



STABILITAS KINERJA REKSADANA SYARIAH DALAM MENGHADAPI GEJOLAK MAKROEKONOMI

M. Rahmawan Arifin

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam IAIN Surakarta

Email: ivanrahmawanarifin@gmail.com

Muhammad Alan Nur

Kelompok Studi Pasar Modal IAIN Surakarta

Email: muhammadalannur@gmail.com

Abstract

Islamic mutual funds as one of the financial investment products in Indonesia experienced rapid development in the last 5 years. Several studies have shown that the performance of a financial investment product is influenced by the macroeconomic conditions of a country. The purpose of this study is to determine the causality relationship and response of the performance of Islamic mutual funds in Indonesia when macroeconomic variables are simulated in an unstable state with an analytical approach using the Vector Error Correction Model (VECM). Observations in this study were made monthly from 2015-2019. The dependent variable in this study is the Net Asset Value (NAV) of Sharia Mutual Funds as a reference to the performance of Sharia Mutual Funds in Indonesia, while the macroeconomic variable as an independent variable consists of the money supply, inflation, central bank interest rates, the rupiah exchange rate, and stock indexes sharia in Indonesia. The results of this study note that simultaneous macroeconomic variables in Indonesia affect the performance of Sharia Mutual Funds in Indonesia.

Keyword: *Sharia Mutual Funds, Sharia Capital Market, Sharia Investment, Macroeconomics.*

Abstrak

Reksadana syariah sebagai salah satu produk investasi keuangan di Indonesia mengalami perkembangan yang pesat dalam 5 tahun terakhir. Beberapa penelitian menunjukkan bahwa kinerja suatu produk investasi keuangan dipengaruhi oleh

kondisi makroekonomi suatu negara. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui hubungan kausalitas dan respon dari kinerja reksadana syariah di Indonesia ketika variabel makroekonomi disimulasikan dalam keadaan yang tidak stabil dengan pendekatan analisis menggunakan *Vector Error Correction Model* (VECM). Pengamatan dalam penelitian ini dilakukan secara bulanan dari tahun 2015-2019. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah Nilai Aktiva Bersih (NAB) Reksadana Syariah sebagai acuan kinerja Reksadana Syariah yang ada di Indonesia, sementara variabel makroekonomi sebagai variabel independen terdiri dari jumlah uang beredar, inflasi, suku bunga bank sentral, nilai tukar rupiah, dan indeks saham syariah di Indonesia. Hasil dari penelitian ini diketahui bahwa secara simultan variabel makroekonomi di Indonesia mempengaruhi kinerja Reksadana Syariah di Indonesia.

Kata Kunci: Reksadana Syariah, Pasar Modal Syariah, Investasi Syariah, Makroekonomi.

PENDAHULUAN

Ajaran Islam tidak melarang pemeluknya untuk berinvestasi selama tidak bertentangan dengan aturan syariah dengan menjauhi kegiatan yang mengandung unsur riba, gharar, maisyir, haram, dan syubhat¹. Oleh sebab itu Islam mendorong umatnya untuk berinvestasi pada instrumen investasi yang sesuai dengan prinsip syariah. Hal tersebut kemudian mendorong hadirnya produk investasi yang sesuai dengan prinsip syariah, termasuk adanya produk investasi syariah di sektor keuangan yang mendorong lahirnya pasar modal syariah.

Kehadiran pasar modal syariah di Indonesia ditandai dengan diluncurkannya produk Reksadana Syariah oleh PT Danareksa Sekuritas pada tahun 1997 disusul dengan dikeluarkannya Fatwa Nomor: 20/DSN-MUI/IV/2001 di tahun 2001 oleh Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksa Dana Syariah². Dari sejarah perkembangan pasar modal syariah di Indonesia dapat kita ketahui bahwa Reksadana Syariah adalah produk pertama pasar modal syariah di Indonesia.

Keunggulan berinvestasi di Reksadana Syariah yaitu adanya diversifikasi portofolio investasi keuangan yang sesuai prinsip syariah dengan pengelolaan investasi oleh manajer investasi yang profesional. Oleh sebab itu, Reksadana Syariah dapat menjadi pilihan investasi yang menarik bagi masyarakat yang

¹ Mohamad Haykal, *Tuntutan Dan Aplikasi Investasi Syariah* (Jakarta: PT. Elex Media Komputindo, 2012), p.11.

² Mardani, *Aspek Hukum Lembaga Keuangan Syariah Di Indonesia* (Jakarta: Kencana, 2015), p.130

ingin berinvestasi sesuai dengan prinsip syariah dengan karakteristik investor yang memiliki keterbatasan waktu dan pengetahuan dalam berinvestasi di pasar modal syariah dimana pengelolaan investasi dilakukan oleh manajer investasi yang profesional.

Salah satu indikator dalam mengukur kinerja Reksadana adalah dengan melihat besarnya Nilai Aktiva Bersih (NAB).³ Menurut data Otoritas Jasa Keuangan, dari tahun 2015 hingga 2019 Reksadana Syariah mengalami perkembangan positif. Perkembangan positif Reksadana Syariah tercermin dari besaran total NAB dimana pada akhir tahun 2015 tercatat sebesar Rp11,02 triliun dan pada akhir tahun 2019 tercatat sebesar Rp53,73 triliun atau tumbuh sebesar 74,49%⁴. Perkembangan positif Reksadana Syariah selama lima tahun terakhir juga disebabkan oleh semakin bertambahnya produk Reksadana Syariah dimana pada akhir tahun 2015 berjumlah 93 produk dan pada akhir tahun 2019 meningkat menjadi 265 produk.

