



Analisis Hubungan Variabel Makroekonomi dan ISSI Terhadap NAB Reksa Dana Syariah di Indonesia Pada Tahun 2012-2024

Analysis of the Relationship Macroeconomic Variables and ISSI on the NAV of Sharia Mutual Funds in Indonesia 2012-2024

Annisa Muthia¹, Neng Kamarni^{2*}

¹²Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Andalas, Limau Manis, Padang, Indonesia
Email: chaannisa63@gmail.com, *nengkamarni@eb.unand.ac.id

Article Info

Article history:

Received: 11 Desember 2025

Accepted: 19 Desember 2025

Published: 5 Februari 2026

Keywords:

*ISSI; NAV
macroeconomics; sharia mutual funds; sharia
investments; VECM.*

DOI:10.37859/jae.v15i2.10715

JEL Classification: G11, O16,
Z12

Abstrak

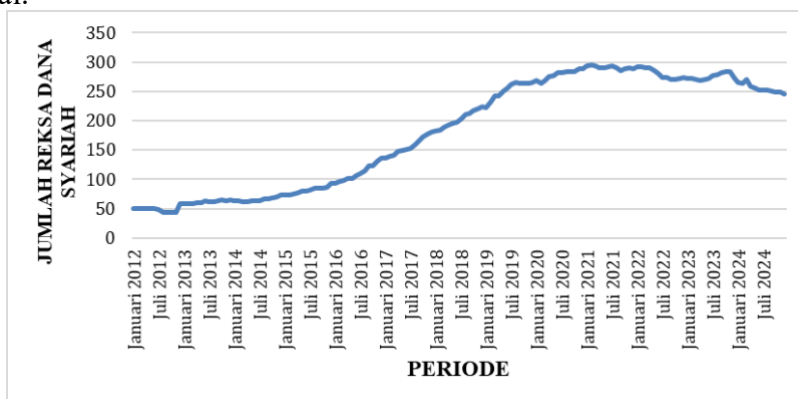
Nilai Aktiva Bersih (NAB) reksa dana syariah merupakan indikator utama yang mencerminkan kinerja instrumen keuangan syariah di Indonesia, di mana pergerakannya sangat dipengaruhi oleh kondisi makroekonomi dan dinamika pasar keuangan. Dengan pendekatan VECM, penelitian ini menyelidiki keterkaitan baik jangka pendek maupun jangka panjang antara Indeks Saham Syariah Indonesia, faktor-faktor makroekonomi, serta efeknya pada NAB reksa dana syariah selama rentang waktu Januari 2012 hingga Desember 2024. Dalam periode jangka pendek, studi ini menemukan bahwa inflasi mempengaruhi NAB secara negatif, namun dipengaruhi secara positif oleh nilai tukar dan ISSI, sedangkan suku bunga tidak terbukti signifikan. Dalam jangka panjang, inflasi dan suku bunga sama-sama menekan NAB, sementara nilai tukar dan ISSI tetap memberikan pengaruh positif.

Sharia mutual fund Net Asset Value (NAV) functions as a critical indicator used to assess the performance of Indonesia's sharia-compliant financial instruments, where its movements are greatly influenced by macroeconomic conditions and financial market dynamics. Using the VECM model, the analysis explores how the Indonesian Sharia Stock Index and various macroeconomic factors relate to and affect the NAV of sharia mutual funds in both the short and long term during the period January 2012–December 2024. The findings indicate that, in the short run, inflation reduces NAV, whereas the exchange rate and ISSI contribute positively, and interest rates do not exhibit significant effects. Over the long term, NAV is pressured downward by inflation and interest rates, while the exchange rate and ISSI maintain their positive influence.

PENDAHULUAN

Selama satu dekade terakhir, pertumbuhan pasar saham syariah di Indonesia berlangsung dengan pesat, sebagaimana tercermin dari peningkatan kapitalisasi pasar dan jumlah investor yang terus bertambah (Asmo et al., 2024; Saleh, 2021). Otoritas Jasa Keuangan atau OJK memberikan laporan bahwa jumlah investor yang berpartisipasi di pasar modal syariah telah mencapai 144.813 per April 2024, meningkat lebih dari 225 persen dibandingkan lima tahun sebelumnya (Saleh, 2021; Shafira, 2024). Perkembangan ini mencerminkan pergeseran preferensi masyarakat dari instrumen konvensional ke investasi yang berbasis prinsip syariah yang lebih etis dan berkelanjutan (Asmo et al., 2024; Mairiza & Harahap, 2024). Dalam konteks Islam, aktivitas investasi didasarkan pada pedoman Al-Qur'an, termasuk Surah Al-Baqarah ayat 275, yang menegaskan larangan riba serta kewajiban melakukan transaksi halal yang sesuai syariah (Indrayani & Mawardi, 2025). Ayat ini menjadi dasar fundamental bagi pengembangan instrumen investasi syariah modern. Di Asia Tenggara, pertumbuhan pasar saham syariah Indonesia bahkan melebihi ekspektasi, dengan tingkat pertumbuhan 67,62% selama periode 2018–2023. Temuan sejumlah penelitian menegaskan bahwa inflasi, nilai tukar, serta suku bunga merupakan variabel makroekonomi yang mempunyai pengaruh signifikan terhadap pergerakan pasar saham syariah di kawasan ini (Ardhani et al., 2020). Oleh karena itu, penelitian empiris yang mengkaji hubungan antara faktor makroekonomi dan instrumen keuangan syariah penting untuk memahami perilaku investasi dan mekanisme aliran modal dalam sistem keuangan syariah (Abedifar et al., 2016; Ardhani et al., 2020).

