

---

**PENGARUH VARIABEL MAKROEKONOMI TERHADAP NILAI AKTIVA BERSIH REKSADANA SYARIAH DAN KONVENSIONAL DI INDONESIA**

**Muhammad Ircham Faisal<sup>1</sup>, Ranti Wiliasih<sup>2</sup>**

Departemen Ilmu Ekonomi Syariah IPB University

Irchamjames@gmail.com, ranti\_w@apps.ipb.ac.id

Masuk: September 2022	Penerimaan: September 2022	Publikasi: September 2022
-----------------------	----------------------------	---------------------------

**ABSTRAK**

Perbedaan Reksadana syariah dan Reksadana konvensional yaitu adanya tahap *screening and cleansing* serta tidak diperbolehkannya berinvestasi kedalam efek yang tidak sesuai syariat Islam diduga memiliki dampak terhadap merespon perubahan variabel makroekonomi yang ada. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh variabel makroekonomi yaitu suku bunga, nilai tukar, indeks harga saham gabungan, jumlah uang beredar dan produk domestik bruto terhadap Nilai Aktiva Bersih (NAB) Reksadana syariah dan konvensional. Metode yang digunakan adalah *Vector Error Correction Model* (VECM). Hasil penelitian menunjukkan bahwa suku bunga, nilai tukar, indeks harga saham gabungan dan jumlah uang beredar berpengaruh signifikan dalam jangka panjang terhadap nilai aktiva bersih Reksadana syariah, sedangkan nilai aktiva bersih reksadana konvensional hanya dipengaruhi produk domestik bruto dalam jangka panjang. Dampak negatif PDB terhadap NAB reksadana syariah menunjukkan bahwa Reksadana syariah berakar kuat pada sektor riil.

**Kata kunci:** NAB; Reksadana Syariah; Reksadana Konvensional; VECM

**ABSTRACT**

*The difference between the sharia and conventional mutual funds is that there is a screening and cleansing stage and it is not permissible to invest in securities that are not in accordance with Islamic law that expected to have an impact to response macroeconomics variable. This study aims to analyze the effect of macroeconomic variables, namely interest rates, exchange rates, composite stock price index, money supply and gross domestic product on the Net Asset Value (NAV) of Islamic and conventional mutual funds. The method used is the Vector Error Correction Model (VECM). The results show that interest rates, exchange rates, joint stock price index and money supply have a significant long-term effect on the net asset value of Islamic mutual funds, while the net asset value of conventional mutual funds is only affected by gross domestic product in the long run.*

**Keywords:** Sharia Mutual Funds; Conventional Mutual Funds; NAV; VECM

**A. PENDAHULUAN**

Berdasarkan Undang-Undang No.8 tahun 1995 pasal 1 ayat 27 tentang Pasar Modal Indonesia, reksadana adalah tempat pengumpulan dana milik masyarakat pemilik modal yang dikelola dalam investasi berbagai efek pada suatu portofolio yang dikelola oleh manajer

investasi. Reily dan Brown (2002) menjelaskan Reksadana adalah lembaga yang menghimpun uang dari para pemegang unit dan kemudian menginvestasikannya dalam berbagai surat berharga, seperti saham, obligasi dan pasar uang. Reksadana merupakan pilihan tepat bagi investor pemula yang tidak memiliki banyak waktu. Reksadana dianggap sebagai alternatif yang tepat bagi masyarakat yang tidak memiliki waktu, pengalaman serta keahlian dalam berinvestasi di pasar modal dikarenakan investasi Reksadana dikelola oleh manajer investasi yang profesional (Hidayat, 2011).

Pada tahun 1997 PT. Danareksa menerbitkan Reksadana Syariah yang memiliki nama Danareksa Syariah. Pada tahun 2001 Majelis Ulama Indonesia (MUI) mengeluarkan Fatwa DSN – MUI No 20/DSN MUI/IX/2001 tentang Reksadana Syariah. Masruroh (2014) menyebutkan bahwa Reksadana Syariah tidak berinvestasi dengan emiten dalam sektor atau aktivitas yang bertentangan dengan syariat Islam.

Dalam periode 2017-2021, reksadana menunjukkan perkembangan yang pesat. Hal ini dilihat dari perkembangan jumlahnya yang naik signifikan (Lihat Tabel 1). Ada banyak faktor yang mempengaruhi perkembangan Reksadana. Dalam menganalisis kinerja dan perkembangan reksadana, investor biasanya menggunakan Nilai Aktiva Bersih (NAB) sebagai indikator. Nilai Aktiva Bersih merupakan salah satu indeks dalam melihat perkembangan investasi reksadana oleh investor. NAB adalah jumlah aktiva setelah dikurangi kewajiban yang ada (Alwi, 2005). Otoritas Jasa Keuangan (OJK) (2019) menjelaskan NAB merupakan gabungan dari seluruh portofolio efek dari suatu Reksadana dikurangi seluruh kewajibannya. Pertumbuhan dan perkembangan jumlah Reksadana dan NAB 2017-2021 terlihat pada Tabel 1 dibawah ini.

**Tabel 1. Pertumbuhan Jumlah Reksadana dan Pertumbuhan Jumlah Nilai Aktiva Bersih Reksadana 2017-2021**

Tahun	Jumlah Reksadana			Perbandingan NAB (Rp. Miliar)		
	Syariah	Persen	Konvensional	Syariah	Persen	Total
2017	182	33,8	1.595	28.311,77	89	429.194,80
2018	224	23	1.875	34.491,17	21,8	470.899,13
2019	265	18,3	1.916	53.735,58	55,7	488.460,78
2020	289	9	1.930	74.367,44	38	499.174,70
2021	284	-1,7	1.909	44.004,18	-4,08	534.434,11

Sumber: Otoritas Jasa Keuangan (OJK) 2021

Pada bulan Maret 2020 terjadi pandemi COVID-19 yang menyebabkan kondisi perekonomian Indonesia menjadi menurun akibat *lockdown*, sehingga aktivitas perekonomian tidak bisa berjalan seperti biasa, banyak usaha yang tutup dan juga banyak terjadi pemutusan kerja. Krisis pandemi Covid-19 tersebut berdampak pada pertumbuhan NAB Reksadana Syariah yang turun -4,08% pada tahun 2021.

NAB Reksadana baik syariah maupun konvensional dipengaruhi oleh variabel makroekonomi lain. Nada dan Darmawan (2019) menjelaskan secara simultan *fund age*, *BI Rate*, nilai tukar, dan *Jakarta Islamic Index* berpengaruh terhadap nilai aktiva bersih Reksadana saham syariah di Indonesia secara parsial semua variabel berpengaruh positif.

Secara prinsip, perbedaan utama antara Reksadana Syariah dengan Reksadana Konvensional adalah pada tahapan *screening and cleansing*. Reksadana Konvensional yang dalam menjalankan investasinya tidak melakukan *screening and cleansing* dan juga bebas berinvestasi di semua emiten atau efek, tanpa memperhatikan apakah bisnis yang dijalankan emiten tersebut bertentangan dengan syariat Islam, perbedaan prinsip ini menjadi dasar penelitian ini.

