Ferry, S. (2012). Strategi Meningkatkan Preferensi Perbankan Syariah Indonesia Dalam Menggunakan Pembiayaan Bagi-Hasil. *Jakarta: Central Banking Education and Studies Department, Bank Indonesia*.
- Ashraf, B. N. (2017). Political institutions and bank risk-taking behavior. *Journal of Financial Stability*, 29, 13–35. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2017.01.004>
- Ashraf, B. N., Zheng, C., & Arshad, S. (2016). Effects of national culture on bank risk-taking behavior. *Research in International Business and Finance*, 37, 309–326. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.01.015>
- Askari, H., & Mirakhor, A. (2014). Risk sharing, public policy and the contribution of Islamic finance. *Public Policy and the Contribution of Islamic Finance (December 9, 2014)*. *PSL Quarterly Review*, 67(271).
- Astrom, Z. H. O. (2013). Credit risk management pertaining to profit and loss sharing instruments in Islamic banking. *Journal of Financial Reporting and Accounting*.
- Azmat, S., Skully, M., & Brown, K. (2015). Can Islamic banking ever become Islamic? *Pacific-Basin Finance Journal*, 34, 253–272. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.03.001>

- Balli, H. O., & Sørensen, B. E. (2013). Interaction effects in econometrics. *Empirical Economics*, 45, 583–603. <https://doi.org/10.1007/s00181-012-0604-2>
- Barzel, Y. (1997). *Economic analysis of property rights*. Cambridge university press.
- Basher, S. A., Kessler, L. M., & Munkin, M. K. (2017). Bank capital and portfolio risk among Islamic banks. *Review of Financial Economics*, 34, 1–9. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2017.03.004>
- Baskerville, R. F. (2003). Hofstede never studied culture. *Accounting, Organizations and Society*, 28(1), 1–14.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Merrouche, O. (2013). Islamic vs. conventional banking: Business model, efficiency and stability. *Journal of Banking & Finance*, 37(2), 433–447. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.09.016>
- Belkhaoui, S., Alsagr, N., & van Hemmen, S. F. (2020). Financing modes, risk, efficiency and profitability in Islamic banks: Modeling for the GCC countries. *Cogent Economics & Finance*, 8(1), 1750258. <https://doi.org/10.1080/23322039.2020.1750258>
- Berger, A. N., Demirgüç-Kunt, A., Levine, R., & Haubrich, J. G. (2004). Bank concentration and competition: An evolution in the making. *Journal of Money, Credit and Banking*, 433–451.
- Berger, A. N., Li, X., Morris, C. S., & Roman, R. A. (2021). The effects of cultural values on bank failures around the world. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56(3), 945–993. <https://doi.org/10.1017/S0022109020000150>
- Beugelsdijk, S., Maseland, R., & Van Hoorn, A. (2015). Are Scores on Hofstede's Dimensions of National Culture Stable over Time? A Cohort Analysis. *Global Strategy Journal*, 5(3), 223–240.
- Bitar, M., Hassan, M. K., & Hippler, W. J. (2018). The determinants of Islamic bank capital decisions. *Emerging Markets Review*, 35, 48–68. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2017.12.002>
- Bitar, M., Hassan, M. K., & Saad, W. (2020). Culture and the capital–performance nexus in dual banking systems. *Economic Modelling*, 87, 34–58. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2019.07.003>
- Bitar, M., & Tarazi, A. (2019). Creditor rights and bank capital decisions: Conventional vs. Islamic banking. *Journal of Corporate Finance*, 55(November 2018), 69–104. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.11.007>
- Bitar, M., & Tarazi, A. (2022). Individualism, formal institutional environments, and bank capital decisions. *Journal of Corporate Finance*, 76, 102244. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2022.102244>
- Bjørnskov, C. (2008). Social trust and fractionalization: A possible reinterpretation. *European Sociological Review*, 24(3), 271–283. <https://doi.org/10.1093/esr/jcn004>

- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115–143. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8)
- Boettke, P. J., & Coyne, C. J. (2009). Context matters: Institutions and entrepreneurship. *Foundations and Trends® in Entrepreneurship*, 5(3), 135–209. <https://doi.org/10.1561/03000000018>
- Boubakri, N., Mirzaei, A., & Samet, A. (2017). National culture and bank performance: Evidence from the recent financial crisis. *Journal of Financial Stability*, 29, 36–56. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2017.02.003>
- Boubakri, N., & Saffar, W. (2016). Culture and externally financed firm growth. *Journal of Corporate Finance*, 41, 502–520. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.04.003>
- Chapra, M. U. (1985). *Towards a just monetary system* (Vol. 8). International Institute of Islamic Thought (IIIT).
- Chong, B. S., & Liu, M. H. (2009). Islamic banking: Interest-free or interest-based? *Pacific Basin Finance Journal*, 17(1), 125–144. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2007.12.003>
- Chowdhury, M. A. F., Akbar, C. S., & Shoyeb, M. (2018). Nexus between risk sharing vs non-risk sharing financing and economic growth of Bangladesh: ARDL bound testing and continuous wavelet transform (CWT) approach. *Managerial Finance*. <https://doi.org/10.1108/MF-12-2016-0371>
- Christie, A. N. (2013). Asymmetric information and bank lending: The role of formal and informal institutions (a survey of laboratory research). In *Experiments in Financial Economics* (Vol. 16, pp. 5–30). Emerald Group Publishing Limited. [https://doi.org/10.1108/S0193-2306\(2013\)0000016002](https://doi.org/10.1108/S0193-2306(2013)0000016002)
- Chui, A. C. W., Titman, S., & Wei, K. C. J. (2010). Individualism and momentum around the world. *The Journal of Finance*, 65(1), 361–392. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01532.x>
- Čihák, M., & Hesse, H. (2010). Islamic banks and financial stability: An empirical analysis. *Journal of Financial Services Research*, 38(2), 95–113. <https://doi.org/10.1007/s10693-010-0089-0>
- Çizakça, M. (2011). *Islamic capitalism and finance: Origins, evolution and the future*. Edward Elgar Publishing.
- Clague, C. K. (1997). *Institutions and economic development: Growth and governance in less-developed and post-socialist countries*. Johns Hopkins University Press.
- Coase, R. H. (1937). *The nature of the firm*. *Economica, New Series*, 4 (16), 386–405.
- Commons, J. R. (1934). *Institutional Economics*. Madison: University of Wisconsin Press.
- Da Cruz, N. F., & Marques, R. C. (2017). Structuring composite local governance