Dalam Islam, terdapat konsep *al-ghunmu bil ghum* dimana keuntungan yang diperoleh juga disertai dengan adanya risiko⁵. Hal tersebut sesuai dengan dalam hukum investasi "*high risik-hgh return*" yang artinya semakin besar keuntungan yang nantinya akan diperoleh sebanding dengan semakin besar risiko yang akan menyertainya.⁶ Dalam pasar modal hukum "*high risik-hgh return*" juga berlaku dimana besarnya keuntungan yang akan didapat akan juga diikuti dengan besarnya risiko yang menyertai⁷. Oleh sebab itu, dalam berinvestasi di Reksadana Syariah, seorang investor harus memahami risiko yang terdapat dalam Reksadana Syariah. Salah satu risiko yang menyertai dalam berinvestasi

³ Patrick Kuok Kun Chu, "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* 21, no. 5 (2011), pp. 792–810. Juga lihat, Sweta Goel, Mukta Mani, and Rahul Sharma, "A Review of Performance Indicators of Mutual Funds," *Journal of Arts, Science & Commerce* 3, no. 4 (2012), pp. 100–107, dan Winda Waridah and Elis Mediawati, "Analisis Kinerja Reksadana Syariah," *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan* 4, no. 2 (2016): pp.77–86.

⁴ Otoritas Jasa Keuangan, "Statistik Reksadana Syariah Desember 2019," 2019, https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/reksa-dana-syariah/Documents/Pages/-Statistik-Reksa-Dana-Syariah---Desember-2019/Statistik_Reksa_Dana_Syariah_2019_DESEMBER.pdf.

⁵ Adiwarman Karim, *Bank Islam : Analisis Fiqih Dan Keuangan* (PT RajaGrafindo Persada, 2013), p.37.

⁶ Mardhiyah Hayati, "Investasi Menurut Perspektif Ekonomi Islam," *Journal of Islamic Economics and Business* 1, no. 1 (2016), pp. 66–78. Juga lihat: Tutut Luckyta Rosananda and Syamsul Hadi, "Analisis Portofolio Optimal Investasi Dana Pensiun Di Indonesia," *Jurnal Ilmu Ekonomi* 2 (2018), pp. 14–28.

⁷ Thomas Chiang and Yuanqing Zhang, "An Empirical Investigation of Risk-Return Relations in Chinese Equity Markets: Evidence from Aggregate and Sectoral Data," *International Journal of Financial Studies* 6, no. 2 (2018), pp.35.

di Reksadana Syariah adalah risiko terjadinya gejala krisis, baik krisis ekonomi maupun krisis finansial.

Sebagai contoh pada tahun 2008 terjadi krisis finansial global. Menurut data Otoritas Jasa Keuangan, pada akhir tahun 2008 kinerja Reksadana Syariah di Indonesia berdasarkan NAB Reksadana Syariah terjadi penurunan NAB Reksadana Syariah sebesar 21,40% dari tahun sebelumnya, sementara jika di total dengan seluruh NAB reksadana yang ada di Indonesia terjadi penurunan sebesar 22,47% dari tahun sebelumnya.⁸

Dengan telah terjadinya beberapa gejala krisis ekonomi yang terjadi, menarik untuk mencermati hubungan antara variabel makroekonomi dengan pasar modal karena dalam beberapa tahun terakhir telah menjadi topik penelitian yang terus diteliti,⁹ dimana Reksadana Syariah merupakan salah satu produk dari pasar modal syariah. Dalam beberapa penelitian menyebutkan bahwa variabel makroekonomi merupakan salah satu variabel yang ikut mempengaruhi pasar modal dan pasar modal syariah.¹⁰

Penelitian ini bertujuan untuk mengkaji hubungan dan respon NAB Reksadana Syariah sebagai acuan kinerja Reksadana Syariah yang ada di Indonesia dengan variabel makroekonomi Indonesia yang terdiri dari jumlah uang beredar, inflasi, suku bunga bank sentral, nilai tukar rupiah, dan indeks saham syariah disertai dengan interaksi kausalitas antar variabel ketika diberi guncangan (*shock*) dengan model Vector Autoregressive (VAR) atau Vector Error Correction Model apabila ditemukan adanya kointegrasi pada tingkat turunan pertama (*first difference*).

⁸ Otoritas Jasa Keuangan, "Statistik Reksadana Syariah Februari 2011," 2011, https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/reksa-dana-syariah/Documents/Statistik_Reksa_Dana_bulan_Februari_2011_1401354110.pdf.

⁹ Iyan Anriansyah, Hermanto Siregar, and TB Nur Ahmad Maulana, "Pengaruh Guncangan Makroekonomi Terhadap Integrasi Pasar Modal Di ASEAN-5," *Jurnal Aplikasi Bisnis Dan Manajemen* 4, no. 1 (2018), pp. 52–61.

¹⁰ Peneliti tersebut diantaranya, Ramin Cooper Maysami and Tiong Sim Koh, "A Vector Error Correction Model of the Singapore Stock Market," *International Review of Economics and Finance* 9 (2000): pp. 79–96. Donatas Pilinkus, "Macroeconomic Indicators and Their Impact on Stock Market Performance in the Short and Long Run: The Case of the Baltic States," *Technological and Economic Development of Economy* 16, no. 2 (2010), pp. 291–304. Hussain Ali Bekhet and Mohamed Ibrahim Mugableh, "Investigating Equilibrium Relationship between Macroeconomic Variables and Malaysian Stock Market Index through Bounds Tests Approach," *International Journal of Economics and Finance* 4, no. 10 (2012), pp. 69–81. M A Kabeer, A Iqbal, and R Najaf, "The Influences of Macro-Economic Factors on Capital Market Performance in Pakistan," *Journal of Business & Financial Affairs* 5, no. 2 (2016), pp. 1–6. Yudhistira Ardana and Siska Maya, "Determinasi Faktor Fundamental Makroekonomi Dan Indeks Harga Saham Syariah Internasional Terhadap Indeks Harga Saham Syariah Indonesia," *Cakrawala: Jurnal Studi Islam* 14, no. 1 (2019), pp. 1–15. I Mawardi, T Widiastuti, and P Sucia Sukmaningrum, "The Impact of Macroeconomic on Islamic Stock Prices: Evidence from Indonesia," in *KnE Social Sciences*, vol. 3, 2019, p.499.