Tahun 2020 pertumbuhan PDB Indonesia berada di angka -2,07% dari yang sebelumnya selama periode 2017-2019 pertumbuhan PDB selalu berada di angka 5%. Dalam periode tersebut Reksadana Konvensional tetap mencatatkan pertumbuhan sebesar 7,06%. Berdasarkan Tabel 1 peningkatan terjadi pada NAB Reksadana Konvensional dan sebaliknya terjadi penurunan pada NAB reksadana syariah.

Berdasarkan fatwa DSN MUI No. 20/DSN-MUI/IV/2001, Reksadana syariah berjalan berdasarkan dengan aturan syariah. Reksadana Syariah dan Reksadana Konvensional memiliki perbedaan paling mendasar dalam tahap *screening and cleansing* sesuai dengan fatwa yang dikeluarkan DSN (Putriana, 2017). Sebenarnya Reksadana Syariah dan konvensional bertujuan sama yaitu memperoleh keuntungan. Namun, Reksadana Konvensional memiliki unsur tidak sesuai berdasarkan syariat Islam (Hidayat, 2011).

Beberapa penelitian terdahulu terkait pengaruh variabel makroekonomi terhadap reksadana syariah dan konvensional pada periode 2017-2021 diantaranya dilakukan oleh Gumilang dan Herlambang (2017) melihat faktor - faktor yang memengaruhi Nilai Aktiva Bersih Reksadana *Manulife* Syariah Sektor Amanah menggunakan metode regresi linier berganda. Hasilnya adalah suku bunga dan risiko *unsystematic* pasar terhadap NAB

Reksadana berpengaruh secara simultan signifikan. Pengaruh suku bunga kepada NAB Reksadana secara parsial signifikan.

Brahim (2021) melihat Nilai Aktiva Bersih Reksadana Konvensional dan Syariah menggunakan metode yang berbeda yaitu *Autoregressive Distributed Lag* (panel-ARDL). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dalam jangka panjang keseluruhan variabel makroekonomi, *fund characteristic* dan *Asset Under Management* tidak berpengaruh kepada NAB Reksadana syariah, dan dalam jangka pendek variabel yang berpengaruh terhadap NAB adalah harga.

Sementara itu, Nada dan Darmawan (2019) melihat pengaruh *Fund Age*, *BI Rate*, *Exchange Rate*, dan *Jakarta Islamic index* pada *Net Asset Value* di *Islamic Equity Mutual Fund Indonesia* dengan menggunakan data panel dengan uji Chow Uji Hausman, Uji *Lagrange Multiplier*. Hasilnya, secara simultan *fund age*, *BI Rate*, nilai tukar, dan *Jakarta Islamic Index* berpengaruh kepada nilai aktiva bersih Reksadana saham syariah di Indonesia, secara parsial semua variabel memiliki pengaruh positif, namun kurs tidak berpengaruh. Nada dan Darmawan (2019) melihat faktor yang memengaruhi NAB menggunakan teknik analisis *Vector Auto Regressive (VAR) / Vector Error Correction Model (VECM)*. Hasil Estimasi VECM dalam jangka panjang faktor yang berpengaruh signifikan kepada NAB adalah variabel IHSG serta tingkat imbal hasil. Dari uji Kausalitas Granger, inflasi dan tingkat pengembalian berpengaruh signifikan kepada NAB, sedangkan variabel lainnya tidak memiliki pengaruh.

Muslim (2018) melihat pengaruh Produk Domestik Bruto, Sertifikat Bank Indonesia Syariah dan Indeks Harga Saham Gabungan terhadap Nilai Aktiva Bersih Reksadana Syariah di Indonesia dengan menggunakan metode analisis regresi linier berganda. Hasil dari penelitian berikut menunjukkan bahwa PDB positif tidak signifikan terhadap nilai aktiva bersih reksadana syariah, IHSG berpengaruh negatif tidak signifikan kepada NAB Reksadana syariah, Sertifikat Bank Syariah Indonesia (SBIS) berpengaruh positif dan signifikan kepada nilai aktiva bersih reksadana syariah, untuk pengujian secara simultan semua variabel berpengaruh positif signifikan kepada NAB reksadana.

Berdasarkan hal tersebut, maka penelitian ini akan mengkaji pengaruh variabel makroekonomi terhadap NAB reksadana syariah dan reksadana konvensional di Indonesia, dengan tujuan sebagai berikut:

1. Mengidentifikasi pengaruh variabel makroekonomi (suku bunga, nilai tukar

- USD/IDR, IHSG, jumlah uang beredar, PDB) terhadap NAB reksadana syariah.
2. Mengidentifikasi pengaruh variabel makroekonomi (suku bunga, nilai tukar USD/IDR, IHSG, jumlah uang beredar, PDB) terhadap NAB reksadana konvensional.
  3. Mengidentifikasi respon reksadana syariah dan konvensional dalam menghadapi guncangan variabel makroekonomi.
  4. Mengidentifikasi guncangan variabel makroekonomi terhadap kinerja reksadana syariah dan konvensional.

## B. METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dan menggunakan data sekunder yang bersumber dari *website* Badan Pusat Statistik (BPS), Otoritas Jasa Keuangan (OJK) serta Bank Indonesia (BI) dengan data bulanan periode Januari 2017 – Desember 2021. Jenis dan sumberdata untuk penelitian terdapat di Tabel 2 berikut.

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

No	Jenis Data	Sumber Data	Satuan
1	Data NAB Reksadana Syariah dan Reksadana Konvensional	OJK	Rupiah
2	Data Suku Bunga	BI	Persen
3	Data Nilai Tukar Rupiah	BI	Rupiah
4	Data IHSG	OJK	Rupiah
5	Data Jumlah Uang Beredar	BPS	Rupiah
6	Data PDB	BPS	Rupiah

Sumber : Data diolah, 2021

Dalam menganalisis variabel makroekonomi terhadap NAB reksadana syariah dan reksadana konvensional, penelitian ini memakai metode *Vector Error Correction Model* (VECM). Metode VECM digunakan jika variabel dalam model tidak stasioner di data level melainkan di *first difference* dan memiliki hubungan jangka panjang (kointegrasi). Tahapan pengujian dalam penelitian ini adalah tahapan-tahapan pengujian yang harus dilakukan dalam menentukan metode analisis data dalam penelitian ini yaitu, *Vector autoregression* (VAR), uji Stasioneritas, uji *lag* optimum, uji stabilitas VAR, uji kointegrasi, uji *Vector Error Correction Model* (VECM), uji *Impulse Response Function* (IRF), serta uji *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD). Metode VECM digunakan jika variabel dalam

model tidak stasioner di data level melainkan di *first difference* dan memiliki hubungan jangka panjang (kointegrasi).