- indicators. *Policy Studies*, 38(2), 109–129.  
<https://doi.org/10.1080/01442872.2016.1210117>
- Daly, S., & Frikha, M. (2016). Islamic Finance: Basic Principles and Contributions in Financing Economic. *Journal of the Knowledge Economy*, 7(2), 496–512.  
<https://doi.org/10.1007/s13132-014-0222-7>
- Danlami, M. R., Abduh, M., & Abdul Razak, L. (2023). Social finance, institutional quality and stability of Islamic banks: evidence from four countries. *International Journal of Social Economics*. <https://doi.org/10.1108/IJSE-06-2022-0441>
- Dar, H. A., & Presley, J. R. (2000). Lack of profit loss sharing in Islamic banking: management and control imbalances. *International Journal of Islamic Financial Services*, 2(2), 3–18.
- Dar, Humayon A. (2007). Incentive compatibility of Islamic financing. *Handbook of Islamic Banking*, 85.
- Davis, L. E., & North, D. C. (1971). *Institutional Change and American Economic Growth*. Cambridge, Cambridge University Press.
- Diamond, D. W. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *The Review of Economic Studies*, 51(3), 393–414.
- Djankov, S., Glaeser, E., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2003). The new comparative economics. *Journal of Comparative Economics*, 31(4), 595–619.
- Djankov, S., McLiesh, C., & Shleifer, A. (2007). Private credit in 129 countries. *Journal of Financial Economics*, 84(2), 299–329.  
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.03.004>
- Doney, P. M., Cannon, J. P., & Mullen, M. R. (1998). Understanding the influence of national culture on the development of trust. *Academy of Management Review*, 23(3), 601–620.
- El-Hawary, D., Grais, W., & Iqbal, Z. (2007). Diversity in the regulation of Islamic financial institutions. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 46(5), 778–800. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2006.08.010>
- Fakir, A. E. L., Fairchild, R., & Tkouat, M. (2019). A hybrid profit and loss sharing model using interest free-debt and equity financing: An application of game theory as a decision tool. *The North American Journal of Economics and Finance*, 49, 352–360.
- Fama, E. F. (1985). What's different about banks? *Journal of Monetary Economics*, 15(1), 29–39.
- Farihana, S., & Rahman, M. S. (2020). Can profit and loss sharing (PLS) financing instruments reduce the credit risk of Islamic banks? *Empirical Economics*, 1–18.
- Fuentelsaz, L., González, C., & Maicas, J. P. (2019). Formal institutions and opportunity entrepreneurship. The contingent role of informal institutions. *BRQ Business*

*Research Quarterly*, 22(1), 5–24.

- Fukuyama, F. (1995). *Trust: The social virtues and the creation of prosperity* Free Press. New York.
- Furubotn, E. G., & Richter, R. (2005). *Institutions and economic theory: The contribution of the new institutional economics* (2nd ed.). University of Michigan Press.
- Gould, R. V. (1993). Collective action and network structure. *American Sociological Review*, 182–196. <https://doi.org/10.2307/2095965>
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1986). The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy*, 94(4), 691–719.
- Gujarati, D. N. (2004). *Basic Econometrics* (4th ed.). McGraw– Hill.
- Hadi, N. U. (2019). Effect of Government Policies on Internal Control Systems and Musharakah Growth: Perspective from KP, Pakistan. *FWU Journal of Social Sciences*, 13(1), 79–89.
- Hamza, H., & Saadaoui, Z. (2018). Monetary transmission through the debt financing channel of Islamic banks: does PSIA play a role? *Research in International Business and Finance*, 45, 557–570. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.09.004>
- Hart, O. (2001). Financial contracting. *Journal of Economic Literature*, 39(4), 1079–1100.
- Hart, O., & Moore, J. (1988). Incomplete contracts and renegotiation. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 755–785.
- Hart, O., & Moore, J. (1990). Property Rights and the Nature of the Firm. *Journal of Political Economy*, 98(6), 1119–1158. <https://doi.org/10.1086/261729>
- Haselmann, R. F. H., & Wachtel, P. (2006). Institutions and Bank Behavior. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/SSRN.950265>
- Haselmann, R., & Wachtel, P. (2010). Institutions and bank behavior: Legal environment, legal perception, and the composition of bank lending. *Journal of Money, Credit and Banking*, 42(5), 965–984. <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2010.00316.x>
- Hassan, M. K., & Soumaré, I. (2015). Guarantees and profit-sharing contracts in project financing. *Journal of Business Ethics*, 130(1), 231–249.
- Helmke, G., & Levitsky, S. (2004). Informal institutions and comparative politics: A research agenda. *Perspectives on Politics*, 2(4), 725–740. <https://doi.org/10.1017/S1537592704040472>
- Hofstede, G. (1980). *Culture's consequences: International differences in work-related values* London. UK: Sage.
- Hofstede, G. (1984). *Culture's consequences: International differences in work-related values* (Vol. 5). sage.