Reksa dana syariah adalah instrumen investasi kolektif yang dirancang untuk menyelaraskan tujuan keuangan dengan prinsip-prinsip syariah, termasuk larangan riba dan gharar, serta penghindaran investasi di sektor-sektor yang tidak diperbolehkan (Wulandari & Linda, 2024). Produk ini menawarkan alternatif bagi investor yang ingin memperoleh manfaat keuangan tanpa meninggalkan nilai-nilai agama. Pertumbuhan baik dalam variasi produk maupun nilai aset yang dikelola menunjukkan bahwa lembaga keuangan di Indonesia merespons secara positif terhadap permintaan publik yang meningkat akan instrumen investasi yang sesuai syariah (Choiri et al., 2025). Bukti empiris lebih lanjut menunjukkan bahwa variabel makroekonomi seperti nilai tukar, jumlah uang beredar, dan inflasi, nilai tukar memiliki pengaruh terhadap NAB reksa dana (Nafisah & Supriyono, 2020). Selain itu, indeks saham syariah, termasuk ISSI, memainkan peran penting dalam memperkuat hubungan antara karakteristik reksa dana dan kinerja investasi (Azis et al., 2024). Oleh karena itu, pengukuran kinerja melalui indikator NAB relevan untuk menilai stabilitas reksa dana syariah dan daya tarik di pasar modal.



Sumber: OJK, (2024).

Gambar 1. Perkembangan Reksa Dana Syariah dari Tahun 2012 hingga 2024.

Data OJK (2024) menunjukkan bahwa jumlah dan NAB reksa dana syariah telah meningkat secara signifikan sejak 2016, mencapai puncaknya pada 2021 sebelum stabil pada

2024 (OJK, 2024). Meskipun pasar modal menghadapi tekanan selama pandemi COVID-19, minat terhadap investasi syariah meningkat, karena dianggap menawarkan keamanan yang lebih besar dan mematuhi prinsip-prinsip etis (Hassan et al., 2020). Penelitian lintas negara menunjukkan bahwa pertumbuhan NAB reksa dana syariah dipengaruhi oleh variabel makroekonomi, kondisi pasar modal, dan kebijakan regulasi yang mendukung (Fajarwati & Ibnu Abbas, 2022). Oleh sebab itu, studi empiris yang dapat mengidentifikasi perbedaan antara dampak jangka pendek dan jangka panjang menjadi esensial untuk menelaah bagaimana variabel eksternal membentuk kinerja reksa dana syariah di Indonesia (Supriyadi & Pratama, 2025).

Variabel makroekonomi termasuk inflasi, nilai tukar (kurs), dan suku bunga memainkan peran penting dalam menentukan ekspektasi investor terkait imbal hasil dan persepsi risiko mereka (Karim et al., 2016). Daya beli konsumen berkurang karena disebabkan oleh inflasi yang tinggi sehingga juga dapat mengalihkan preferensi mereka ke aset yang lebih likuid, maka dari itu aktivitas investasi di pasar sekuritas akan berdampak negatif (Masri et al., 2025). Studi yang dilakukan di Indonesia memperlihatkan bahwa inflasi akan mempengaruhi secara signifikan terhadap kinerja reksa dana syariah, terutama yang berhubungan dengan imbal hasil investasinya (Ardhani et al., 2020). Oleh karena itu, menganalisis pengaruh variabel makroekonomi ini terhadap NAB sangat penting untuk memahami sensitivitas reksa dana syariah terhadap fluktuasi kondisi ekonomi (Azifah et al., 2022).

Fluktuasi nilai tukar dan suku bunga juga mempengaruhi reksa dana syariah. Pelemahan nilai tukar mengakibatkan berkurangnya daya beli masyarakat serta juga menurunkan minat investasi, sementara volatilitas nilai tukar menimbulkan ketidakpastian bagi investor domestik dan asing (Masri et al., 2025). Kenaikan suku bunga jangka pendek dapat membuat investor mengalihkan dana ke instrumen pendapatan tetap, sehingga terdapat tekanan terhadap NAB reksa dana syariah (Azalia & Budhijana, 2023). Dalam jangka panjang, kebijakan suku bunga mempengaruhi alokasi aset dan strategi investasi, yang berdampak pada stabilitas kinerja reksa dana (Zahra & Nurfaahmiyati, 2024). Sensitivitas NAB terhadap nilai tukar atau *kurs* dan suku bunga cukup signifikan, tergantung pada karakteristik produk dan periode analisis.

Indeks saham syariah Indonesia berfungsi sebagai acuan utama untuk menilai kinerja pada pasar saham yang memiliki nilai prinsip syariah (Yulfiswandi & Yang, 2024). Fluktuasi nilai ISSI mencerminkan pergerakan harga saham syariah, yang secara langsung membentuk NAB reksa dana syariah yang mengalokasikan investasinya ke saham-saham tersebut (Azis et al., 2024). Studi lintas negara menemukan bahwa indeks saham syariah tidak hanya meningkatkan stabilitas pasar tetapi juga menarik investor yang mempertimbangkan aspek keberlanjutan dan tanggung jawab sosial (Sunaryono, 2024). Studi terbaru juga menyarankan bahwa integrasi ISSI, suku bunga, dan inflasi memberikan penjelasan yang lebih komprehensif tentang faktor-faktor yang membentuk NAB reksa dana syariah baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang (Zahra & Nurfaahmiyati, 2024).

Berdasarkan latar belakang ini, penelitian ini memiliki tujuan untuk mengevaluasi hubungan antara beberapa variabel makroekonomi (inflasi, nilai tukar, dan suku bunga) dan variabel keuangan (ISSI) terhadap NAB reksa dana syariah Indonesia selama periode Januari 2012 ke Desember 2024, menggunakan model VECM. Dari penelitian ini diharapkan hasilnya dapat memperkaya literatur tentang investasi syariah dan memberikan referensi berharga bagi investor, manajer reksa dana, dan pembuat kebijakan dalam merumuskan strategi untuk mendorong perkembangan pasar modal reksa dana berbasis syariah di Indonesia.