METODE PENELITIAN

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kinerja Reksadana Syariah di Indonesia yang diwakili oleh Nilai Aktiva Bersih (NAB) dimana data tersebut merupakan total dari seluruh NAB produk Reksadana Syariah di Indonesia yang bersumber dari Otoritas Jasa Keuangan. Variabel Independen dalam penelitian ini adalah variabel makroekonomi Indonesia yang diwakili oleh jumlah uang beredar (M2), inflasi (INF), suku bunga bank sentral bank sentral (BIR), nilai tukar rupiah terhadap Dollar Amerika Serikat (EXR), dan indeks saham syariah di Indonesia dari Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sebagai acuan dalam menilai kinerja saham syariah di Indonesia. Data jumlah uang beredar (M2), inflasi (INF), suku bunga bank sentral bank sentral (BIR) dan nilai tukar rupiah berasal (EXR) bersumber dari Bank Indonesia, sementara data indeks saham syariah di Indonesia menggunakan acuan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) yang bersumber dari Bursa Efek Indonesia.

Penelitian ini menggunakan data sekunder dengan masa pengamatan variabel dependen dan variabel independen dimulai dari bulan Januari 2015 hingga Desember 2019. Sebelum melakukan pengolahan data, variabel NAB, M2, ISSI, dan EXR terlebih dahulu kami transformasikan kedalam bentuk logaritma natural masing-masing sebagai berikut $\ln ISSI$, $\ln M2$, $\ln NAB$, dan $\ln EXR$. Sementara variabel INF dan BIR tidak ditransformasikan kedalam bentuk logaritma natural karena mengandung nilai desimal 0. Transformasi bentuk kedalam logaritma natural dilakukan karena dalam bentuk vektor kointegrasi transformasi bentuk logaritma natural dapat menafsirkan sebagai elastisitas jangka panjang, selain itu keberadaan pada tingkat *first difference*.¹¹

Data yang telah terkumpul kemudian diuji stasioneritasnya menggunakan unit root test menggunakan Augmented Dickey–Fuller (ADF) test. Hal ini dilakukan karena dalam menjalankan uji kointegrasi masing-masing variabel harus dalam keadaan stasioner. Apabila data tidak stasioner pada tingkat level maka dapat dilakukan penyesuaian pada tingkat turunan pertama¹² sebelum kemudian dilakukan uji kointegrasi.

Persamaan uji Augmented Dickey–Fuller (ADF) test adalah sebagai berikut¹³ :

¹¹ Chhapra et al., “Monetary Policy and Financial Asset Prices: Empirical Evidence from Pakistan.”

¹² Walter Enders, *Applied Econometric Time Series Fourth Edition*, Wiley, 2014, p.216.

¹³ David A. Dickey and Wayne A. Fuller, “Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root,” *Econometrica* 49, no. 4 (July 1981): 1057.

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \alpha \Delta Y_{t-i} + u_t \quad (1)$$

Dimana $\Delta Y_{t-2} = Y_{t-2} - Y_{t-3}$, $\Delta Y_{t-1} = Y_{t-1} - Y_{t-2}$ dan seterusnya merupakan jumlah lag yang terbentuk dari turunan berdasarkan penentuan lag optimum. Sementara u_t merupakan nilai kesalahan berdasarkan white noise error. δY_{t-1} didapatkan dari nilai tidak bias dari koefisien lag. Dalam ketentuan uji ADF, hipotesis nol dalam ADF, $H_0: \rho = 1$, menunjukkan data time series tidak stasioner, sementara hipotesis alternatif dalam ADF, $H_a: \rho < 1$ menunjukkan data time series telah stasioner.

Ketika seluruh variabel sudah dalam keadaan stasioner maka langkah selanjutnya adalah melakukan uji kointegrasi. Pendekatan uji Johansen maximum likelihood co-integration test¹⁴ digunakan dalam penelitian ini untuk mengetahui hubungan jangka panjang diantara variabel penelitian dengan melihat ada tidaknya kointegrasi antara kinerja Reksadana Syariah sebagai variabel dependen dengan jumlah uang beredar, inflasi, suku bunga bank sentral, nilai tukar rupiah, dan indeks saham syariah sebagai variabel independen.

Persamaan trace test dan maximum eigen tests adalah sebagai berikut¹⁵:

$$\lambda_{trace}(r) = -T \sum_{i=r+1}^g \ln(1 - \hat{\lambda}_i) \quad (2)$$

$$\lambda_{max}(r, r+1) = -T \ln(1 - \hat{\lambda}_{r+1}) \quad (3)$$

Dalam memutuskan ada tidaknya kointegrasi dalam sebuah data perlu dilakukan uji kointegrasi dengan menggunakan uji Johansen co-integration test, ada dua statistik penentu dalam memutuskan ada tidaknya kointegrasi dalam sebuah data yaitu dari trace test dan maximum eigen test. Trace test adalah tes gabungan yang menguji hipotesis nol tanpa kointegrasi ($H_0: r = 0$) terhadap hipotesis alternatif kointegrasi ($H_1: r > 0$). Sementara maximum eigen test melakukan tes pada masing-masing nilai eigen secara terpisah. Ini menguji hipotesis nol bahwa jumlah kointegrasi vektor sama dengan r terhadap alternatif $r + 1$ vektor kointegrasi.

Apabila dalam uji Johansen co-integration test tidak ditemukan adanya kointegrasi diantara variabel maka model penelitian menggunakan Vector

¹⁴ Soren Johansen and Katarina Juselius, "Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration - With Applications To The Demand For Money," Oxford Bulletin of Economics and Statistics 2 (1990), pp. 169-210.