Model penelitian dibuat dengan matriks model VECM seperti berikut:

$$\begin{bmatrix} \Delta RDSYAR_t \\ \Delta CB_t \\ \Delta KURS_t \\ \Delta IHSG_t \\ \Delta JUB_t \\ \Delta PDB_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} a^{10} \\ a^{20} \\ a^{30} \\ a^{40} \\ a^{50} \\ a^{60} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} a^{11} & a^{12} & a^{13} \\ a^{21} & a^{22} & a^{23} \\ a^{31} & a^{32} & a^{33} \\ a^{41} & a^{42} & a^{43} \\ a^{51} & a^{52} & a^{53} \\ a^{51} & a^{52} & a^{53} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \Delta RDSYAR_{t-1} \\ \Delta CB_{t-1} \\ \Delta KURS_{t-1} \\ \Delta IHSG_{t-1} \\ \Delta JUB_{t-1} \\ \Delta PDB_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} a_{1t} \\ a_{2t} \\ a_{3t} \\ a_{4t} \\ a_{5t} \\ a_{6t} \end{bmatrix}$$

**Gambar 1. Model Reksadana Syariah**

Keterangan:

- RDSYAR : Log dari NAB Reksadana Syariah (persen)  
 CB : Suku bunga (persen)  
 KURS : Log dari nilai tukar rupiah (persen)  
 IHSG : Log dari IHSG (persen)  
 JUB : Log dari jumlah uang beredar (persen)  
 PDB : Log dari PDB (persen)

$$\begin{bmatrix} \Delta RDKON_t \\ \Delta CB_t \\ \Delta KURS_t \\ \Delta IHSG_t \\ \Delta JUB_t \\ \Delta PDB_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} a^{10} \\ a^{20} \\ a^{30} \\ a^{40} \\ a^{50} \\ a^{60} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} a^{11} & a^{12} & a^{13} \\ a^{21} & a^{22} & a^{23} \\ a^{31} & a^{32} & a^{33} \\ a^{41} & a^{42} & a^{43} \\ a^{51} & a^{52} & a^{53} \\ a^{51} & a^{52} & a^{53} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \Delta RDKON_{t-1} \\ \Delta CB_{t-1} \\ \Delta KURS_{t-1} \\ \Delta IHSG_{t-1} \\ \Delta JUB_{t-1} \\ \Delta PDB_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} a_{1t} \\ a_{2t} \\ a_{3t} \\ a_{4t} \\ a_{5t} \\ a_{6t} \end{bmatrix}$$

**Gambar 2. Model Reksadana Konvensional**

Keterangan:

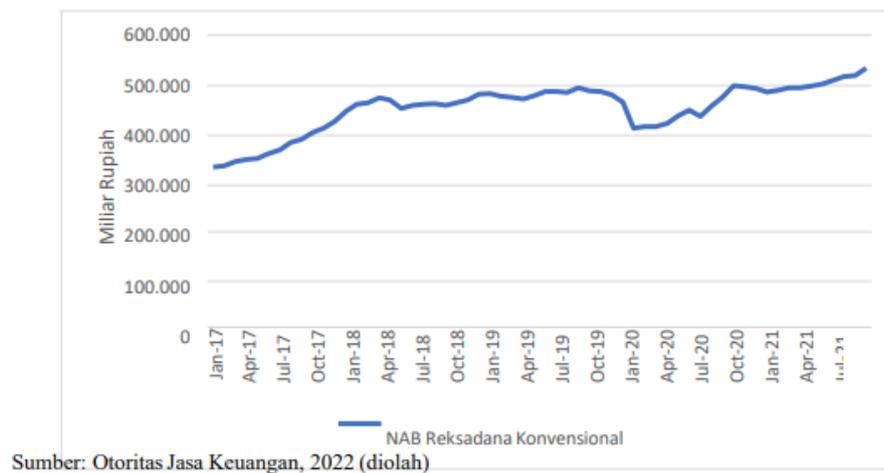
- RDKON : Log dari NAB Reksadana Konvensional (persen)  
 CB : Suku bunga (persen)  
 KURS : Log dari nilai tukar rupiah (persen)  
 IHSG : Log dari IHSG (persen)  
 JUB : Log dari jumlah uang beredar (persen)  
 PDB : Log dari PDB (persen)

Variabel penelitian ini terdiri dari variabel dependen dan variabel independen. Variabel dependen adalah NAB reksadana sebagai indikator kinerja reksadana, dimana

jumlah aktiva dikurang kewajiban (Alwi, 2005). Variabel independen terdiri dari suku bunga, nilai tukar, IHSG, jumlah uang beredar dan PDB. Suku bunga merupakan pembayaran bunga untuk suatu pinjaman berbentuk persentase bunga untuk biaya pinjaman (Karl dan Fair, 2001.) IHSG merupakan gabungan harga seluruh saham dari emiten yang beroperasi di Indonesia. Nilai tukar yang digunakan dalam penelitian ini adalah nilai tukar nominal, jumlah uang beredar yang digunakan dalam penelitian ini adalah jumlah uang beredar luas (M2), PDB yang digunakan dalam penelitian ini adalah PDB rill.

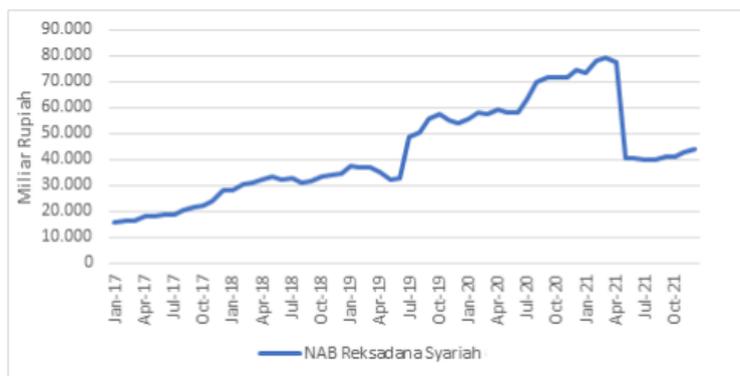
## C. HASIL DAN PEMBAHASAN

### 1. Perkembangan NAB Reksadana Syariah/Konvensional dan Variabel Makroekonomi



Gambar 3 Data NAB Reksadana Konvensional

Reksadana Konvensional memiliki tren positif. Selama periode 2017-2020, dan mengalami kenaikan sebesar 19% atau 105.239,31 Miliar Rupiah (Gambar 3) . Hal sebaliknya terjadi pada reksadana syariah yang memiliki tren menurun sebagaimana Gambar 4.

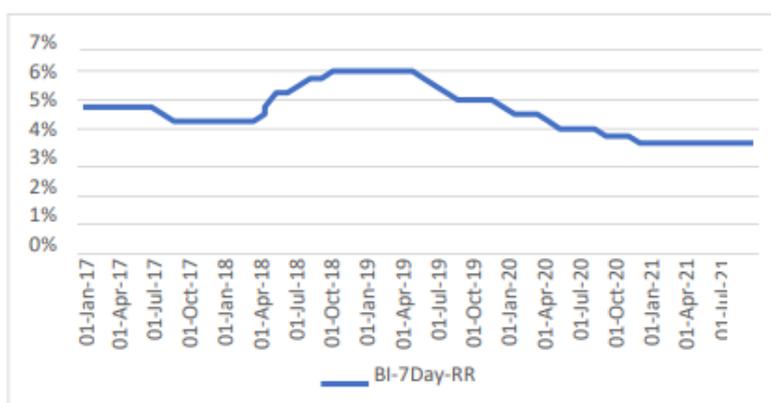


Sumber: Otoritas Jasa Keuangan, 2022 (diolah)

Gambar 4 Data NAB Reksadana Syariah

Reksadana Syariah yang menunjukkan tren menurun pada tahun 2021 dapat dijelaskan dari karakteristik instrumen keuangan syariah yang berhubungan langsung dengan sektor riil, termasuk reksadana syariah. Pada saat terjadinya pandemi COVID-19 sektor riil memang menurun dan ini dicerminkan oleh tren reksadana syariah yang menurun.