- Hofstede, G. (2001). *Culture's consequences: comparing values, behaviors, institutions, and organizations across nations* (2nd ed.). Sage Publications, Beverly Hills, CA.
- Hofstede, G. (2003). What is culture? A reply to Baskerville. *Accounting, Organizations and Society*, 28(7–8), 811–813.
- Hofstede, G. (2006). What did GLOBE really measure? Researchers' minds versus respondents' minds. *Journal of International Business Studies*, 37(6), 882–896.
- Hofstede, G., Hofstede, G. J., & Minkov, M. (2010). *Cultures and organizations: Software of the mind* (Vol. 3). McGraw-hill New York.
- Hossain, A. A. (2016). Inflationary shocks and real output growth in nine Muslim-majority countries: Implications for Islamic banking and finance. *Journal of Asian Economics*, 45, 56–73.
- House, R. J., Hanges, P. J., Javidan, M., Dorfman, P. W., & Gupta, V. (2004). *Culture, leadership, and organizations: The GLOBE study of 62 societies*. Sage publications.
- Houston, J. F., Lin, C., Lin, P., & Ma, Y. (2010). Creditor rights, information sharing, and bank risk taking. *Journal of Financial Economics*, 96(3), 485–512. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.02.008>
- Howorth, C., & Moro, A. (2006). Trust within entrepreneur bank relationships: Insights from Italy. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(4), 495–517. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2006.00132.x>
- Hsee, C. K., & Weber, E. U. (1999). Cross-national differences in risk preference and lay predictions. *Journal of Behavioral Decision Making*, 12(2), 165–179. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1099-0771\(199906\)12:2<165::AID-BDM316>3.0.CO;2-N](https://doi.org/10.1002/(SICI)1099-0771(199906)12:2<165::AID-BDM316>3.0.CO;2-N)
- Ibrahim, M. H. (2016). Business cycle and bank lending procyclicality in a dual banking system. *Economic Modelling*, 55, 127–134.
- Ibrahim, Z., Effendi, N., Budiono, B., & Kurniawan, R. (2021). Determinants of profit and loss sharing financing in Indonesia. *Journal of Islamic Marketing*. <https://doi.org/10.1108/JIMA-01-2020-0015>
- IFSB. (2020). *Islamic Finance Services Industry Stability Report 2020*. [www.ifsb.org](http://www.ifsb.org)
- Illiashenko, P., & Laidroo, L. (2020). National culture and bank risk-taking: Contradictory case of individualism. *Research in International Business and Finance*, 51, 101069. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101069>
- Illiashenko, Pavlo. (2019). “Tough Guy” vs. “Cushion” hypothesis: How does individualism affect risk-taking? *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 24, 100212. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2019.04.005>
- Iqbal, M., & Llewellyn, D. T. (2002). *Islamic banking and finance: new perspectives on profit sharing and risk*. Edward Elgar Publishing.

- Iqbal, Z. (1997). Islamic financial systems. *Finance & Development*, 43, 42–45.
- Iqbal, Z., & Mirakhor, A. (2002). Development of Islamic financial institutions and challenges ahead. *Islamic Finance: Growth and Innovation*.
- Iqbal, Z., & Mirakhor, A. (2013). *Economic development and Islamic finance*. World Bank Publications.
- Jaffee, D. M., & Russell, T. (1976). Imperfect information, uncertainty, and credit rationing. *The Quarterly Journal of Economics*, 90(4), 651–666.
- Jappelli, T., & Pagano, M. (2002). Information sharing, lending and defaults: Cross-country evidence. *Journal of Banking & Finance*, 26(10), 2017–2045. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(01\)00185-6](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(01)00185-6)
- Jedidia, K. Ben. (2020). Profit-and loss-sharing impact on Islamic bank liquidity in GCC countries. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*.
- Joskow, P. L. (2008). *Introduction to new institutional economics: A report card* (Brousseau,). Cambridge University Press, Cambridge, UK.
- Kabir Hassan, M., & Soumaré, I. (2015). Guarantees and Profit-Sharing Contracts in Project Financing. *Journal of Business Ethics*, 130(1), 231–249. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2201-0>
- Kanagaretnam, K., Lim, C. Y., & Lobo, G. J. (2014). Influence of national culture on accounting conservatism and risk-taking in the banking industry. *The Accounting Review*, 89(3), 1115–1149. <https://doi.org/10.2308/accr-50682>
- Karim, A. A. (2002). Incentive-compatible constraints for Islamic banking: Some lessons from Bank Muamalat. *Islamic Banking and Finance: New Perspectives on Profit-Sharing and Risk*, 95–108.
- Karim, A. A. (2011). *Bank Islam: analisis fiqih dan keuangan*. Rajawali Pers.
- Kaufmann, D., & Kraay, A. (2008). Governance indicators: Where are we, where should we be going? *The World Bank Research Observer*, 23(1), 1–30.
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2009). Governance matters VIII: aggregate and individual governance indicators, 1996-2008. *World Bank Policy Research Working Paper*, 4978.
- Khan, F. (2010). How “Islamic” is Islamic Banking? *Journal of Economic Behavior and Organization*, 76(3), 805–820. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2010.09.015>
- Khan, M. M., & Bhatti, M. I. (2008a). Development in Islamic banking: a financial risk-allocation approach. *Journal of Risk Finance*, 9(1), 40–51. <https://doi.org/https://doi.org/10.1108/15265940810842401>
- Khan, M. M., & Bhatti, M. I. (2008b). Islamic banking and finance: on its way to globalization. *Managerial Finance*, 34(10), 708–725.
- Khan, M. S. (1986). Islamic interest-free banking: a theoretical analysis. *Staff Papers*,

33(1), 1–27.