¹⁵ Soren Johansen, "Estimation and Hypothesis Testing of Cointegration Vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models," Econometrica 59, no. 6 (November 1991): 1551.

Autoregressive (VAR), sebaliknya apabila dalam uji Johansen co-integration test ditemukan adanya kointegrasi diantara variabel maka model penelitian menggunakan Vector Error Correction Model (VECM). Apabila dalam penelitian ini diketahui tidak adanya kointegrasi melalui uji Johansen maximum likelihood co-integration test maka rumus persamaan Vector Autoregressive (VAR) yang terbentuk sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \Delta \ln NAB_t = & \beta_t + \sum_{\pi=1}^p \gamma_{1,s} \Delta \ln NAB_{t-s} + \sum_{k=1}^p \gamma_{2,s} \Delta \ln M2_{t-s} \\ & + \sum_{k=1}^p \gamma_{3,s} \Delta \ln ISSI_{t-s} + \sum_{k=1}^p \gamma_{4,s} \Delta \ln EXR_{t-s} \\ & + \sum_{k=1}^p \gamma_{4,s} \Delta \ln EXR_{t-s} + \sum_{k=1}^p \gamma_{5,s} \Delta \ln INF_{t-s} \\ & + \sum_{k=1}^p \gamma_{5,s} \Delta \ln BIR_{t-s} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

Apabila dalam penelitian ini diketahui adanya kointegrasi melalui uji Johansen maximum likelihood co-integration test maka persamaan Vector Error Correction Model (VECM) yang rumus terbentuk sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \Delta \ln NAB_t = & \beta_t + \sum_{k=1}^r \lambda_{1,k} ECT_{k,t-1} + \sum_{\pi=1}^p \gamma_{1,s} \Delta \ln NAB_{t-s} \\ & + \sum_{k=1}^p \gamma_{2,s} \Delta \ln M2_{t-s} + \sum_{k=1}^p \gamma_{3,s} \Delta \ln ISSI_{t-s} \\ & + \sum_{k=1}^p \gamma_{4,s} \Delta \ln EXR_{t-s} + \sum_{k=1}^p \gamma_{4,s} \Delta \ln EXR_{t-s} \\ & + \sum_{k=1}^p \gamma_{5,s} \Delta \ln INF_{t-s} + \sum_{k=1}^p \gamma_{5,s} \Delta \ln BIR_{t-s} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

Nilai β_t menunjukan intercept and $\gamma_7 \dots, \gamma_3, \gamma_2, \gamma_1$ merupakan koefisien dari masing-masing variabel; Δ menunjukkan operator turunan pertama; λ merupakan menunjukkan penyesuaian kecepatan dari koefisien dalam keseimbangan jangka panjang, ECT merupakan koreksi kesalahan yang berasal

dari hubungan kointegrasi jangka panjang, (p) merupakan lag optimum yang menunjukkan rentang waktu perbedaan dalam tiap pengamatan yang dilakukan.

Dalam pembentukan model Vector Autoregressive (VAR) maupun Vector Error Correction Model (VECM) dibutuhkan pangjang lag yang optimum yang diperoleh dari model selection criteria. Dalam menentukan model selection criteria terdapat dua penentu yang umum digunakan yaitu Akaike Information Criterion (AIC) and the Schwartz Bayesian Criterion (SBC)¹⁶. Dalam penelitian ini panjang lag menggunakan Akaike Information Criterion (AIC) karena sampel yang digunakan kecil.¹⁷

Pendekatan uji Granger-Causality juga digunakan dalam penelitian ini untuk melihat hubungan kausalitas antara kinerja Reksadana Syariah sebagai variabel dependen dengan jumlah uang beredar, inflasi, suku bunga bank sentral, nilai tukar rupiah, dan indeks saham syariah sebagai variabel independen. Penggunaan Uji Granger-Causality dapat menjelaskan apakah nilai saat ini dan nilai sebelumnya dapat digunakan untuk membantu memperkirakan nilai di masa depan.¹⁸ Apabila semua variabel dalam persamaan VAR adalah stasioner maka langkah yang ditempuh untuk melakukan uji Granger-Causality menggunakan uji F yang terestriksi.¹⁹

Setelah melakukan uji kausalitas, dilakukan simulasi adanya *shock* yang derikan oleh variabel independen terhadap variabel dependen. Dalam mensimulasikan adanya *shock*, maka kami menggunakan Impulse Response Function dan Variance Decompositon. Enders menjelaskan penggunaan Impulse Response Function ini dapat diaplikasikan pada data yang bersifat time series karena dapat menunjukkan bagaimana suatu variabel dipengaruhi oleh kejutan secara stokastik. Impulse Response Function dapat menunjukkan bagaimana respon NAB Reksadana Syariah terhadap adanya guncangan dari variabel makroekonomi. Penggunaan Variance Decompositon dapat digunakan untuk mengetahui proporsi pergerakan dalam variabel dependen yang disebabkan oleh guncangan pada variabel dependen itu sendiri, dibandingkan guncangan dengan variabel lain.²⁰

¹⁶ Walter Enders, *Applied Econometric Time Series Second Edition* (Wiley, 1995), p. 217.

¹⁷ *Ibid.* P. 217.

¹⁸ *Ibid.*, 305.

¹⁹ *Ibid.*, 306.

²⁰ Chris Brooks, *Introductory Econometrics for Finance Second Edition* (Cambridge University Press, 2008), p. 299.