METODE PENELITIAN

Penelitian yang dilakukan menggunakan pendekatan kuantitatif, karena fokus penelitian adalah menganalisis hubungan antara beberapa variabel makroekonomi (inflasi, nilai tukar,

dan suku bunga) serta variabel keuangan (ISSI) terhadap NAB reksa dana berbasis syariah di Indonesia. Adapun Jenis data yang dapat digunakan berupa data sekunder yang deret waktu bulanan dari Januari 2012 hingga Desember 2024 dengan jumlah 156 observasi. Data-data tersebut didapatkan dari lembaga resmi seperti OJK, Bank Indonesia (BI), dan BPS. Analisis yang dilakukan menggunakan metode Vector Error Correction Model (VECM) yang di mana dapat menguji hubungan jangka pendek maupun jangka panjang. Sementara itu, kajian literatur digunakan untuk memperkuat pemahaman teoretis melalui telaah buku, artikel ilmiah, dan regulasi yang relevan. Basuki & Prawoto (2016), menyatakan bahwa VECM merupakan teknik estimasi dalam model persamaan simultan yang dapat menunjukkan endogenitas antara variabel independen dan dependen serta menjelaskan hubungan antar variabel. Model estimasi yang digunakan pada penelitian ini memiliki bentuk sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \Delta \text{LnNAB}_t &= \alpha_0 + \sum_{j=1}^{k-1} b_j \Delta \text{LnINF}_{t-j} + \sum_{l=1}^{k-1} c_l \Delta \text{LnER}_{t-l} + \sum_{m=1}^{k-1} d_m \Delta \text{LnIR}_{t-m} + \sum_{n=1}^{k-1} e_n \Delta \text{LnISSI}_{t-n} + \sum_{o=1}^{k-1} f_o \Delta \text{LnNAB}_{t-o} + \lambda_1 \text{ECT}_{t-1} + \varepsilon_{1t} \\ \Delta \text{LnINF}_t &= \sigma_0 + \sum_{j=1}^{k-1} b_j \Delta \text{LnINF}_{t-j} + \sum_{l=1}^{k-1} c_l \Delta \text{LnER}_{t-l} + \sum_{m=1}^{k-1} d_m \Delta \text{LnIR}_{t-m} + \sum_{n=1}^{k-1} e_n \Delta \text{LnISSI}_{t-n} + \sum_{o=1}^{k-1} f_o \Delta \text{LnNAB}_{t-o} + \lambda_2 \text{ECT}_{t-1} + \varepsilon_{2t} \\ \Delta \text{LnER}_t &= \gamma_0 + \sum_{j=1}^{k-1} b_j \Delta \text{LnINF}_{t-j} + \sum_{l=1}^{k-1} c_l \Delta \text{LnER}_{t-l} + \sum_{m=1}^{k-1} d_m \Delta \text{LnIR}_{t-m} + \sum_{n=1}^{k-1} e_n \Delta \text{LnISSI}_{t-n} + \sum_{o=1}^{k-1} f_o \Delta \text{LnNAB}_{t-o} + \lambda_3 \text{ECT}_{t-1} + \varepsilon_{3t} \\ \Delta \text{LnIR}_t &= \delta_0 + \sum_{j=1}^{k-1} b_j \Delta \text{LnINF}_{t-j} + \sum_{l=1}^{k-1} c_l \Delta \text{LnER}_{t-l} + \sum_{m=1}^{k-1} d_m \Delta \text{LnIR}_{t-m} + \sum_{n=1}^{k-1} e_n \Delta \text{LnISSI}_{t-n} + \sum_{o=1}^{k-1} f_o \Delta \text{LnNAB}_{t-o} + \lambda_4 \text{ECT}_{t-1} + \varepsilon_{4t} \\ \Delta \text{LnISSI}_t &= \rho_0 + \sum_{j=1}^{k-1} b_j \Delta \text{LnINF}_{t-j} + \sum_{l=1}^{k-1} c_l \Delta \text{LnER}_{t-l} + \sum_{m=1}^{k-1} d_m \Delta \text{LnIR}_{t-m} + \sum_{n=1}^{k-1} e_n \Delta \text{LnISSI}_{t-n} + \sum_{o=1}^{k-1} f_o \Delta \text{LnNAB}_{t-o} + \lambda_5 \text{ECT}_{t-1} + \varepsilon_{5t} \end{aligned}$$

Keterangan:

- 1) LnNAV = Logaritma Net Asset Value.
- 2) LnINF= Logaritma Inflation.
- 3) LnER= Logaritma Exchange Rate.
- 4) LnIR= Logaritma Interest Rate.
- 5) LnISSI= Logaritma Indonesian Sharia Stock Index Value.
- 6) Variable $b_j, c_l, d_m, e_n,$ and f_o = Parameters for each variable in the equation related to time (t).
- 7) $\lambda_1, \lambda_2, \lambda_3, \lambda_4,$ and λ_5 = Adjustment speed parameter.
- 8) ECT_{t-1} = ECT as the lag value of the residuals generated from cointegration regression.
- 9) Where $k-1$ = Lag length determined by the significance test minus 1.
- 10) ε_{nt} = Residual (a term for stochastic error that also refers to innovation, impulse, or shock).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Vector Error Correction Model (VECM) digunakan sebagai metode estimasi dalam penelitian ini. Model ini merupakan varian terestriksi dari *Vector Autoregression* (VAR), yang muncul karena terdapat kointegrasi pada data yang baru mencapai kestasioneran pada tingkat diferensiasi. Model ini memungkinkan analisis hubungan jangka panjang antar variabel dalam sistem VAR dengan menjaga agar hubungan tersebut tetap konvergen pada kointegrasi, sekaligus tetap mengakomodasi dinamika perubahan dalam jangka pendek. Dalam analisis ekonometrika, VECM dipilih karena mampu menggambarkan interaksi antara variabel secara simultan melalui berbagai tahapan pengolahan data deret waktu. Dalam penelitian ini, semua tahapan analisis data diselesaikan melalui bantuan *software Eviews* versi 9.

Stationary (Unit Root Test)

Tahapan pertama dalam melakukan uji dalam penelitian ini ialah melihat stasioneritas pada setiap variabel. Dalam menguji stasioneritas digunakan metode uji ADF (*Augmented*

Dickey-Fuller) yang melihat stasioneritas setiap variabel pada tingkat level maupun tingkat *first difference*. Taraf signifikansi sebesar 5% (0,05) menjadi batas penentu, sehingga variabel dikategorikan stasioner bila nilai probabilitasnya berada di bawah nilai tersebut. Untuk memenuhi standar VECM seluruh variabel harus stasioner pada tingkat *first difference*.