Selanjutnya akan diidentifikasi perkembangan dari masing-masing variabel penelitian yaitu suku bunga, Kurs, IHSG, jumlah uang beredar, dan PDB.



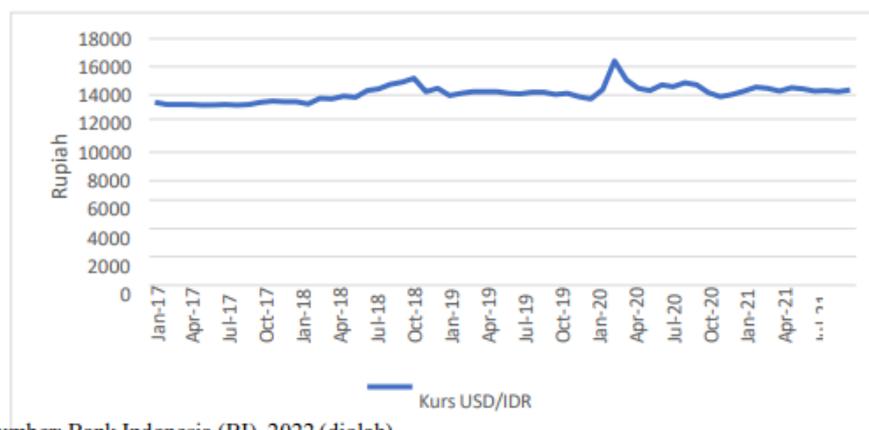
Sumber: Badan Pusat Statistik, 2022 (diolah)

Gambar 5 Data Suku Bunga Bank Indonesia (BI Rate)

Suku bunga memiliki tren negatif/menurun sebagaimana Gambar 5. Penurunan suku bunga yang dilakukan Bank Indonesia untuk mendorong pemulihan ekonomi nasional. Saat rapat Dewan Gubernur BI pada bulan Februari 2021, Bank Sentral melakukan pelonggaran uang muka 0% untuk kredit kendaraan bermotor dan juga rasio

*Loan To Value* (LTV) untuk kredit kepemilikan rumah tangga hingga 100 persen. Hal-hal tersebut mengakibatkan suku bunga menurun.

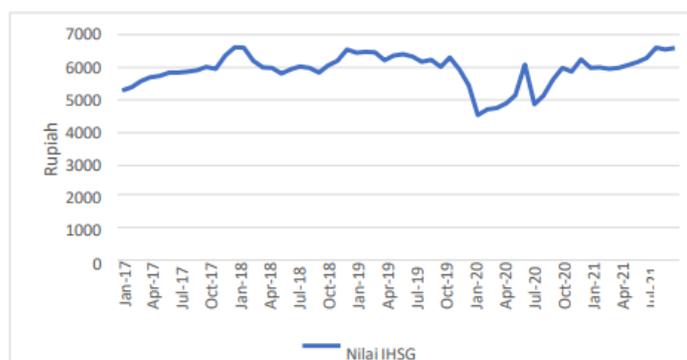
Pergerakan *kurs* IDR/USD terlihat cukup fluktuatif terutama pada bulan Oktober 2018 dan April 2020. Pada periode Oktober 2018 sedang terjadi ketidakpastian pasar keuangan di Eropa akibat isu *Brexit* dan isu defisit anggaran Italia sehingga Dollar AS menguat. Pada periode maret 2020 - April 2020 saat awal pandemi COVID-19 rupiah meningkat namun pada bulan berikutnya rupiah kembali menurun dan menunjukkan tren yang lebih stabil. (Lihat Gambar 6)



Sumber: Bank Indonesia (BI), 2022 (diolah)

Gambar 6 Kurs rupiah terhadap Dollar Amerika

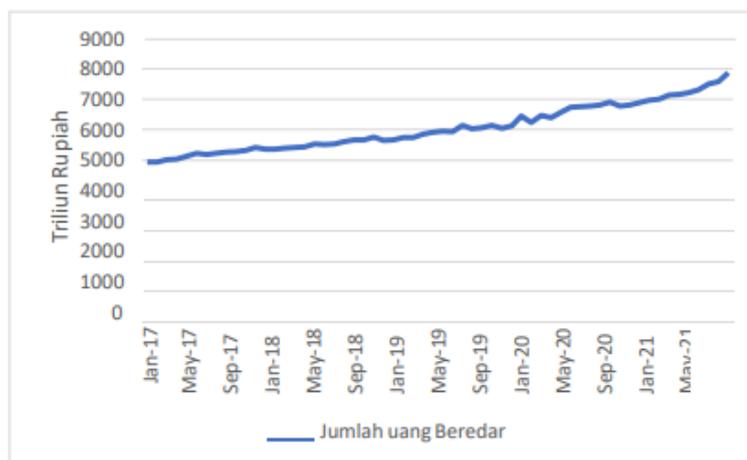
Dampak dari adanya COVID-19 mengakibatkan IHSG menurun drastis saat periode Maret-April 2021 (Gambar 7). Selain faktor COVID-19 beberapa faktor lain juga memengaruhi pergerakan IHSG.



Sumber: Bursa Efek Indonesia (BEI), 2022 (diolah)

Gambar 7 Grafik Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Untuk membantu meningkatkan daya beli Bank Indonesia meningkatkan jumlah uang beredar di masyarakat. Ini tercermin dari tren jumlah uang beredar yang memiliki tren positif sebagaimana Gambar 8 di bawah ini.



Sumber: Badan Pusat Statistik (BPS), diolah (2022)

Gambar 8 Grafik Jumlah Uang Beredar



Sumber: Badan Pusat Statistik, 2022 (diolah)

Gambar 9 Grafik Produk Domestik Bruto (PDB)

Pada kuartal kedua tahun 2020 PDB Indonesia mengalami tren negatif akibat pandemi COVID-19, namun memasuki tahun 2021 PDB Indonesia mengalami tren positif, akibat kebijakan pelonggaran karantina wilayah serta kembali berjalannya kegiatan ekonomi yang mulai berangsur normal. Kondisi ini ditunjukkan oleh Gambar 9 di atas.

## 2. Hasil Estimasi *Vector Error Correction Model* (VECM)

Hasil analisis dengan metode VECM dapat menjelaskan variabel yang berpengaruh dalam jangka pendek maupun jangka panjang terhadap Nilai Aktiva Bersih Reksadana Syariah dan Reksadana Konvensional. Hasil uji dinyatakan signifikan apabila nilai t-statistik lebih besar daripada t-tabel.