1. Investasi Reksadana Syariah

Investasi merupakan kegiatan menyisihkan sejumlah dana untuk mendapatkan keuntungan dari dana yang telah disisihkan dikemudian hari.²¹ Salah satu instrumen investasi keuangan yaitu Reksadana. Reksadana merupakan wadah untuk menghimpun dana masyarakat (investor) yang dikelola untuk diinvestasikan ke berbagai macam instrumen investasi oleh Manager Investasi yang profesional.²² Sementara menurut Fatwa Nomor: 20/DSN-MUI/IV/2001 Reksadana Syariah adalah produk Reksadana yang sesuai dengan prinsip syariah.²³ Secara umum terdapat empat jenis kategori Reksadana menurut pengalokasian portofolio investasinya, yakni Reksadana Saham, Reksadana Pendapatan Tetap, Reksadana Campuran dan Reksadana Pasar Uang.²⁴

Reksadana Saham merupakan Reksadana dengan presentase alokasi terbesar dalam portofolio saham. Reksadana Pendapatan Tetap merupakan reksadana dengan alokasi terbesar dalam portofolio efek yang memberikan imbal hasil tetap. Reksadana Pasar Uang merupakan reksadana dengan alokasi terbesar dalam portofolio efek dengan jatuh tempo kurang dari satu tahun. Reksadana Campuran merupakan reksadana dengan presentase alokasi masing-masing kepada portofolio saham, efek dengan imbal hasil tetap, dan efek dengan jatuh tempo kurang dari satu tahun.²⁵

Sebagai salah satu produk pasar modal, kinerja Reksadana dan Reksadana Syariah juga ikut dipengaruhi oleh variabel makroekonomi.²⁶ Dalam penelitian

²¹ Nurul Huda and Mustafa Edwin Nasution, *Investasi Pada Pasar Modal Syariah* (Jakarta: Kencana, 2007). p.7.

²² Sasipa Pojanavatee, "Cointegration and Causality Analysis of Dynamic Linkage between Stock Market and Equity Mutual Funds in Australia," *Cogent Economics and Finance* 2, no. 1 (2014), pp. 1–17.

²³ DSN-MUI, *Fatwa Dewan Syari'ah Nasional Untuk Reksa Dana Syari'ah* (Indonesia: Fatwa Dewan Syari'ah Nasional, 2001).

²⁴ Martalena and Maya Malinda, *Pengantar Pasar Modal* (Yogyakarta: Andi, 2011).

²⁵ Huda and Nasution, *Investasi Pada Pasar Modal Syariah; Haykal, Tuntutan Dan Aplikasi Investasi Syariah*.

²⁶ Lihat misalnya penelitian, Patrick KuokKun Chu, "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* 21, no. 5 (2011), pp. 792–810. Anwar Hasan Abdullah Othman, Ahamed Kameel Meera, and Hasanuddeen Abdul Aziz, "Relationship between Macroeconomic Variables and Net Asset Value (NAV) of Islamic Equity Unit Trust Funds: Cointegration Evidence from Malaysian Unit Trust Industry," August 27, 2013. Anwar Hasan Abdullah Othman, Ahamed Kameel Meera, and Hasanuddeen Abdul Aziz, "Relationship between Macroeconomic Variables and Net Asset Value (NAV) of Islamic Equity Unit Trust Funds: Cointegration Evidence from Malaysian Unit Trust Industry," August 27, 2013. Choirum Miha and Nisful Laila, "Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Nilai Aktiva Bersih (Nab) Reksadana Syariah Di Indonesia," *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan* 4, no. 2 (2017), pp. 1–15, dan Riwi Sumantyo and Dessy Anis Savitri, "Macroeconomic Variables towards Net Asset Value of

ini akan dikaji kinerja Reksadana Syariah yang diwakili oleh NAB Reksadana Syariah terhadap variabel makroekonomi Indonesia dimana dalam penelitian variabel makroekonomi terdiri dari jumlah uang beredar, inflasi, suku bunga bank sentral, nilai tukar rupiah, dan indeks saham syariah

Beberapa penelitian menunjukkan bahwa jumlah uang berpengaruh terhadap Reksadana. Diantaranya adalah Penelitian Choirum Miha and Nisful Laila yang menunjukkan variabel jumlah uang beredar berpengaruh signifikan terhadap nilai aktiva bersih Reksadana Syariah baik secara parsial maupaun secara simultan.²⁷ Senada dengan penelitian di atas, penelitian Fiza Qureshi yang menunjukkan adanya hubungan signifikan antara pertumbuhan jumlah uang beredar dengan Reksadana Saham Syariah di negara berkembang kawasan Asia, dimana secara jangka panjang hubungan yang terjadi bersifat negatif.²⁸ Lebih lanjut, Riwi Sumantyo and Dessy Anis Savitri menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara jumlah uang beredar dengan NAB Reksadana Syariah di Indonesia dan Malaysia.²⁹ Dalam penelitian tersebut dijelaskan bahwa dalam ketika terjadi penurunan suku bunga bank sentral maka jumlah uang beredar menjadi banyak. Situasi tersebut dimanfaatkan masyarakat untuk berinvestasi.

Secara teori, bertambahnya jumlah uang beredar yang disebabkan oleh turunnya nilai suku bunga bank sentral maka dalam situasi tersebut digunakan untuk berinvestasi baik oleh masyarakat,³⁰ maupun perusahaan.³¹ Beberapa penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan antara inflasi dengan Reksadana, dimana hubungan yang terjadi bersifat positif. Diantaranya, Penelitian Wibowo yang menunjukkan inflasi berpengaruh positif terhadap Reksadana

Sharia Mutual Funds in Indonesia and Malaysia,” *Jurnal Keuangan Dan Perbankan* 23, no. 2 (2019), pp. 300–307.

²⁷ Choirum Miha and Nisful Laila, “Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Nilai Aktiva Bersih (Nab) Reksadana Syariah Di Indonesia,” *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan* 4, no. 2 (2017), pp. 1–15..

²⁸ Fiza Qureshi et al., “Dynamics of Mutual Funds and Stock Markets in Asian Developing Economies,” *Journal of Asian Economics* 65 (2019), pp. 1-16.

²⁹ N Riwi Sumantyo and Dessy Anis Savitri, “Macroeconomic Variables towards Net Asset Value of Sharia Mutual Funds in Indonesia and Malaysia,” *Jurnal Keuangan Dan Perbankan* 23, no. 2 (2019), pp. 300–307.