Tabel 1. Unit Root Test pada Tingkat Level

| Variabel | Test Statistik | MacKinnon | | | Prob | Keterangan |
|----------|----------------|-----------|-----------|-----------|-------|-----------------|
| | | 1% | 5% | 10% | | |
| LNAB | -1.450644 | -3.472813 | -2.880088 | -2.576739 | 0.556 | Tidak Stasioner |
| LINF | -1.487375 | -3.473096 | -2.880211 | -2.576805 | 0.537 | Tidak Stasioner |
| LNIT | -2.572876 | -3.473382 | -2.880336 | -2.576871 | 0.100 | Tidak Stasioner |
| LIR | -1.831211 | -3.473382 | -2.880336 | -2.576871 | 0.364 | Tidak Stasioner |
| LISSI | -0.237168 | -3.472813 | -2.880088 | -2.576739 | 0.929 | Tidak Stasioner |

Sumber: Data diolah, Eviews 2025.

Tabel 1 menampilkan hasil pengujian stasioneritas pada tingkat level. Dengan membandingkan nilai t-statistik terhadap nilai kritis MacKinnon pada taraf signifikansi 1%, 5%, dan 10%, serta mempertimbangkan nilai probabilitasnya, diperoleh hasil bahwa variabel NAB, inflasi, nilai tukar (*kurs*), tingkat suku bunga, dan ISSI belum memenuhi kriteria *stasioner*. Oleh sebab itu, seluruh variabel tersebut dilanjutkan ke tahap pengujian pada tingkat *first difference*.

Tabel 2. Unit Root Test pada Tingkat First Difference

| Variabel | Test Statistik | MacKinnon | | | Prob | Keterangan |
|----------|----------------|-----------|-----------|-----------|--------|------------|
| | | 1% | 5% | 10% | | |
| LNAB | -11.96659 | -3.473096 | -2.880211 | -2.576805 | 0.0000 | Stasioner |
| LINF | -10.22277 | -3.473096 | -2.880211 | -2.576805 | 0.0000 | Stasioner |
| LNIT | -10.41574 | -3.473382 | -2.880336 | -2.576871 | 0.0000 | Stasioner |
| LIR | -5.068654 | -3.473382 | -2.880336 | -2.576871 | 0.0000 | Stasioner |
| LISSI | -11.87789 | -3.473096 | -2.880211 | -2.576805 | 0.0000 | Stasioner |

Sumber: Data diolah, Eviews 2025.

Unit *root test* pada level *first difference* untuk enam variabel dapat dilihat pada Tabel 2. Hasilnya ditemukan bahwa dengan melihat nilai t-statistik dengan *MacKinnon* pada tingkat 1%, 5%, dan 10% serta dengan adanya nilai probabilitas yang diketahui pada variabel NAB, inflasi, nilai tukar (*kurs*), tingkat suku bunga, dan ISSI nilai ADF yang diperoleh lebih rendah dibandingkan nilai kritis MacKinnon, dan probabilitasnya berada di bawah 0,05. Dapat dikatakan bahwa seluruh variabel yang diteliti berada pada kondisi stasioner dan tidak terindikasi memiliki masalah unit root. Dengan kondisi ini penelitian dapat dilakukan ke tahap selanjutnya.

Tahap berikutnya adalah menentukan panjang lag optimal dalam model estimasi VECM guna mengetahui apakah suatu variabel memiliki pengaruh terhadap variabel lainnya. Pemilihan lag optimal mengacu pada hasil dari berbagai kriteria informasi, seperti *Likelihood Ratio* (LR), *Final Prediction Error* (FPE), *Akaike Information Criterion* (AIC), *Schwarz Information Criterion* (SC), dan *Hannan-Quinn Criterion* (HQ). Lag yang digunakan adalah lag dengan nilai absolut terendah berdasarkan masing-masing kriteria tersebut.

Tabel 3. Hasil Uji Panjang Lag Optimal

| Lag | LogL | LR | FPE | AIC | SC | HQ |
|-----|----------|----|----------|-----------|-----------|-----------|
| 0 | 41.55509 | NA | 4.27e-07 | -0.477844 | -0.378810 | -0.437615 |

| | | | | | | |
|---|----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 1 | 1288.896 | 2396.851 | 4.91e-14 | -16.45616 | -15.86195* | -16.21478 |
| 2 | 1333.785 | 83.32301* | 3.79e-14* | -16.71614* | -15.62677 | -16.27362* |
| 3 | 1351.936 | 32.50567 | 4.15e-14 | -16.62661 | -15.04207 | -15.98294 |

Sumber: Data diolah, Eviews 2025.

Penentuan lag optimal dilakukan dengan mengambil nilai minimum dari setiap kriteria, yang kemudian diberi tanda bintang (*), dan keseluruhan hasil tersebut tercantum dalam Tabel 3. Lag dengan jumlah bintang terbanyak dipilih sebagai lag optimal, dan pada penelitian ini lag terbaik adalah lag 2, ditunjukkan oleh kriteria LR, FPE, AIC, serta HQ. Artinya, kondisi dua periode sebelumnya berperan penting dalam menjelaskan dinamika sistem saat ini. Hal ini menegaskan adanya efek keterlambatan antar variabel, di mana hubungan tidak bersifat instan tetapi membutuhkan waktu penyesuaian untuk mencapai keseimbangan. Dengan demikian, pemilihan lag 2 menunjukkan bahwa dinamika jangka pendek juga turut memengaruhi hubungan antar variabel.

Uji Stabilitas dan Kointegrasi

Hasil pengujian memperlihatkan pada seluruh variabel yang diteliti memiliki nilai modulus kurang dari 1 pada *AR Roots Table*, dan seluruh titik pada *AR Roots Graph* berada di dalam lingkaran. Kondisi tersebut menegaskan bahwa model yang digunakan berada dalam keadaan stabil pada lag optimal yang telah ditetapkan, sehingga analisis dapat dilanjutkan ke tahap berikutnya. Pengujian stabilitas VAR dilakukan untuk menilai validitas model agar model tersebut dapat dinyatakan efektif dan reliabel. Dalam pengujian ini, data dianggap stabil jika nilai modulus berada di bawah angka 1 dan seluruh titik pada grafik terletak di dalam lingkaran.