- Khan, M. S., & Mirakhor, A. (1990). Islamic banking: Experiences in the Islamic Republic of Iran and in Pakistan. *Economic Development and Cultural Change*, 38(2), 353–375. <https://doi.org/10.1086/451797>
- Khan, W. M. (1989). Towards an interest-free Islamic economic system. *Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics*, 1.
- Kirkman, B. L., Lowe, K. B., & Gibson, C. B. (2006). A quarter century of culture's consequences: A review of empirical research incorporating Hofstede's cultural values framework. *Journal of International Business Studies*, 37(3), 285–320.
- Klein, B. (1980). Transaction cost determinants of "unfair" contractual arrangements. *The American Economic Review*, 70(2), 356–362.
- Klein, B., & Leffler, K. B. (1981). The role of market forces in assuring contractual performance. *Journal of Political Economy*, 89(4), 615–641.
- Klein, P. G. (1998). New institutional economics. *Available at SSRN 115811*.
- Kreps, D. M. (1990). *Corporate culture and economic theory*. In *Perspectives on Political Economy* (Alt JE, Sh). Cambridge University Press.
- Kronman, A. T. (1985). Contract law and the state of nature. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 1(1), 5–32.
- Kuran, T. (2010). *Islam and mammon*. Princeton University Press.
- Kwok, C. C. Y., & Tadesse, S. (2006). National culture and financial systems. *Journal of International Business Studies*, 37(2), 227–247.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131–1150. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02727.x>
- Lee, K., & Ullah, S. (2011). Customers' attitude toward Islamic banking in Pakistan. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*.
- Lewellyn, K. B., & Bao 'Rosey,' S. (2014). A cross-national investigation of IPO activity: The role of formal institutions and national culture. *International Business Review*, 23(6), 1167–1178.
- Lewellyn, K. B., & Bao 'Rosey,' S. (2017). The role of national culture and corruption on managing earnings around the world. *Journal of World Business*, 52(6), 798–808. <https://doi.org/10.1016/J.JWB.2017.07.002>
- Li, K., Griffin, D., Yue, H., & Zhao, L. (2013). How does culture influence corporate risk-taking? *Journal of Corporate Finance*, 23, 1–22. <https://doi.org/10.1016/J.JCORPFIN.2013.07.008>
- Li, Y., & Zahra, S. A. (2012). Formal institutions, culture, and venture capital activity: A cross-country analysis. *Journal of Business Venturing*, 27(1), 95–111.

<https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2010.06.003>

- Macneil, I. R. (1974). The many futures of contracts. *Southern California Law Review*, 47, 691–816.
- Malim, N. A. K., & Normalini, M. K. (2018). Factors influencing the margins of Islamic banks. *Global Business Review*, 19(4), 1026–1036. <https://doi.org/10.1177/0972150918772970>
- Mansour, W., Ben Jedidia, K., & Majdoub, J. (2015). How Ethical is Islamic Banking in the Light of the Objectives of Islamic Law? *Journal of Religious Ethics*, 43(1), 51–77.
- Martinez Peria, M. S., & Schmukler, S. L. (2001). Do depositors punish banks for bad behavior? Market discipline, deposit insurance, and banking crises. *The Journal of Finance*, 56(3), 1029–1051.
- Maseland, R., & Van Hoorn, A. (2009). Explaining the negative correlation between values and practices: A note on the Hofstede–GLOBE debate. *Journal of International Business Studies*, 40(3), 527–532.
- Ménard, C. (2000). Enforcement procedures and governance structures: what relationship. *Institutions, Contracts and Organizations*, 234–253.
- Meslier, C., Risfandy, T., & Tarazi, A. (2017). Dual market competition and deposit rate setting in Islamic and conventional banks. *Economic Modelling*, 63, 318–333.
- Meslier, C., Risfandy, T., & Tarazi, A. (2020). Islamic banks' equity financing, Shariah supervisory board, and banking environments. *Pacific-Basin Finance Journal*, 62, 101354. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101354>
- Mills, P. S., & Presley, J. R. (1999). *Islamic Finance: Theory and Practice* (1st ed.). St. Martins Press, New York.
- Minhat, M., & Dzolkarnaini, N. (2016). Islamic corporate financing: does it promote profit and loss sharing? *Business Ethics: A European Review*, 25(4), 482–497. <https://doi.org/10.1111/beer.12120>
- Modigliani, F., & Perotti, E. (2000). Security markets versus bank finance: legal enforcement and investors' protection. *International Review of Finance*, 1(2), 81–96.
- Mourouzidou-Damtsa, S., Milidonis, A., & Stathopoulos, K. (2019). National culture and bank risk-taking. *Journal of Financial Stability*, 40, 132–143. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2017.08.007>
- Mulligan, C. B., & Shleifer, A. (2005). The Extent of the Market and the Supply of Regulation. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(4), 1445–1473.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175.