³⁰ Asnawi and Hafizatul Fitria, “Pengaruh Jumlah Uang Beredar, Tingkat Suku Bunga Dan Inflasi Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Di Indonesia,” *Jurnal Ekonomika Indonesia* VII, no. 1 (2018), pp. 24-32. Imran Umer Chhapra et al., “Monetary Policy and Financial Asset Prices: Empirical Evidence from Pakistan,” *Signifikan: Jurnal Ilmu Ekonomi* 7, no. 2 (2018), pp. 149–60.

³¹ Qiang Fu and Xing Liu, “Monetary Policy and Dynamic Adjustment of Corporate Investment: A Policy Transmission Channel Perspective,” *China Journal of Accounting Research* 8, no. 2 (2015), pp. 91–109. Linh My Tran et al., “Monetary Policy, Cash Flow and Corporate Investment: Empirical Evidence from Vietnam,” *Journal of Risk and Financial Management* 12, no. 1 (2019), pp. 1-14.

Pendapatan Tetap.³² Selanjutnya, Penelitain Gusni, Silviana, & Hamdani menunjukkan inflasi sebagai variabel makroekonomi yang memiliki hubungan dengan Reksadana dimana dalam penelitian tersebut menunjukkan bahwa ketika terjadi kenaikan inflasi akan diikuti oleh kenaikan kinerja Reksadana Saham³³. Penelitian Lucas, Manurung, & Usman menunjukkan inflasi berpengaruh terhadap imbal hasil reksadana saham.³⁴ Hal tersebut juga tidak berbeda dengan penelitian Sujoko bahwa inflasi memberikan pengaruh terhadap imbal hasil reksadana saham meskipun kecil.³⁵, Namun, Penelitain Krishnamurthy, Pelletier, & Warr menunjukkan bahwa inflasi memiliki hubungan negatif dengan reksadana saham.³⁶ Dalam perekonomian terjadinya inflasi merupakan sebuah fenomena yang tidak dapat dihindari. Inflasi ditandai dengan kenaikan harga barang dan jasa secara umum yang kemudian dapat menggerus nilai uang.³⁷ Salah satu upaya untuk melawan tergerusnya nilai uang akibat inflasi adalah dengan cara berinvestasi baik berinvestasi pada sektor riil maupun pada sektor keuangan.

Selanjutnya, terdapat beberapa penelitian menunjukkan adanya hubungan antara suku bunga bank sentral dengan Reksadana, baik hubungan yang bersifat positif,³⁸ maupun hubungan yang bersifat negatif.³⁹ Penelitian Hermawan & Wiagustini menunjukkan adanya hubungan negatif antara suku bunga bank sentral dengan kinerja reksada saham secara signifikan, dimana ketika suku bunga bank sentral meningkat maka kinerja Reksadana Saham akan menurun.⁴⁰ Penelitain

³² Andi Wibowo, "Pengaruh Variabel Makro Ekonomi Terhadap Kinerja Reksadana Pendapatan Tetap Di Indonesia," *Jurnal Akuntansi, Manajemen Bisnis Dan Sektor Publik (JAMBSP)* 7, no. 2 (2011), pp. 163–182.

³³ Gusni, Silviana, and Faisal Hamdani, "Factors Affecting Equity Mutual Fund Performance: Evidence from Indonesia," *Investment Management and Financial Innovations* 15, no. 1 (2018), pp. 1–9.

³⁴ Nathalia Angelina Lucas et al., "The Analysis of Market Timing , Exchange Rate of Us Dollar , and Inflation to Equity Fund Performance during 2011-2017" 9, no. 5 (2019), pp. 125–140.

³⁵ Sujoko, "Analisis Pengaruh Suku Bunga, Inflasi, Kurs Mata Uang, Ihsg Dan Dana Kelolaan Terhadap Imbal Hasil Reksadana Saham," *Jurnal Ilmu Ekonomi Dan Manajemen* 5, no. 2 (2009), pp. 133-165.

³⁶ Srinivasan Krishnamurthy, Denis Pelletier, and Richard S. Warr, "Inflation and Equity Mutual Fund Flows," *Journal of Financial Markets* 37 (2018), pp. 52–69.

³⁷ Wibowo, "Pengaruh Variabel Makro Ekonomi Terhadap Kinerja Reksadana Pendapatan Tetap Di Indonesia."

³⁸ Irsan Tricahyadinata, "Indeks Harga Saham Gabungan (ISHG) Dan Jakarta Interbank Offered Rate (JIBOR) : Kinerja Reksa Dana Campuran," *Jurnal Ekonomi Keuangan, Dan Manajemen* 12, no. 2 (2016), pp. 281–310.

³⁹ Iyan Anriansyah, Hermanto Siregar, and TB Nur Ahmad Maulana, "Pengaruh Guncangan Makroekonomi Terhadap Integrasi Pasar Modal Di ASEAN-5," *Jurnal Aplikasi Bisnis Dan Manajemen* 4, no. 1 (2018), pp. 52–61. Augustina Kurniasih and Leonardo David Yuliandy Johannes, "Analisis Variabel Makroekonomi Terhadap Kinerja Reksadana Campuran," *Jurnal Manajemen* 19, no. 1 (2017), pp. 136-151.