Pengujian kointegrasi menjadi tahap penting dalam proses estimasi model VECM. Hasil pengujian menunjukkan bahwa menggunakan model VECM memiliki hubungan yang terkointegrasi, ditandai oleh nilai *trace statistic* pada seluruh kategori yang melampaui *critical value*. Probabilitas sebesar 0,000 yang berada di bawah ambang 0,05 memberikan bukti kuat bahwa VECM merupakan model yang layak dan paling sesuai untuk digunakan dalam studi ini. Pengujian kointegrasi bertujuan menilai keberadaan hubungan jangka panjang, khususnya dalam mengidentifikasi kesamaan pola pergerakan dan kestabilan hubungan antarvariabel yang dianalisis. Metode yang digunakan adalah *Johansen's Cointegration Test*, dengan ketentuan bahwa nilai probabilitas harus berada di bawah 0,05 agar hubungan kointegrasi dapat dinyatakan signifikan.

Uji Kausalitas Granger

Hasil uji kausalitas menunjukkan bahwa pada tingkat signifikansi 5%, hipotesis nol dapat ditolak apabila nilai probabilitas lebih kecil dari 0,05, yang menandakan adanya pengaruh suatu variabel terhadap variabel lain. Berdasarkan uji kausalitas Granger, inflasi tidak memiliki hubungan kausal terhadap NAB karena nilai probabilitasnya sebesar 0,4234, yang melebihi batas signifikansi. Sebaliknya, NAB memiliki hubungan kausal satu arah terhadap inflasi dengan nilai probabilitas sebesar 0,0099 yang signifikan. Temuan ini menunjukkan bahwa perubahan NAB pada periode sebelumnya dapat memengaruhi pergerakan inflasi, namun inflasi tidak dipengaruhi oleh perubahan NAB reksa dana berbasis pada prinsip syariah. Hasil tersebut menegaskan inflasi tetap menjadi indikator makroekonomi penting dalam analisis dan pengelolaan investasi syariah.

Variabel makroekonomi seperti nilai tukar, suku bunga, dan ISSI tidak menunjukkan hubungan kausal langsung terhadap NAB. Walaupun beberapa variabel tersebut memiliki hubungan kausal antarsesamanya, pengaruhnya tidak secara langsung menjelaskan pergerakan NAB. Dengan demikian, dalam konteks reksa dana syariah di Indonesia periode 2012–2024, inflasi merupakan satu-satunya variabel yang terbukti memiliki hubungan signifikan terhadap NAB sehingga perlu menjadi perhatian utama dalam pengambilan keputusan investasi. Uji kausalitas Granger sendiri bertujuan menentukan ada tidaknya hubungan timbal balik antara

dua variabel, yang dapat berupa hubungan satu arah, dua arah, atau tidak ada hubungan, dengan dasar nilai probabilitas $< 0,05$ sebagai kriteria signifikan.

Estimasi Model VECM: Jangka Panjang dan Jangka Pendek

Model VECM dapat diestimasi ketika seluruh tahapan yang ada telah diuji dan hasilnya memenuhi ketentuan yang ada, terkhusus pada uji stasioner yang harus berada pada tingkat first difference dan uji kointegrasi. Maka dapat ditentukan setiap variabel berhubungan secara signifikan atau tidak dalam periode jangka pendek maupun jangka panjang. Ketika nilai t-statistik lebih besar dari pada nilai kritis pada taraf signifikansi (1%, 5%, atau 10%), maka H_0 ditolak, yang berarti variabel eksogen memiliki pengaruh signifikan dalam persamaan VECM.

Tabel 4. Hasil Estimasi Model VECM Jangka Panjang

| Variabel | Koefisien | T-statistik | Keterangan |
|----------|-----------|-------------|------------|
| NAB(-1) | 1.000000 | | |
| INF(-1) | -0.894987 | [-2.70602] | Signifikan |
| NIT(-1) | 21.71234 | [8.49839] | Signifikan |
| IR(-1) | -2.986025 | [-3.16880] | Signifikan |
| ISSI(-1) | 3.653429 | [3.13358] | Signifikan |

Note: a) signifikansi pada 10 persen: 1,655 b) signifikansi pada 5 persen: 1,976 c) signifikansi pada 1 persen: 2,609.

Sumber: Data diolah, Eviews 2025.

Tabel 4 menunjukkan hasil penelitian bahwa estimasi model VECM dalam jangka panjang bahwa inflasi, nilai tukar, suku bunga, dan ISSI berpengaruh signifikan terhadap NAB dengan arah pengaruh yang berbeda. Inflasi memiliki koefisien negatif -0,894987, yang menunjukkan bahwa kenaikan inflasi menurunkan NAB reksa dana syariah. Temuan ini sejalan dengan Wulandari dan Linda (2024), yang menyatakan bahwa inflasi tinggi menurunkan nilai riil investasi sehingga membuat reksa dana syariah kurang menarik. Nilai tukar memiliki koefisien positif sebesar 21,71234 dan signifikan pada seluruh tingkat signifikansi. Hasil ini mendukung penelitian sebelumnya yang menunjukkan bahwa penguatan rupiah meningkatkan nilai portofolio dan kepercayaan investor (Wulandari & Linda, 2024). Tingkat suku bunga berpengaruh negatif signifikan sebesar -2,986025, sesuai temuan Putri et al. (2022) bahwa kenaikan suku bunga mendorong investor beralih ke instrumen berisiko rendah sehingga menurunkan NAB (Putri et al., 2022). ISSI memiliki koefisien positif sebesar 3,653429 dan signifikan pada semua taraf signifikansi, yang berarti peningkatan ISSI mencerminkan penguatan kinerja saham syariah sehingga berdampak pada kenaikan NAB. Secara keseluruhan, seluruh variabel makroekonomi terbukti mempengaruhi NAB secara signifikan terhadap reksa dana berbasis prinsip syariah dalam jangka panjang dengan arah pengaruh yang konsisten dengan karakteristik masing-masing variabel.