- North, D. C. (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge, Cambridge University Press.
- Nouman, M., Ullah, K., & Jan, S. (2022). Domains and motives of Musharakah spur in the Islamic banking industry of Pakistan. *The Singapore Economic Review*, 67(01), 381–409.
- Nugraheni, P., & Alimin, I. N. (2020). Factors influencing PLS financing: the perspective of Indonesian Islamic banks employees. *PSU Research Review*.
- OJK. (2021). *Sharia Banking Statistics*. [www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id)
- Owusu-Gyapong, A. (1986). Alternative estimating techniques for panel data on strike activity. *The Review of Economics and Statistics*, 526–531.
- Perkins, D. (2000). Law, family ties and the East Asian way of business. *Culture Matters: How Values Shape Human Progress*, 232–243.
- Petersen, M. A. (2008). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *The Review of Financial Studies*, 22(1), 435–480.
- Pistor, K., Raiser, M., & Gelfer, S. (2000). Law and Finance in Transition Economies. *Economics of Transition*, 8(2), 325–368. <https://doi.org/10.1111/1468-0351.00047>
- POJK. (2016). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan nomor 65/POJK. 03/2016 tentang Penerapan Manajemen Risiko bagi Bank Umum Syariah dan Unit Usaha Syariah*. Otoritas Jasa Keuangan.
- Porta, R. La, Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155. <https://doi.org/10.1086/250042>
- Potts, J. (2007). Evolutionary institutional economics. *Journal of Economic Issues*, 41(2), 341–350.
- Pyles, M. K., Li, Y., Wu, S., & Dolvin, S. D. (2016). Cultural influences on risk tolerance and portfolio creation. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 9, 43–55.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (2009). Which capitalism? Lessons from the East Asian crisis. In *Global Corporate Governance* (pp. 135–148). Columbia University Press.
- Rashid, A., Akmal, M., & Shah, S. M. A. R. (2023). Corporate governance and risk management in Islamic and convectional financial institutions: explaining the role of institutional quality. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*. <https://doi.org/10.1108/JIABR-12-2021-0317>
- Risfandy, T., Harahap, B., Hakim, A. R., Sutaryo, S., Nugroho, L. I., & Trinugroho, I. (2020). Equity Financing at Islamic Banks: Do Competition and Bank Fundamentals Matter? *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(2), 314–328. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1553160>
- Robinson, T. R., Henry, E., Pirie, W. L., & Broihahn, M. A. (2012). *International*

*financial statement analysis* (2nd ed.). John Wiley & Sons.

- Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *The Stata Journal*, 9(1), 86–136. <https://doi.org/10.1177/1536867X0900900106>
- Sadr, K., & Iqbal, Z. (2002). Choice between debt and equity contracts and asymmetrical information: some empirical evidence. *Islamic Banking and Finance: New Perspectives on Profit-Sharing and Risk*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, 139–151.
- Safavian, M., & Sharma, S. (2007). When do creditor rights work? *Journal of Comparative Economics*, 35(3), 484–508. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2007.05.004>
- Santomero, A. M. (1997). Commercial bank risk management: an analysis of the process. *Journal of Financial Services Research*, 12(2), 83–115.
- Santos, H. C., Varnum, M. E. W., & Grossmann, I. (2017). Global increases in individualism. *Psychological Science*, 28(9), 1228–1239.
- Sarker, M. A. A. (2001). Islamic business contracts, agency problem, and the theory of the Islamic firm. *International Journal of Islamic Financial Services*, 1(2), 1–15.
- Schroeder, M. A., Lander, J., & Levine-Silverman, S. (1990). Diagnosing and dealing with multicollinearity. *Western Journal of Nursing Research*, 12(2), 175–187. <https://doi.org/10.1177/019394599001200204>
- Schwartz, S. H. (1994). *Beyond individualism/collectivism: New cultural dimensions of values*.
- Šeho, M., Bacha, O. I., & Smolo, E. (2020). The effects of interest rate on Islamic bank financing instruments: Cross-country evidence from dual-banking systems. *Pacific-Basin Finance Journal*, 62, 101292. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101292>
- Shane, S. (1993). Cultural influences on national rates of innovation. *Journal of Business Venturing*, 8(1), 59–73. [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(93\)90011-S](https://doi.org/10.1016/0883-9026(93)90011-S)
- Shenkar, O. (2001). Cultural distance revisited: Towards a more rigorous conceptualization and measurement of cultural differences. *Journal of International Business Studies*, 32(3), 519–535.
- Simon, H. A. (1993). Altruism and economics. *The American Economic Review*, 83(2), 156–161.
- Slangen, A. H. L., & Van Tulder, R. J. M. (2009). Cultural distance, political risk, or governance quality? Towards a more accurate conceptualization and measurement of external uncertainty in foreign entry mode research. *International Business Review*, 18(3), 276–291. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2009.02.014>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.