⁴⁰ Denny Hermawan and Ni Luh Putu Wiagustini. "Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, Ukuran Reksa Dana, Dan Umur Reksa Dana Terhadap Kinerja Reksa Dana," *E-Jurnal Manajemen Universitas*

Kurniasih & Johannes menunjukkan suku bunga bank sentral sebagai salah satu faktor makroekonomi yang berpengaruh signifikan terhadap imbal hasil Reksadana Campuran dimana hubungan yang terjadi bersifat negatif.⁴¹ Disisi lain, penelitain Tricahyadinata menunjukkan adanya pengaruh suku bunga bank sentral terhadap kinerja Reksadana Campuran dengan hubungan bersifat positif, sehingga ketika suku bunga bank sentral mengalami kenaikan maka kinerja Reksadana Campuran juga mengalami kenaikan.⁴² Disisi lain, adanya hasil penelitian lain yang menunjukkan tidak adanya hubungan kausal antara suku bunga bank sentral dengan kinerja Reksadana.⁴³

Bank sentral merupakan otoritas yang memiliki kewenangan dalam menetapkan tingkat suku bunga di suatu negara, dimana suku bunga bank sentral merupakan instrumen untuk mengontrol peredaran uang di masyarakat.⁴⁴ Masyarakat maupun pengusaha memandang variabel suku bunga bank sentral sebagai salah satu instrumen yang dapat mempengaruhi serta memotivasi untuk baik individu maupun dunia usaha untuk menabung dan melakukan investasi.⁴⁵

Fluktuasi nilai tukar mata uang suatu negara terhadap mata uang suatu negara lain berdampak kepada kinerja pasar modal di sebuah negara, dimana dampak yang dirasakan dapat dirasakan secara langsung maupun tidak secara langsung.⁴⁶ Fluktuasi nilai tukar juga dianggap sebagai sebuah risiko yang menentukan tingkat imbal hasil investasi yang diperoleh.⁴⁷ Volatilitas nilai tukar mempengaruhi pasar modal syariah maupun pasar modal secara umum.⁴⁸

Udayana, Vol.5, No.5, (2016), pp 3106-3133.

⁴¹ Nama Penulis. "Judul Jurnal", Nama Jurnal, Vol.X, No , tahun, ppA-X.

⁴² Irsan Tricahyadinata, "Indeks Harga Saham Gabungan (ISHG) Dan Jakarta Interbank Offered Rate (JIBOR) : Kinerja Reksa Dana Campuran," *Jurnal Ekonomi Keuangan, Dan Manajemen* 12, no. 2 (2016), pp. 281–310.

⁴³ Patrick Kuok Kun Chu, "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* 21, no. 5 (2011), pp. 792–810.

⁴⁴ Denny Hermawan and Ni Luh Putu Wiagustini. "Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, Ukuran Reksa Dana, Dan Umur Reksa Dana Terhadap Kinerja Reksa Dana," *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, Vol.5, No.5, (2016), pp 3106-3133.

⁴⁵ Eric E Haas, "Mutual Fund Expense Ratios: How High Is Too High?," *Journal of Financial Planning* 17, no. 9 (2004), pp. 54–63.

⁴⁶ Filus Raraga, M Chabachib, and Harjum Muharam, "Analisis Pengaruh Harga Minyak Dan Harga Emas Terhadap Hubungan Timbal-Balik Kurs Dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Di Bursa Efek Indonesia (BEI) 2000 -2013," *Jurnal Bisnis Strategi* 21, no. 1 (2012), pp. 72-94.

⁴⁷ Mardhiyah Hayati, "Investasi Menurut Perspektif Ekonomi Islam," *Journal of Islamic Economics and Business* 1, no. 1 (2016), pp. 66–78.

⁴⁸ M Shabri Abd Majid, "Assessing Volatilities of Monetary Policy and Their Effects on the Islamic and Conventional Stock Markets in Indonesia," *Signifikan: Jurnal Ilmu Ekonomi* 7, no. 2 (2018), pp. 161–72.

Dalam jangka panjang hubungan nilai tukar Ringgit Malaysia kepada kinerja Reksadana Syariah yang bersifat negatif.⁴⁹ Selain itu, nilai tukar Rupee memiliki hubungan positif terhadap pasar obligasi di Pakistan,⁵⁰ sementara hasil yang berbeda dikemukakan bahwa nilai tukar memiliki hubungan negatif terhadap pasar saham di Pakistan.⁵¹ Hasil lain menunjukkan adanya hubungan nilai tukar rupiah dengan kinerja reksadana saham sehingga investor harus mencermati nilai tukar yang memiliki pengaruh terhadap kinerja reksadana saham.⁵²

Dalam menata portofolio investasi yang ditempatkan dalam Reksadana Saham Syariah Manajer Investasi mengacu daftar efek syariah sebagai panduan yang terindeks di dalam Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dan Jakarta Islamic Indeks (JII).⁵³ ISSI merupakan Indeks saham syariah yang mencerminkan seluruh saham syariah yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Sedangkan JII merupakan Indeks saham syariah yang berisi 30 saham syariah yang tercatat di Bursa Efek Indonesia dengan rata-rata nilai kapitalisasi terbesar dan nilai likuiditas perdagangan paling tinggi dalam setahun terakhir.⁵⁴

Dalam pengelolaan portofolio investasi, indeks saham syariah merupakan salah satu *benchmark* untuk mengukur kinerja Reksadana Saham Syariah terhadap tingkat pengembalian pasar sebagai tolok ukur apakah sebuah Reksadana Saham Syariah yang dikelola oleh Manajer Investasi mampu memberikan *performa return* yang lebih baik daripada tingkat pengembalian pasar (*outperform*) atau memberikan *performa* yang lebih buruk dari tingkat pengembalian pasar

⁴⁹ Anwar Hasan Abdullah Othman, Ahmed Kameel, and Hasanuddeen Abdul Aziz, "Relationship between Macroeconomic Variables and Net Asset Value (NAV) of Islamic Equity Unit Trust Funds: Cointegration Evidence from Malaysian Unit Trust Industry" 1, no. 1 (2015), pp. 5–16.

⁵⁰ Chhapra et al., "Monetary Policy and Financial Asset Prices: Empirical Evidence from Pakistan."

⁵¹ Nathalia Angelina Lucas et al., "The Analysis of Market Timing, Exchange Rate of US Dollar, and Inflation to Equity Fund Performance during 2011-2017" 9, no. 5 (2019), pp. 125–140.