Tabel 5. Hasil Estimasi Model VECM Jangka Pendek

| Variabel | Koefisien | T-statistik | Keterangan |
|---------------|-----------|-------------|------------------|
| D(NAB) | | | |
| D(NAB(-1)) | -0.646329 | [-8.26986] | Signifikan |
| D(NAB(-2)) | -0.334204 | [-4.28127] | Signifikan |
| D(NAB) | | | |
| D(INF(-1)) | -0.160186 | [-2.87175] | Signifikan |
| D(INF(-2)) | -0.101472 | [-1.87202] | Tidak signifikan |
| D(NAB) | | | |
| D(NIT(-1)) | 1.732420 | [3.23387] | Signifikan |
| D(NIT(-2)) | 0.974816 | [2.32325] | Signifikan |
| D(NAB) | | | |
| D(IR(-1)) | -0.407473 | [-1.73952] | Tidak signifikan |

| | | | |
|--------------------|-----------|------------|------------------|
| D(IR(-2)) | -0.338673 | [-1.48929] | Tidak signifikan |
| D(NAB) | | | |
| D(ISSI(-1)) | 0.448287 | [2.46387] | Signifikan |
| D(ISSI(-2)) | 0.480305 | [2.85886] | Signifikan |

Note: a)signifikansi pada 10 persen: 1,655 b) signifikansi pada 5 persen: 1,976 c) signifikansi pada 1 persen: 2,609.

Sumber: Data diolah, Eviews 2025.

Tabel 5 analisis jangka pendek menunjukkan hasil estimasi VECM bahwa setiap variabel makroekonomi dan ISSI memberikan pengaruh yang berbeda terhadap NAB reksa dana yang berbasis syariah di Indonesia selama periode Januari 2012 ke Desember 2024. Dari hasil tersebut inflasi memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap NAB pada lag pertama, dengan koefisien $-0,160186$ dan t-statistik $-2,87175$, sehingga hipotesis nol ditolak, sedangkan pada lag kedua pengaruhnya tidak signifikan. Temuan ini sejalan dengan penelitian Wulandari dan Linda (2024), yang menjelaskan bahwa inflasi menurunkan daya beli dan nilai riil investasi, sehingga mengurangi minat masyarakat untuk berinvestasi pada reksa dana syariah (Wulandari & Linda, 2024).

Nilai tukar berpengaruh positif dan signifikan pada kedua lag, masing-masing dengan koefisien $1,732420$ dan $0,974816$. Hasil ini konsisten dengan teori *Purchasing Power Parity* (PPP) serta penelitian Priyandini dan Wirman (2021), yang menjelaskan tentang apresiasi nilai tukar meningkatkan kepercayaan investor dan memperkuat aliran modal ke pasar syariah, sehingga mendorong kenaikan NAB (Priyandini & Wirman, 2021).

Tingkat suku bunga memiliki koefisien negatif namun tidak signifikan pada kedua lag, yang menunjukkan bahwa perubahan suku bunga tidak memengaruhi NAB dalam jangka pendek. Temuan ini sesuai dengan Putri et al. (2022), yang menegaskan bahwa instrumen syariah tidak berbasis bunga sehingga tidak sensitif terhadap fluktuasi suku bunga konvensional (Putri et al., 2022).

ISSI berpengaruh positif dan signifikan pada lag pertama dan kedua, dengan koefisien $0,448287$ dan $0,480305$. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan ISSI sebesar 1% dapat meningkatkan NAB masing-masing sebesar $0,44\%$ dan $0,48\%$. Temuan ini mengonfirmasi bahwa kinerja pasar saham syariah memiliki kontribusi dominan terhadap pergerakan NAB, sejalan dengan penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa ISSI merupakan indikator utama dalam menjelaskan dinamika portofolio reksa dana syariah. Dengan demikian, dalam jangka pendek inflasi menurunkan NAB, nilai tukar dan ISSI meningkatkan NAB, sedangkan suku bunga tidak memberikan pengaruh signifikan.

Analisis Impulse Response Function (IRF) dan Variance Decomposition (VD)

Impulse Response Function digunakan untuk mengidentifikasi respons suatu variabel terhadap kejutan, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Ketika respons suatu variabel bergerak kembali menuju titik keseimbangan, hal tersebut menunjukkan bahwa dampak kejutan akan melemah seiring waktu dan tidak menimbulkan pengaruh permanen. Dalam penelitian ini, lima variabel diuji untuk melihat bagaimana masing-masing variabel merespons shock yang berasal dari variabel lainnya. Karena NAB reksa dana syariah berperan sebagai variabel dependen, analisis difokuskan pada respons NAB terhadap *shock* inflasi, nilai tukar, tingkat suku bunga, dan ISSI.

Shock inflasi menyebabkan penurunan tajam pada NAB sejak periode awal, dengan dampak negatif yang bertahan hingga periode menengah sebelum akhirnya stabil. *Shock* nilai tukar menimbulkan penurunan tajam pada periode awal dan menghasilkan tren negatif yang berangsur melemah, menandakan bahwa depresiasi rupiah menekan nilai portofolio investasi. *Shock* tingkat suku bunga justru memberikan dampak positif terhadap NAB, terutama pada periode awal hingga menengah, yang menunjukkan ketahanan instrumen syariah terhadap perubahan bunga konvensional. Sementara itu, *shock* ISSI memengaruhi NAB secara

signifikan pada periode awal, namun efeknya melemah dengan cepat dan cenderung hilang dalam jangka menengah. Hasil ini menunjukkan bahwa pengaruh ISSI bersifat jangka pendek karena pergerakan saham syariah segera tercermin dalam nilai NAB tetapi tidak meninggalkan dampak yang menetap.