- Steensma, H. K., Marino, L., Weaver, K. M., & Dickson, P. H. (2000). The influence of national culture on the formation of technology alliances by entrepreneurial firms. *Academy of Management Journal*, 43(5), 951–973. <https://doi.org/10.5465/1556421>
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71(3), 393–410.
- Stone, A., Levy, B., & Paredes, R. (1996). Public institutions and private transactions: a comparative analysis of the legal and regulatory environment for business transactions in Brazil and Chile. *Empirical Studies in Institutional Change*, 95–128.
- Sundararajan, V., & Errico, L. (2002). Islamic financial institutions and products in the global financial system: key issues in risk management and challenges ahead. *IMF Working Paper*, 2, No. 192, 28.
- Suzuki, Y., & Miah, M. D. (2016). Altruism, reciprocity and Islamic equity finance. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-09-2014-0091>
- Tang, L., & Koveos, P. E. (2008). A framework to update Hofstede's cultural value indices: economic dynamics and institutional stability. *Journal of International Business Studies*, 39(6), 1045–1063. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400399>
- Thompson, J. D., Zald, M. N., & Scott, W. R. (2017). *Organizations in action: Social science bases of administrative theory*. Routledge. <https://doi.org/10.4324/9781315125930>
- Triandis, H. C. (1993). Collectivism and individualism as cultural syndromes. *Cross-Cultural Research*, 27(3–4), 155–180. <https://doi.org/10.1177/106939719302700301>
- Ullah, S., Akhtar, P., & Zaefarian, G. (2018). Dealing with endogeneity bias: The generalized method of moments (GMM) for panel data. *Industrial Marketing Management*, 71(November), 69–78. <https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2017.11.010>
- Usmani, M. T. (1999). The Concept of Musharakah and Its Application as an Islamic Method of Financing. *Arab Law Quarterly*, 203–220.
- Van Greuning, H., & Iqbal, Z. (2008). *Risk analysis for Islamic banks*. World Bank Publications.
- Warninda, T. D., Ekaputra, I. A., & Rokhim, R. (2019). Do Mudarabah and Musharakah financing impact Islamic Bank credit risk differently? *Research in International Business and Finance*, 49, 166–175. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.03.002>
- Weill, L. (2010). Does corruption hamper bank lending? Macro and micro evidence. *Empirical Economics* 2010 41:1, 41(1), 25–42. <https://doi.org/10.1007/S00181-010-0393-4>
- Weill, L. (2011). How corruption affects bank lending in Russia. *Economic Systems*, 35(2), 230–243. <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2010.05.005>

- Weingast, B. R. (1995). The economic role of political institutions: Market-preserving federalism and economic development. *JL Econ. & Org.*, 11, 1.
- Williamson, O. E. (1979). Transaction-cost economics: the governance of contractual relations. *The Journal of Law and Economics*, 22(2), 233–261.
- Williamson, O. E. (1985). Reflections on the new institutional economics. *Zeitschrift Für Die Gesamte Staatswissenschaft/Journal of Institutional and Theoretical Economics*, H. 1, 187–195.
- Williamson, O. E. (1998). The institutions of governance. *The American Economic Review*, 88(2), 75–79.
- Williamson, O. E. (2000). The new institutional economics: taking stock, looking ahead. *Journal of Economic Literature*, 38(3), 595–613. <https://doi.org/10.1257/jel.38.3.595>
- Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581–606.
- Yeager, T. J. (1999). *Institutions, transition economies, and economic development*. Routledge.
- Zaher, T. S., & Kabir Hassan, M. (2001). A comparative literature survey of Islamic finance and banking. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 10(4), 155–199.
- Zhang, J., Wang, P., & Qu, B. (2012). Bank risk taking, efficiency, and law enforcement: Evidence from Chinese city commercial banks. *China Economic Review*, 23(2), 284–295. <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2011.12.001>

Lampiran 1  
Daftar Nama Bank Syariah

No.	Nama Bank	Alamat Website	Negara
1	AL-ARAFAH ISLAMI BANK LTD.	<a href="https://www.al-arafahbank.com/">https://www.al-arafahbank.com/</a>	Bangladesh
2	EXPORT IMPORT BANK OF BANGLADESH LIMITED	<a href="https://www.eximbankbd.com/">https://www.eximbankbd.com/</a>	
3	FIRST SECURITY ISLAMI BANK LIMITED	<a href="https://fsiblbld.com/">https://fsiblbld.com/</a>	
4	ICB ISLAMIC BANK LIMITED	<a href="https://www.icbislamic-bd.com/">https://www.icbislamic-bd.com/</a>	
5	ISLAMI BANK BANGLADESH LIMITED	<a href="https://www.islamibankbd.com/">https://www.islamibankbd.com/</a>	
6	SHAHJALAL ISLAMI BANK LTD	<a href="https://www.sjiblbld.com/">https://www.sjiblbld.com/</a>	
7	SOCIAL ISLAMI BANK LTD	<a href="https://www.siblbld.com/">https://www.siblbld.com/</a>	
8	UNION BANK LIMITED	<a href="https://www.unionbank.com.bd/">https://www.unionbank.com.bd/</a>	
9	BANK SYARIAH MANDIRI	<a href="https://www.bankbsi.co.id/">https://www.bankbsi.co.id/</a>	Indonesia
10	PT BANK ALADIN SYARIAH TBK	<a href="https://aladinbank.id/">https://aladinbank.id/</a>	
11	PT BANK BCA SYARIAH	<a href="https://www.bcasyariah.co.id/">https://www.bcasyariah.co.id/</a>	
12	PT BANK BNI SYARIAH	<a href="https://www.bankbsi.co.id/">https://www.bankbsi.co.id/</a>	
13	PT BANK JAWA BARAT BANTEN SYARIAH	<a href="https://www.bjbsyariah.co.id/">https://www.bjbsyariah.co.id/</a>	
14	PT BANK MUAMALAT INDONESIA TBK	<a href="https://www.bankmuamalat.co.id/">https://www.bankmuamalat.co.id/</a>	
15	PT BANK PANIN DUBAI SYARIAH TBK	<a href="https://www.paninbanksyariah.co.id/">https://www.paninbanksyariah.co.id/</a>	
16	PT BANK SYARIAH BUKOPIN	<a href="https://www.kbbukopinsyariah.com">https://www.kbbukopinsyariah.com</a>	
17	PT BRI SYARIAH	<a href="https://www.bankbsi.co.id/">https://www.bankbsi.co.id/</a>	
18	PT BANK VICTORIA SYARIAH	<a href="https://www.bankvictoriasyariah.co.id/">https://www.bankvictoriasyariah.co.id/</a>	
19	BANK KESHAVARZI	<a href="https://www.bki.ir/">https://www.bki.ir/</a>	Islamic Republic of Iran
20	BANK PASARGAD	<a href="https://en.bpi.ir/">https://en.bpi.ir/</a>	
21	BANK TEJARAT	<a href="https://www.tejaratbank.ir/">https://www.tejaratbank.ir/</a>	
22	KARAFARIN BANK	<a href="https://www.karafarinbank.ir/">https://www.karafarinbank.ir/</a>	