**Tabel 3. Hasil Uji Estimasi VECM Model Reksadana Syariah**

Jangka Panjang		
Variabel	Koefisien	t-statistik
CB*	0.986272	4.02134
KURS*	-36.50433	-6.87081
IHSG*	-3.750641	-2.17282
JUB*	10.04165	3.31462
PDB	-6.640232	-1.12955
Jangka Pendek		
Variabel	Koefisien	t-statistik
CointEq1	0.011415	0.51426
CB(-1)	0.012680	0.11565
KURS(-1)	-0.536094	-0.74570
IHSG(-1)	0.147894	0.50221
JUB(-1)	0.104744	0.09335
PDB(-1)	-1.859733	-1.89567

Tanda (\*) menunjukkan signifikan pada tingkat 5%.

Hasil analisis pada Tabel 3 memperlihatkan variabel suku bunga, nilai tukar, Indeks Harga Saham Gabungan, Jumlah Uang Beredar berpengaruh signifikan dalam jangka panjang, tidak ada variabel yang signifikan dalam jangka pendek.

**Tabel 4. Hasil Uji Estimasi VECM Model Reksadana Konvensional**

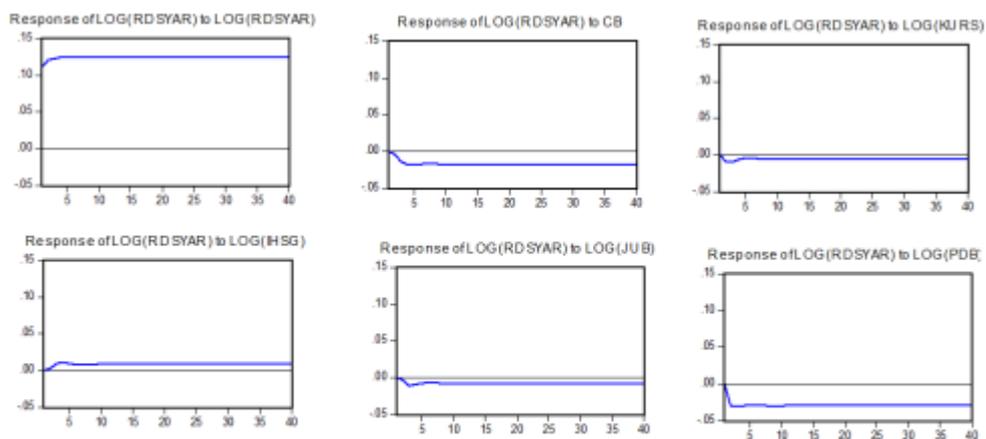
Jangka Panjang		
Variabel	Koefisien	t-statistik
CB	-0.039123	-1.12514
KURS	-0.541954	-0.72739
IHSG	-0.066821	-0.31589
JUB	-0.583304	-1.39809
PDB*	-1.466139	-2.21316
Jangka Pendek		
Variabel	Koefisien	t-statistik
CointEq1	-0.056206	-0.99921
CB(-1)	0.005451	0.21139
CB(-2)	0.026031	1.07112
KURS(-1)	0.111706	0.62246
KURS(-2)	0.108079	0.83255
IHSG (-1)	-0.170954	-1.95130
IHSG(-2)	-0.015541	-0.17049
JUB(-1)	0.725411	0.37733
JUB(-2)	0.746621	0.29664
PDB(-1)	-0.103459	-0.49483
PDB(-2)	-0.258703	-1.20378

Tabel 4 menjelaskan variabel PDB berpengaruh negatif signifikan dalam jangka panjang dan tidak ada variabel yang signifikan dalam jangka pendek. PDB berpengaruh negatif signifikan dalam jangka panjang sebesar 1.466139 yang artinya apabila PDB naik

sebesar 1% NAB Reksadana Konvensional akan turun sebesar 1.466139 persen dengan asumsi ceteris paribus.

### 3. Pengaruh Guncangan Variabel Makroekonomi Kepada Nilai Aktiva Bersih NAB Reksadana Syariah dan Konvensional.

Analisis *Impulse Response Function* (IRF) digunakan untuk mengetahui informasi tentang respon perubahan dan kekuatan suatu variabel dengan variabel lainnya terhadap guncangan (*shock*) pada *lag* tertentu. Analisis ini juga dapat mengukur guncangan yang terjadi di masa ini dan di masa depan sebesar satu standar deviasi. Dengan menggunakan standar Cholesky *decomposition* untuk jangka waktu 40 bulan kedepan, hasil yang didapatkan terlihat di bawah ini (Gambar 10).



Gambar 10 Hasil Uji IRF Model NAB Reksadana Syariah

Hasil analisis IRF menunjukkan guncangan dari NAB Reksadana Syariah yang direspon positif oleh variabel itu sendiri. Guncangan NAB Reksadana Syariah sebesar satu standar deviasi saat bulan pertama mengakibatkan NAB Reksadana Syariah naik sebesar 0.111090 persen, dan juga terus meningkat sampai dengan bulan ketiga, dan terjadi peningkatan respon hingga bulan ke 13 sebesar 0.124660 dan menurun dibulan ke 15 sebesar 0.124657, dan menggapai titik keseimbangan pada bulan ke 17 dengan respon positif sebesar 0.124660.

Suku bunga tidak menimbulkan guncangan pada bulan pertama. Pada bulan kedua guncangan direspon negatif oleh NAB Reksadana Syariah sebesar 0.004589 yang artinya NAB Reksadana Syariah dapat menurun diangka 0.004589 pada saat suku bunga satu standar deviasi. Pada bulan ke-7 guncangan merespon negatif sebesar 0.016835 dan terus

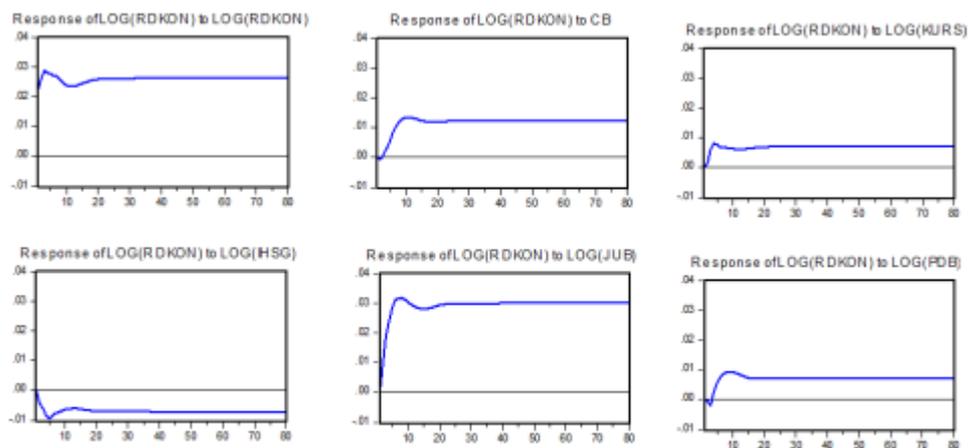
menurun sampai bulan ke-17 dengan respon negatif 0.017476 hingga akhirnya terjadi penurunan dan menggapai titik keseimbangan pada bulan ke-26 dengan respon negatif sebesar 0.017474.