Dalam kerangka VECM, analisis *Variance Decomposition* digunakan untuk menegaskan keakuratan estimasi sebelumnya. Melalui pendekatan ini, dapat ditentukan persentase kontribusi masing-masing variabel terhadap perubahan dirinya sendiri dan variabel lain dalam beberapa periode mendatang. Pembahasan dari hasil *Variance Decomposition* difokuskan pada variabel NAB reksa dana syariah, yang dijelaskan pada uraian berikut:

Tabel 6. Hasil *Variance Decomposition* dari NAB Reksa Dana Syariah Indonesia

| <i>Variance Decomposition of D(LNAB):</i> | | | | | | |
|---|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Period | S.E. | D(LNAB) | D(LINF) | D(LNIT) | D(LIR) | D(LISSI) |
| 1 | 0.086933 | 100.0000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 |
| 2 | 0.091645 | 96.25114 | 0.929578 | 2.776782 | 0.035944 | 0.006558 |
| 3 | 0.100867 | 90.84576 | 0.793080 | 7.533620 | 0.032026 | 0.795512 |
| 4 | 0.112513 | 87.43101 | 0.982373 | 9.794388 | 0.648672 | 1.143560 |
| 5 | 0.119472 | 86.75995 | 0.924792 | 10.54233 | 0.575686 | 1.197241 |
| 6 | 0.126286 | 86.99714 | 0.884710 | 10.39436 | 0.525909 | 1.197884 |
| 7 | 0.133087 | 86.44766 | 0.802114 | 11.12357 | 0.518487 | 1.108179 |
| 8 | 0.140023 | 85.71663 | 0.724669 | 12.04180 | 0.490236 | 1.026668 |
| 9 | 0.146000 | 85.52817 | 0.676261 | 12.33936 | 0.484736 | 0.971477 |
| 10 | 0.151682 | 85.43134 | 0.627127 | 12.56730 | 0.469722 | 0.904515 |

Sumber: Data diolah, Eviews 2025.

Perubahan NAB reksa dana berbasis pada prinsip syariah di Indonesia dianalisis melalui *variance decomposition*, dan ringkasan hasilnya tercantum pada Tabel 6. Pada periode pertama, seluruh variasi dalam NAB dijelaskan sepenuhnya oleh dirinya sendiri (100%), karena belum terdapat pengaruh dari variabel lain. Namun, seiring berjalannya waktu, proporsi kontribusi dari variabel-variabel makroekonomi dan ISSI mulai meningkat. Hingga periode ke-10, D(NAB) masih mendominasi dengan kontribusi sekitar 85,4% yang memperlihatkan bahwa fluktuasi pada NAB lebih banyak dipengaruhi sama dinamika internalnya sendiri. Di sisi lain, variabel eksternal juga mulai memberikan kontribusi meskipun relatif kecil. Nilai tukar menjadi faktor eksternal dengan kontribusi tertinggi, diikuti oleh ISSI. Sementara, inflasi dan suku bunga masing-masing menyumbang sekitar 0,62% dan 0,46%. Hasil ini menyatakan bahwa meskipun reksa dana syariah memiliki karakteristik investasi yang berbasis prinsip syariah, namun tetap tidak terlepas dari pengaruh kondisi eksternal seperti nilai tukar.

SIMPULAN

Penelitian ini memiliki tujuan untuk melihat hubungan jangka pendek dan panjang antara faktor makroekonomi serta ISSI terhadap NAB reksa dana berbasis syariah di Indonesia periode 2012–2024. Variabel yang dianalisis seperti inflasi, nilai tukar, suku bunga, dan ISSI dengan menggunakan model VECM karena seluruh variabel stasioner pada first difference serta menunjukkan kointegrasi. Hasil VECM menunjukkan dalam jangka pendek inflasi berpengaruh negatif signifikan pada lag 1, mencerminkan kenaikan inflasi menurunkan daya beli dan meningkatkan risiko investasi. Nilai tukar berpengaruh positif signifikan pada lag 1 dan 2, di mana apresiasi rupiah mendorong kenaikan NAB. ISSI juga berpengaruh positif signifikan pada lag 1 dan 2, menandakan keterkaitan erat dengan pasar saham yang berbasis pada prinsip syariah. Sementara itu, suku bunga tidak signifikan, sehingga dampaknya terhadap NAB relatif lemah.

Pengaruh jangka panjang memperlihatkan bahwa inflasi dan suku bunga menekan NAB secara signifikan, sementara nilai tukar dan ISSI justru meningkatkan NAB dengan signifikan. Temuan ini menegaskan bahwa faktor makroekonomi dan ISSI memberikan pengaruh lebih kuat dan berkelanjutan dalam jangka panjang. Analisis *impulse response function* menunjukkan reaksi NAB terhadap guncangan inflasi, nilai tukar, suku bunga, dan ISSI berfluktuasi pada awalnya, lalu stabil sekitar periode ke-15. *Variance decomposition* memperlihatkan bahwa variasi NAB terutama dipengaruhi faktor internal, sementara eksternal seperti nilai tukar dan ISSI tetap memberi kontribusi penting.

SARAN

Bagi peneliti berikutnya, disarankan untuk memperluas penelitian dengan menambahkan variabel seperti PDB, indeks kepercayaan konsumen, harga minyak dunia, atau suku bunga *The Fed* agar analisis terhadap faktor-faktor yang memengaruhi NAB lebih komprehensif. Penggunaan data dengan frekuensi lebih tinggi (mingguan atau harian) serta metode seperti ARDL atau GARCH dapat meningkatkan ketepatan hasil. Selain itu, membandingkan kinerja reksa dana syariah dan konvensional juga dapat memperkaya literatur keuangan Islam.