23	SAMAN BANK	<a href="https://sb24.ir/">https://sb24.ir/</a>	Jordan
24	ISLAMIC INTERNATIONAL ARAB BANK	<a href="https://iiabank.com.jo/">https://iiabank.com.jo/</a>	
25	JORDAN ISLAMIC BANK	<a href="https://www.jordanislamicbank.com/">https://www.jordanislamicbank.com/</a>	
26	SAFWA ISLAMIC BANK	<a href="https://www.safwabank.com/">https://www.safwabank.com/</a>	
27	AHLI UNITED BANK KSC	<a href="https://www.ahliunited.com.kw/">https://www.ahliunited.com.kw/</a>	Kuwait
28	BOUBYAN BANK KSCP	<a href="https://boubyan.bankboubyan.com/">https://boubyan.bankboubyan.com/</a>	
29	KUWAIT FINANCE HOUSE	<a href="https://www.kfh.com/">https://www.kfh.com/</a>	
30	KUWAIT INTERNATIONAL BANK	<a href="https://www.kib.com.kw/">https://www.kib.com.kw/</a>	
31	WARBA BANK	<a href="https://www.warbabank.com/">https://www.warbabank.com/</a>	
32	ALLIANCE ISLAMIC BANK BERHAD	<a href="https://www.alliancebank.com.my/">https://www.alliancebank.com.my/</a>	Malaysia
33	BANK ISLAM MALAYSIA BERHAD	<a href="https://www.bankislam.com/">https://www.bankislam.com/</a>	
34	BANK MUAMALAT MALAYSIA BERHAD	<a href="https://www.muamalat.com.my/">https://www.muamalat.com.my/</a>	
35	CIMB ISLAMIC BANK BERHAD	<a href="https://www.cimb.com/">https://www.cimb.com/</a>	
36	HONG LEONG ISLAMIC BANK BERHAD	<a href="https://www.hlisb.com.my/">https://www.hlisb.com.my/</a>	
37	HSBC AMANAH MALAYSIA BERHAD	<a href="https://www.hsbcamanah.com.my/">https://www.hsbcamanah.com.my/</a>	
38	KUWAIT FINANCE HOUSE (MALAYSIA) BERHAD	<a href="https://www.kfh.com.my/">https://www.kfh.com.my/</a>	
39	MAYBANK ISLAMIC BERHAD	<a href="https://www.maybank.com/">https://www.maybank.com/</a>	
40	OCBC AL-AMIN BANK BERHAD	<a href="https://www.ocbc.com.my/">https://www.ocbc.com.my/</a>	
41	PUBLIC ISLAMIC BANK BERHAD	<a href="https://www.publicislamicbank.com.my/">https://www.publicislamicbank.com.my/</a>	
42	RHB ISLAMIC BANK BERHAD	<a href="https://www.rhbgroup.com/">https://www.rhbgroup.com/</a>	
43	STANDARD CHARTERED SAADIQ BERHAD	<a href="https://www.sc.com/my/saadiq/">https://www.sc.com/my/saadiq/</a>	
44	ALBARAKA BANK (PAKISTAN) LIMITED	<a href="https://www.albaraka.com.pk/">https://www.albaraka.com.pk/</a>	Pakistan
45	BANKISLAMI PAKISTAN LIMITED	<a href="https://bankislami.com.pk/">https://bankislami.com.pk/</a>	
46	DUBAI ISLAMIC BANK PAKISTAN LIMITED	<a href="https://www.dibpak.com/">https://www.dibpak.com/</a>	
47	MCB ISLAMIC BANK LIMITED	<a href="https://www.mcbislamicbank.com/">https://www.mcbislamicbank.com/</a>	
48	MEEZAN BANK LIMITED	<a href="https://www.meezanbank.com/">https://www.meezanbank.com/</a>	