Seperti Suku Bunga, variabel kurs pada bulan pertama juga tidak menimbulkan guncangan. Pada bulan kedua guncangan kurs direspon negatif oleh NAB Reksadana Syariah sebesar 0.009871, sehingga mengakibatkan NAB Reksadana Syariah turun sebesar 0.009871 persen saat kurs satu standar deviasi. Guncangan menurun pada bulan ke-9 dengan respon negatif sebesar 0.005581 dan terus menurun sampai bulan ke-12 dengan respon negatif sebesar 0.005360 dan pada akhirnya meningkat dan mencapai keseimbangan pada bulan ke-18 dengan respon negatif sebesar 0.005398.

Pada bulan pertama variabel IHSG tidak menimbulkan guncangan, pada bulan kedua guncangan direspon secara positif sebesar 0.002763 yang artinya NAB Reksadana Syariah naik sebesar 0.002763 saat IHSG satu standar deviasi. Guncangan terus meningkat sampai bulan keempat guncangan direspon positif oleh NAB Reksadana Syariah sebesar 0.010871. Guncangan terus menurun hingga pada bulan ke-14 guncangan direspon secara positif sebesar 0.008631 hingga akhirnya guncangan terus meningkat dan mencapai keseimbangan pada bulan ke-19 dengan respon positif sebesar 0.008645.

Jumlah uang beredar tidak memberikan respon pada bulan pertama sehingga tidak ada guncangan. Pada bulan kedua guncangan direspon secara negatif sebesar -0.003141 yang artinya, NAB Reksadana Syariah turun 0.003141 saat jumlah uang beredar satu standar deviasi. Pada bulan ketiga guncangan direspon secara negatif sebesar 0.011046 dan terus menurun hingga bulan ke-13 dengan respon negatif sebesar 0.011046. Guncangan terus menurun hingga mencapai keseimbangan pada bulan ke-22 dengan guncangan sebesar 0.011046.

Pada bulan pertama variabel PDB tidak memberikan respon sehingga tidak ada guncangan. Pada bulan kedua guncangan direspon secara negatif sebesar 0.029685 yang artinya NAB Reksadana Syariah turun sebesar 0.029685 saat PDB satu standar deviasi, dan meningkat hingga bulan ke-10. Guncangan terhadap NAB Reksadana Syariah mencapai keseimbangan pada bulan ke-27 dengan guncangan PDB direspon negatif oleh NAB Reksadana Syariah sebesar 0.029431.



Gambar 11 Grafik IRF Model NAB Reksadana Konvensional.

Untuk model NAB Reksadana Konvensional standar yang digunakan dalam penelitian ini adalah standar Cholesky *Decomposition* dengan jangka waktu 80 bulan kedepan. Hasil analisis tersebut dapat menjelaskan respon variabel dependen apabila terjadi guncangan dari variabel dependen itu sendiri serta variabel independen dalam penelitian. Melihat hasil analisis IRF dalam Gambar 11. NAB Reksadana Konvensional direspon positif oleh variabel itu sendiri. Respon NAB Reksadana Konvensional sebesar satu standar deviasi saat bulan pertama sehingga NAB Reksadana Konvensional naik sebesar 0.022764 persen, dan juga terus meningkat, dan mencapai keseimbangan dibulan ke-58 dengan respon positif sebesar 0.026438.

Variabel suku bunga tidak menimbulkan guncangan. Pada bulan kedua suku bunga direspon secara negatif oleh NAB Reksadana Konvensional sebesar 0.000734 yang artinya NAB Reksadana Konvensional dapat menurun sebesar 0.000734 pada saat suku bunga satu standar deviasi. Guncangan direspon negatif oleh NAB Reksadana Konvensional pada bulan berikutnya sebesar 0.005095. lalu terjadi kenaikan guncangan pada bulan ke-12 sebesar 0.013358. Guncangan terus menurun dan mencapai titik keseimbangan pada bulan ke-66 dengan respon negatif sebesar -0.002075.

Pada bulan pertama variabel kurs tidak menimbulkan guncangan. Pada bulan kedua guncangan direspon positif oleh NAB Reksadana Konvensional sebesar 0.001475, sehingga mengakibatkan NAB Reksadana Konvensional meningkat sebesar 0.001475 persen saat kurs satu standar deviasi. Guncangan selalu meningkat setiap bulannya dan mencapai keseimbangan pada bulan ke-56 dengan respon positif sebesar 0.007133.

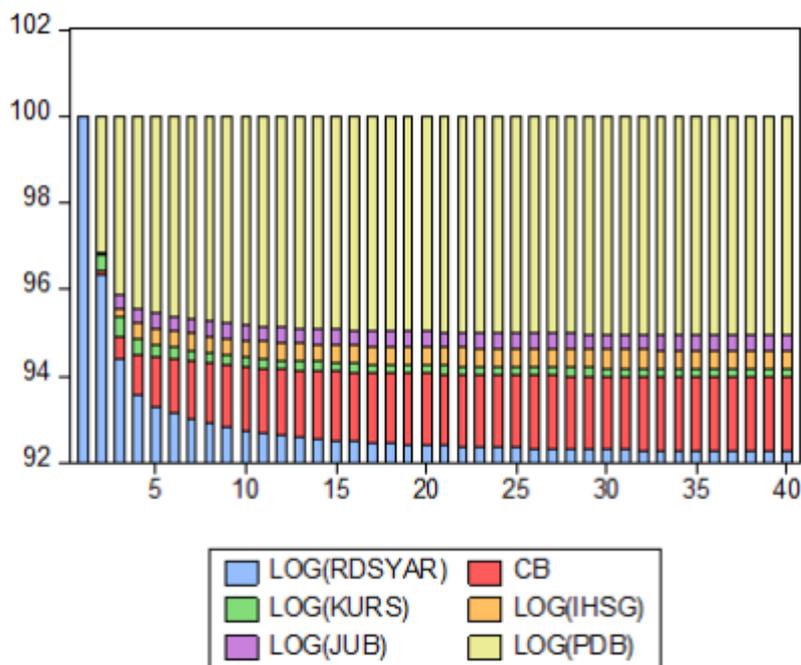
Variabel IHSG pada bulan pertama tidak menimbulkan guncangan. Pada bulan kedua guncangan direspon secara negatif sebesar 0.004522 yang artinya NAB Reksadana Konvensional turun sebesar 0.004522 saat IHSG satu standar deviasi, Pada bulan kelima guncangan sebesar 0.009430 namun pada bulan ke-16 guncangan sebesar 0.006454, guncangan terus menurun pada bulan-bulan berikutnya dan mencapai keseimbangan pada bulan ke-52 dengan respon negatif sebesar 0.007205.

Pada bulan pertama variabel jumlah uang beredar tidak memberikan respon dan guncangan, pada bulan kedua guncangan direspon secara positif sebesar 0.009638 yang artinya NAB Reksadana Konvensional naik sebesar 0.009638 saat jumlah uang beredar satu standar deviasi, respon jumlah uang beredar terus meningkat hingga bulan ke-8, pada bulan tersebut guncangan direspon positif sebesar 0.031866. Guncangan menurun hingga bulan ke-15 sebesar 0.028233. pada bulan berikutnya guncangan terus meningkat, guncangan mencapai keseimbangan pada bulan ke-75. Guncangan direspon positif oleh NAB Reksadana Konvensional sebesar 0.030188.