DAFTAR PUSTAKA

- Abedifar, P., M. Ebrahim, S., Molyneux, P., & Tarazi, A. (2016). Islamic Banking and Finance: Recent Empirical Literature and Directions for Future Research. In *A Collection of Reviews on Savings and Wealth Accumulation* (pp. 59–91). Wiley. <https://doi.org/10.1002/9781119158424.ch4>
- Ardhani, I. A., Effendi, J., & Irfany, M. I. (2020). The effect of macroeconomics variables to Net Asset Value (NAV) growth of sharia mutual funds in Indonesia. *Jurnal Ekonomi & Keuangan Islam*, 6(2), 134–148.
- Asmo, A., Bastian, A., & Kamarni, N. (2024). Ex-Dividend Date: Problematic Abnormal Returns for Sharia Stock Index Companies. *Jurnal Ekonomi Syariah Pelita Bangsa*, 09(01). <https://doi.org/10.37366/jespb.v9i01.1198>
- Azalia, N., & Budhijana, R. B. (2023). Analisis Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar Rupiah, Dan Bi Rate Terhadap Nilai Aktiva Bersih Reksadana Syariah Di Indonesia (Periode 2015-2019). *Journal of Accounting, Management and Islamic Economics*, 1(2), 701–712. <https://doi.org/10.35384/jamie.v1i2.481>
- Azifah, N., Huda, S. A. N., & Aisyah, S. (2022). Determinan Indikator Makro Ekonomi Terhadap Reksa Dana Syariah Di Indonesia Periode 2014-2021. *Jurnal Akuntansi Dan Manajemen Bisnis*, 2(1), 56–67. <https://doi.org/10.56127/jaman.v2i1.195>
- Azis, M., Darmalaksana, D., Suryaningi, S., & Jaafar, M. S. (2024). Mutual fund investment performance: Indonesia Sharia stock index as characteristics moderating model. *Jurnal Ekonomi & Keuangan Islam*, 10(2), 263–276. <https://doi.org/10.20885/JEKI.vol10.iss2.art9>
- Basuki, A. T., & Prawoto, N. (2016). *Analisis Regresi dalam Penelitian Ekonomi dan Bisnis* (kedua). Raja Grafindo Persada.
- Choiri, A., Wibowo, W., Aminuddin, Ariga, A., & Setyono, J. (2025). Analisis Strategi Optimalisasi Likuiditas pada Perbankan Syariah di Indonesia. *EKOMA: Jurnal Ekonomi, Manajemen, Akuntansi*, 4(4), 6122–6134. <https://doi.org/10.56799/ekoma.v4i4.7778>
- Fajarwati, A., & Ibnu Abbas, M. H. (2022). Pengaruh Variabel Makro Ekonomi Terhadap Perkembangan Reksa Dana Saham Di Indonesia Tahun 2013-2020. *Akurasi: Jurnal Studi Akuntansi Dan Keuangan*, 5(1), 103–126. <https://doi.org/10.29303/akurasi.v5i1.170>

- Hassan, M. K., Rabbani, M. R., & Moh'd Ali, M. A. (2020). Challenges for the Islamic Finance and banking in post COVID era and the role of Fintech. *Journal of Economic Cooperation and Development*, 41(3), 93–116.
- Indrayani, S., & Mawardi. (2025). Konsep Keadilan dalam Ekonomi Syariah (QS. Al-Baqarah: 275-281). *Indonesian Research Journal on Education Web Jurnal Indonesian Research Journal on Education, Volume 5 Nomor 1*.
- Karim, N. A., Al-Habshi, S. M. S. J., & Abduh, M. (2016). Macroeconomics Indicators And Bank Stability: A Case Of Banking In Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan*, 18(4), 431–448. <https://doi.org/10.21098/bemp.v18i4.609>
- Mairiza, D., & Harahap, M. N. (2024). Analisis Pilihan Investasi Masyarakat: Berkurangnya Minat Terhadap Bank Syariah Di Tengah Meningkatnya Popularitas Pasar Modal. *Profetik Jurnal Ekonomi Syariah, Vol. 03 No. 01*.
- Masri, M., Judijanto, L., Kusumastuti, S. Y., Curry, K., Suparyati, A., Esya, L., Entaresmen, R. A., Junaidi, R. R., & Santosa, B. (2025). *Ekonomi Moneter*. PT. Sonpedia Publishing Indonesia.
- Nafisah, H., & Supriyono, S. (2020). Analysis of The Effect of Macroeconomics On Net Assets Value (NAV) of Sharia Mutual Funds In Indonesia. *International Journal of Islamic Business and Economics (IJIBEC)*, 4(1), 11–20. <https://doi.org/10.28918/ijibec.v4i1.1527>
- OJK. (2024). *Statistik Reksadana Syariah 2012-2024*.
- Priyandini, S., & Wirman. (2021). Pengaruh Nilai Tukar (Kurs) Dan Inflasi Terhadap Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana Syariah Di Indonesia Tahun 2015-2019. *Jurnal Ilmiah MEA (Manajemen, Ekonomi, Dan Akuntansi)*, 1.
- Putri, N. M. W., Iskandar, & Safarida, N. (2022). Pengaruh Inflasi, BI Rate dan IHSG terhadap Nilai Aktiva Bersih Reksadana Syariah di Indonesia Periode 2015-2020. *JIM (Jurnal Ilmiah Mahasiswa)*, 4(1).
- Saleh, H. I. (2021). Implementasi Investasi Saham Dalam Perspektif Ekonomi Syariah Di Era Milenial. *Journal Of Islamic Business Management Studies*, 2(1), 1–21.
- Shafira, M. H. (2024, June). *April 2024, Jumlah Investor Syariah BEI Tembus 144.813*. BeritaSatu.Com.
- Sunaryono. (2024). *Investasi Tanpa Riba: Membangun Portofolio Saham Syariah yang Berkelanjutan*. PT. Sonpedia Publishing Indonesia.
- Supriyadi, R., & Pratama, G. (2025). Analisis Kinerja Saham Syariah dan Saham Konvensional di Pasar Modal Indonesia. *Jurnal Study Islam*, 1(2).
- Wulandari, D., & Linda, R. (2024). Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar, Jumlah Uang Yang Beredar, Dan Jumlah Reksadana Syariah Terhadap Nilai Aktiva Bersih Reksadana Syariah Di Indonesia Dengan Metode Vector Error Correction Model (VECM). *Jurnal Ekonomi Manajemen Bisnis Syariah Dan Teknologi*, 3(2), 335–348. <https://doi.org/10.62833/embistek.v3i2.120>
- Yulfiswandi, & Yang, J. (2024). Pengaruh Makroekonomi Terhadap Pergerakan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Periode 2013 – 2022: Di Moderasi Oleh Socio-Political Index. *Jurnal Ekuilnomi*, 6(3), 451–464. <https://doi.org/10.36985/fzn75g72>
- Zahra, A. H. L., & Nurfahmiyati. (2024). Pengaruh Perubahan Variabel Makroekonomi terhadap Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana Saham. *Jurnal Riset Ilmu Ekonomi Dan Bisnis*, 4(2), 143–150. <https://doi.org/10.29313/jrieb.v4i2.5043>