49	DUKHAN BANK (BARWA BANK)	<a href="https://www.barwa.com.qa/">https://www.barwa.com.qa/</a>	Qatar
50	MASRAF AL RAYAN (Q.S.C.)	<a href="https://www.alrayan.com/">https://www.alrayan.com/</a>	
51	QATAR INTERNATIONAL ISLAMIC BANK	<a href="https://www.qiib.com.qa">https://www.qiib.com.qa</a>	
52	QATAR ISLAMIC BANK SAQ	<a href="https://www.qib.com.qa/">https://www.qib.com.qa/</a>	
53	AL RAJHI BANK PUBLIC JOINT STOCK COMPANY	<a href="https://www.alrajhibank.com.sa/">https://www.alrajhibank.com.sa/</a>	Saudi Arabia
54	BANK ALBILAD	<a href="https://www.bankalbilad.com/">https://www.bankalbilad.com/</a>	
55	ABU DHABI ISLAMIC BANK - PUBLIC JOINT STOCK CO.	<a href="https://www.adib.ae/">https://www.adib.ae/</a>	United Arab Emirates
56	AJMAN BANK	<a href="https://www.ajmanbank.ae/">https://www.ajmanbank.ae/</a>	
57	DUBAI ISLAMIC BANK PJSC	<a href="https://www.dib.ae/">https://www.dib.ae/</a>	
58	EMIRATES ISLAMIC BANK PJSC	<a href="https://www.emiratesislamic.ae/">https://www.emiratesislamic.ae/</a>	
59	NOOR BANK	<a href="https://www.dib.ae/">https://www.dib.ae/</a>	
60	SHARJAH ISLAMIC BANK	<a href="https://www.sib.ae/">https://www.sib.ae/</a>	

Data Rata-rata Proporsi *Debt-based Financing* dan *Equity-based Financing* pada Bank Syariah Lintas Negara pada tahun 2011 - 2019

Nama Negara	Mudharabah	Musyarakah	Murabahah	Lainnya	Equity-based Financing <sup>1</sup>	Debt-based Financing
Bangladesh	0.01	0.00	0.35	0.64	0.01	0.99
Indonesia	0.07	0.32	0.57	0.05	0.39	0.61
Iran	0.07	0.65	0.11	0.17	0.72	0.28
Jordan	0.00	0.00	0.73	0.27	0.01	0.99
Kuwait	0.00	0.00	0.77	0.23	0.00	1.00
Malaysia	0.00	0.11	0.24	0.65	0.12	0.88
Pakistan	0.00	0.45	0.19	0.36	0.45	0.55
Qatar	0.00	0.01	0.71	0.28	0.02	0.98
Saudi Arabia	0.00	0.02	0.19	0.79	0.02	0.98
United Arab Emirates	0.04	0.01	0.44	0.51	0.05	0.95
<b>Average</b>	0.02	0.16	0.43	0.39	0.18	0.82

<sup>1</sup> *Equity-based financing* terdiri dari pembiayaan *mudharabah* dan *musharakah* dengan memasukkan pembiayaan *musharakah mutanaqishah*

Lampiran 3  
Data Indeks *National Culture* Hofstede

Nama Negara	Kawasan	Power Distance	Individualism	Uncertainty Avoidance
Bangladesh	Asia Selatan	80	20	60
Indonesia	Asia Tenggara	78	14	48
Iran	Timur Tengah	58	41	58
Jordan	Timur Tengah	70	30	65
Kuwait	Timur Tengah	90	25	80
Malaysia	Asia Tenggara	100	26	36
Pakistan	Asia Selatan	55	14	70
Qatar	Timur Tengah	93	25	80
Saudi Arabia	Timur Tengah	95	25	80
United Arab Emirates	Timur Tengah	90	25	80

Lampiran 4  
Data *World Governance Index*

Nama Negara	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Rata-rata
Bangladesh	-0.85	-0.89	-0.92	-0.79	-0.82	-0.81	-0.82	-0.81	-0.82	-0.83
Indonesia	-0.45	-0.38	-0.34	-0.22	-0.29	-0.18	-0.17	-0.15	-0.17	-0.26
Iran	-1.13	-1.10	-1.12	-1.00	-0.91	-0.83	-0.85	-1.02	-1.14	-0.99
Jordan	-0.10	-0.11	-0.14	-0.08	-0.08	-0.07	-0.08	-0.10	-0.10	-0.10
Kuwait	0.08	-0.06	-0.08	-0.17	-0.22	-0.19	-0.19	-0.10	-0.04	-0.11
Malaysia	0.29	0.31	0.36	0.48	0.38	0.32	0.28	0.48	0.43	0.37
Pakistan	-1.18	-1.16	-1.12	-1.02	-1.01	-1.03	-0.97	-0.97	-0.99	-1.04
Qatar	0.52	0.68	0.68	0.54	0.52	0.48	0.35	0.36	0.40	0.50
Saudi Arabia	-0.48	-0.35	-0.34	-0.29	-0.35	-0.21	-0.26	-0.24	-0.23	-0.30
United Arab Emirates	0.52	0.57	0.62	0.67	0.66	0.65	0.65	0.65	0.65	0.63

Lampiran 5  
Data *Legal Origin*

<b>Nama Negara</b>	<b>Legal Origin</b>	<b>Kategori</b>
Bangladesh	Muslim/Common Law	1
Indonesia	Civilist/Muslim/Customary	0
Iran	Muslim/Civilist	0
Jordan	Muslim/Civilist	0
Kuwait	Muslim/Common Law	1
Malaysia	Muslim/Common Law/Customary	1
Pakistan	Muslim/Common Law	1
Qatar	Muslim/Civil Law	0
Saudi Arabia	Muslim/Common Law	1
United Arab Emirates	Muslim/Civil Law	0