PDB pada bulan pertama tidak menimbulkan respon dan guncangan, pada bulan kedua guncangan direspon secara negatif sebesar -0.000302 yang artinya NAB reksadana konvensional turun sebesar 0.000302 saat PDB satu standar deviasi. Pada bulan keempat guncangan direspon positif sebesar 0.002632 dan terus meningkat. Pada bulan ke-19 guncangan direspon menurun sebesar 0.007020. Pada bulan berikutnya guncangan direspon meningkat, hingga akhirnya guncangan mencapai keseimbangan pada bulan ke-54. Guncangan PDB direspon negatif oleh NAB Reksadana Konvensional sebesar 0.007202.

#### **4. Kontribusi Variabel Makroekonomi Terhadap NAB Reksadana Syariah dan Konvensional.**

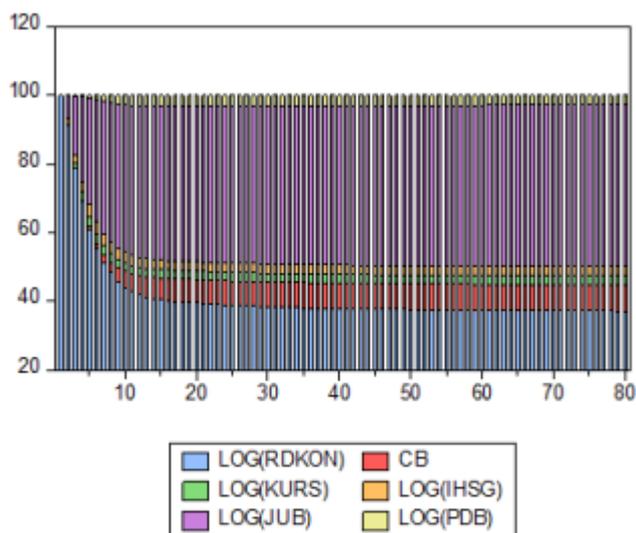
Untuk mengetahui kontribusi variabel makroekonomi terhadap NAB reksadana syariah dan reksadana konvensional, juga dilakukan uji *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD). Menurut Enders (2004) *Variance Decomposition* menjelaskan proporsi rangkaian pergerakan yang disebabkan guncangan variabel itu sendiri dibandingkan dengan guncangan variabel lain.



Gambar 12 Hasil Uji FEVD Reksadana Syariah

Pada Gambar 12 hasil uji FEVD menjelaskan bagaimana pada awal bulan pergerakan NAB Reksadana Syariah disebabkan oleh *shock* yang disebabkan NAB Reksadana Syariah sebesar seratus persen, dimana pada bulan-bulan berikutnya terus menurun akibat pengaruh dari variabel lainnya. Bulan kedua kontribusi variabel Reksadana Syariah menurun menjadi 96.35543 persen dan pengaruh variabel lainnya meningkat, variabel suku bunga 0.075453 persen, kurs sebesar 0.349095, HSG sebesar 0.027356 persen, jumlah uang beredar 0.035350 persen, PDB 3.157314 persen.

Pada bulan ketiga kontribusi nilai tukar kepada NAB Reksadana Syariah meningkat sebesar 0.428745 persen. Variabel Reksadana Syariah masih tertinggi namun menurun diangka 94.40498 persen suku bunga menurun dibanding bulan sebelumnya diangka 0.514061 persen, IHSG menurun di angka 0.218645 persen, jumlah uang beredar menurun 0.297464 persen, PDB meningkat di angka 4.136100. Bulan berikutnya variabel dengan tren kontribusi meningkat adalah suku bunga, IHSG, jumlah uang beredar, dan PDB. Variabel dengan tren kontribusi negatif adalah NAB Reksadana Syariah dan nilai tukar. Pada bulan ke-40. Kontribusi NAB Reksadana Syariah berkontribusi sebesar 92.24313 persen, suku bunga berkontribusi sebesar 1.723758 persen, kurs berkontribusi sebesar 0.185819 persen, IHSG berkontribusi sebesar 0.432212 persen, jumlah uang beredar berkontribusi sebesar 0.354770, PDB berkontribusi diangka 5.060309 persen.



Gambar 13 Hasil Uji FEVD Reksadana Konvensional

Pada Gambar 13 hasil uji FEVD menjelaskan bagaimana pada awal bulan pergerakan NAB Reksadana Konvensional disebabkan oleh *shock* yang disebabkan oleh NAB Reksadana Syariah sebesar seratus persen, yang dimana pada bulan berikutnya terus menurun akibat pengaruh dari variabel lainnya. Bulan kedua kontribusi variabel Reksadana Konvensional menurun menjadi 91.30875 persen dan pengaruh variabel lainnya meningkat, variabel suku bunga 0.040367 persen, Kurs sebesar 0.162842, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sebesar 1.530084 persen, jumlah uang beredar 6.951126 persen, PDB 0.006829 persen.

Tiga bulan berikutnya, pengaruh variabel reksadana konvensional turun menjadi 61.08414 persen, pengaruh variabel suku bunga meningkat menjadi 0.720502 persen. Pengaruh kurs meningkat dan mencapai titik tertinggi dengan 2.790990 persen, IHSG meningkat pengaruhnya di angka 3.533383, pengaruh jumlah uang beredar meningkat sebesar 31.13835 persen, pengaruh PDB menurun di bulan ini sebesar 0.732638 persen. Memasuki bulan ketujuh pengaruh variabel reksadana konvensional turun menjadi 51.29726 persen, pengaruh variabel suku bunga menurun di angka 2.312862 persen, sedangkan variabel kurs meningkat di angka 2.613169. Variabel IHSG berada di tingkat tertinggi sebesar 3.480276 persen, pengaruh variabel jumlah uang beredar meningkat sebesar 38.53791 persen, pengaruh PDB meningkat sebesar 1.758525.

Pada bulan ke-15 pengaruh variabel Reksadana Konvensional turun menjadi 40.32887 persen, suku bunga meningkat menjadi 6.481668 persen, variabel kurs

berpengaruh sebesar 2.399074 persen, IHSG berpengaruh sebesar 2.792014 persen, jumlah uang beredar berpengaruh sebesar 44.86565 persen. Variabel PDB berada dipuncak dengan berpengaruh sebesar 3.139013 persen. Sejak bulan ke-15 pengaruh variabel NAB reksadana konvensional, kurs, IHSG, PDB memiliki tren menurun, sedangkan variabel suku bunga dan jumlah uang beredar memiliki tren meningkat.

Sampai pada bulan ke-80 pengaruh variabel NAB Reksadana Konvensional sebesar 37.12669 persen, pengaruh variabel suku bunga sebesar 7.702484 persen, variabel kurs berpengaruh sebesar 2.600693 persen, variabel IHSG berpengaruh sebesar 2.711294 persen, variabel jumlah uang beredar berpengaruh sebesar 47.06355, serta variabel PDB berpengaruh sebesar 2.795284 persen. Variabel yang paling memengaruhi disini adalah NAB Reksadana Konvensional, suku bunga dan jumlah uang beredar.

#### **D. KESIMPULAN**

Berdasarkan hasil analisis maka simpulan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. NAB Reksadana Syariah dipengaruhi oleh variabel makroekonomi seperti suku bunga dan jumlah uang beredar yang positif dalam jangka panjang, sementara, nilai tukar dan IHSG yang memiliki pengaruh negatif pada jangka panjang. Pada jangka pendek, variabel makroekonomi tidak memiliki pengaruh.
2. NAB Reksadana Konvensional dipengaruhi oleh PDB secara negatif dalam jangka panjang dan tidak ada variabel makroekonomi yang berpengaruh dalam jangka pendek
3. NAB Reksadana Syariah memberikan respon negatif kepada PDB akibat menurunnya kinerja sektor riil pada tahun 2020. Hal ini membuktikan bahwa kemampuan reksadana syariah dalam mencerminkan sektor riil cukup baik. Sementara, NAB Reksadana Konvensional memberikan respon negatif untuk IHSG karena pasar modal di Indonesia menunjukkan kinerja negatif akibat pandemi COVID-19.
4. Variabel makroekonomi yang memiliki kontribusi terbesar mengguncang NAB reksadana syariah adalah PDB akibat emiten syariah sangat bergantung pada sektor riil yang dapat berkontribusi kepada tingkat PDB. Sementara itu, variabel makroekonomi yang memiliki kontribusi terbesar terhadap guncangan NAB Reksadana Konvensional adalah jumlah uang beredar. Hal tersebut akibat jumlah

uang beredar di masyarakat yang tinggi, namun lebih banyak dialokasikan untuk keperluan konsumtif sehingga tidak berdampak terhadap pertumbuhan ekonomi.

## REFERENSI

- Abdalloh I. 2018. Pasar Modal Syariah. Mamoedi A, editor. Jakarta: Elex Media Komputindo.
- Alwi. 2005. Pasar Modal: Teori dan Aplikasi. Jakarta: Yayasan Pancur Siwah.
- Brahim SR. 2021. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Nilai Aktiva Bersih Reksadana Konvensional dan Syariah [skripsi]. Yogyakarta: Universitas Islam Indonesia.
- [BI] Bank Indonesia. 2022. BI 7-day (Reverse) Repo Rate. [Internet]. [diacu 2022 Januari 26]. Tersedia dari: <https://www.bi.go.id/id/statistik/indikator/bi7day-rr.aspx>
- [BI] Bank Indonesia. 2022. Data Inflasi. [Internet]. [diacu 2022 Januari 26]. Tersedia dari: <https://www.bi.go.id/id/statistik/indikator/data-inflasi.aspx>
- [BI] Bank Indonesia. 2022. JISDOR. [Internet]. [diacu 2022 Januari 26]. Tersedia dari: <https://www.bi.go.id/id/statistik/informasi-kurs/jisdor/default.aspx>
- [BPS] Badan Pusat Statistik. 2021. Transaksi dan Indeks Saham di Bursa Efek [internet]. [diacu 2022 Januari 26]. Tersedia dari: <https://www.bps.go.id/indicator/13/125/5/transaksi-dan-indeks-saham-dibursa-efek.html>
- [BPS] Uang Beredar (Milyar Rupiah) [Internet]. [diacu 2022 Januari 27]. Tersedia dari: <https://www.bps.go.id/indicator/13/123/1/uang-beredar.html>
- Chu, Patrick Kuok-Kun. 2011. Relationship between macroeconomic variables and net asset values (NAV) of equity funds: Cointegration evidence and vector error correction model of the Hong Kong Mandatory Provident Funds (MPFs). *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. Vol : 1-19.
- Enders W. 2004. *Applied Econometric Time Series*. Iowa (USA): John Wiley & Sons, INC.
- Gumilang YNL, Herlambang L. 2017. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Nilai Aktiva Bersih Reksadana Manulife Syariah Sektor Amanah. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan*. 4(2): 117-127.
- Hidayat, Taufik. 2011. *Buku Pintar Investasi Syariah*. Jakarta: Media Kita Kuncoro M.
2013. *Metode Riset Untuk Bisnis dan Ekonomi*. Erlangga: Jakarta.
- Karl EC, Fair RC. 2001. *Prinsip-prinsip Ekonomi Makro*. Jakarta: Prenhalindo.
- Kasmir, Jakfar. 2015. *Studi Kelayakan Bisnis Edisi Revisi buku ke – 11*. Jakarta : Kencana Prenada Media Group.
- [KEMENDAG] Kementrian Perdagangan. PDB Pengeluaran [internet]. [diacu 2022 Januari 26]. Tersedia dari: <https://satudata.kemendag.go.id/grossdomestic-product>.
- Masruroh A. 2014. Konsep Dasar Investasi Reksadana. *Salam: Jurnal Filsafat dan Budaya Hukum*. 1(1): 83-96. DOI:10.15408/sjsbs.v1i1.1526.
- MUI. 2001. Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) No.20/DSN-MUI/IV/2001. Jakarta: MUI.
- Muslim A. 2018. Pengaruh Produk Domestik Bruto, Sertifikat Bank Indonesia Syariah, Harga Saham Gabungan Terhadap Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana Syariah di Indonesia [Skripsi] Tulungagung: Univesitas Islam Negeri Tulungagung.
- Nada L, Darmawan. 2019. Fund Age, BI Rate, Exchange Rate, dan Jakarta Islamic index Pada Net Asset Value di Islamic Equity Mutual Fund Indonesia. *Jurnal Manajemen*. 10(1): 1-11. DOI:10.32832/jmuika.v10i1.1750.

- Ningsih DN. 2021. Analisis Perilaku Investor Dalam Mengambil Keputusan Berinvestasi di Pasar Modal Saat Pandemi COVID-19 [skripsi]. Bengkulu: Institut Agama Islam Negeri (IAIN) Bengkulu.
- [OJK] Otoritas Jasa Keuangan. 2019. Statistik Reksa Dana Syariah – Oktober 2019 [Internet]. [diunduh 2019 Desember 14]. Tersedia pada: <https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/reksadanasyariah/Pages/-Statistik-Reksa-Dana-Syariah---Oktober-2019.aspx>
- [OJK] Otoritas Jasa Keuangan. 2021. Statistik Reksa dana Syariah – Desember 2021 [internet]. [diacu 2022 Januari 22]. Tersedia dari: <https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/reksa-danasyariah/Pages/Statistik-Reksa-Dana-Syariah---Desember-2021.aspx>
- Putriana. 2017. Reksadana Syariah vs Reksadana Konvensional: Analisis Pertumbuhan dan Perkembangan Tahun 2010-2016. *Al-Iqtishad*. 13(2), 78– 92.
- Reily F, Brown KC. 2000. *Investment Analysis and Portofolio Management*. Six Edition. Boston: Cengage Learning.
- Septiana F, Arif MNRA. 2020. Determinants of Net Asset Value of Islamic Mutual Funds in Indonesia. *Al-Amwal: Jurnal Ekonomi dan Perbankan Syari'ah*. 12(1): 1-11. DOI: 10.24235/amwal.v1i1.5443.
- [UU] Undang-Undang No.8 tahun 1995 pasal 1 ayat 27 tentang pasar modal Indonesia. 1995.