⁵² Choirum Miha and Nisful Laila, "Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Nilai Aktiva Bersih (Nab) Reksadana Syariah Di Indonesia," *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan* 4, no. 2 (2017), pp. 1–15.

⁵³ investasi Otoritas Jasa Keuangan, *Mengenal Pasar Modal Syariah*, Otoritas Jasa Keuangan (Jakarta: Direktorat Pasar Modal Syariah Otoritas Jasa Keuangan, 2016).

⁵⁴ Otoritas Jasa Keuangan, *Mengenal Pasar Modal Syariah*, Otoritas Jasa Keuangan (Jakarta: Direktorat Pasar Modal Syariah Otoritas Jasa Keuangan, 2016)..

(*underperform*).⁵⁵ Indeks saham syariah juga dapat dijadikan sebagai acuan dalam mencermati volatilitas di pasar saham syariah.⁵⁶

Kinerja Reksadana Saham Syariah mampu melebihi tingkat pengembalian Jakarta Islamic Index (JII) dalam periode 2010-2014⁵⁷. Hasil tersebut berbeda dengan penelitian lain yang menunjukkan tidak adanya hubungan kausalitas antara indeks saham syariah Jakarta Islamic Index (JII) dengan kinerja Reksadana Syariah.⁵⁸

Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) lebih memberikan pengaruh signifikan terhadap kinerja Reksadana Syariah, berbeda dengan Jakarta Islamic Index (JII) yang justru memiliki pengaruh yang tidak signifikan. Oleh sebab itu seorang investor perlu memperhatikan pergerakan harga saham di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) agar mendapatkan return yang lebih maksimal dalam berinvestasi di Reksadana Syariah.⁵⁹ Hal tersebut juga dikuatkan oleh temuan bahwa Jakarta Islamic Index (JII) tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja Reksadana Syariah.⁶⁰

2. Pengaruh Makro Ekonomi Terhadap Investasi Reksadana Syariah

Dalam mengetahui ada tidaknya hubungan jangka panjang melalui uji kointegrasi, terlebih dahulu dilakukan uji stasioneritas dalam bentuk *unit root test* menggunakan Augmented Dickey–Fuller (ADF) test. Berdasarkan *unit root test* menggunakan Augmented Dickey–Fuller (ADF) test didapatkan hasil sebagai berikut :

⁵⁵ J. Putra and S. Fauzie, “Analisis Perbandingan Kinerja Reksa Dana Konvensional Dengan Reksa Dana Syariah Di Indonesia,” *Jurnal Ekonomi Dan Keuangan* 2, no. 5 (2014), pp. 282-295. Nur Kholidah, Miftahur Rahman Hakim, and Edy Purwanto, “Analisis Kinerja Reksadana Saham Syariah Dengan Metode Sharpe, Treynor, Jensen, M2, Dan TT,” *Indonesian Interdisciplinary Journal of Sharia Economics (IIJSE)* 1, no. 2 (2019), pp. 29–40.

⁵⁶ M Shabri Abd Madjid, “The Short-Run and Long-Run Relationship in Indonesian Islamic Stock Returns,” *Al-Iqtishad: Journal of Islamic Economics* 8, no. 1 (2016), pp. 1–18. Majid, “Assessing Volatilities of Monetary Policy and Their Effects on the Islamic and Conventional Stock Markets in Indonesia.”

⁵⁷ Winda Waridah and Elis Mediawati, “Analisis Kinerja Reksadana Syariah,” *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan* 4, no. 2 (2016): pp.77–86..

⁵⁸ Ulul Albab Badru Zaman. “Pengaruh inflasi, nilai tukar rupiah, jumlah uang beredar dan jakarta islamic index (jii) terhadap nilai aktiva bersih reksadana syariah,” *Ekonomi Keuangan Dan Perbankan Syariah*, Vol.1, No.1, (2017), pp 17-37.

⁵⁹ Riska Yanti. “Analisis Pengaruh Jakarta Islamic Index , Indeks Saham Syariah Indonesia , Dan Jumlah Reksadana Terhadap Kinerja Reksadana Syariah Periode 2014-2016”, Program Studi Manajemen Keuangan Syariah Universitas Sunan Kalijaga, (2017), pp 1-11..

⁶⁰ Irsan Tricahyadinata, “Indeks Harga Saham Gabungan (ISHG) Dan Jakarta Interbank Offered Rate (JIBOR) : Kinerja Reksa Dana Campuran,” *Jurnal Ekonomi Keuangan, Dan Manajemen* 12, no. 2 (2016), pp. 281–310.

Uji Stasioneritas pada tingkat Level

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	9.91760	0.6232
ADF - Choi Z-stat	0.64635	0.7410

** -Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Uji stasioneritas dalam bentuk *unit root test* menggunakan Augmented Dickey-Fuller (ADF) test diketahui bahwa secara umum tidak ada data yang stasioner pada tingkat level ditunjukkan dengan nilai Prob yang lebih besar dari nilai kritis 0.05. Sehingga untuk mendapatkan data yang stasioner maka dilakukan uji stasioneritas dalam bentuk *unit root test* menggunakan Augmented Dickey-Fuller (ADF) test pada tingkat first difference.

Uji Stasioneritas pada tingkat First Difference

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	201.545	0.0000
ADF - Choi Z-stat	-12.8637	0.0000

** -Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Uji stasioneritas dalam bentuk *unit root test* menggunakan Augmented Dickey-Fuller (ADF) test pada tingkat first difference menunjukkan bahwa data telah stasioner pada tingkat first difference ditunjukkan dengan nilai Prob yang lebih kecil dari nilai kritis 0.05.

Setelah melakukan uji stasioneritas dan didapatkan data stasioner pada tingkat first difference maka langkah selanjutnya itu menentukan panjang lag optimum dengan membentuk persamaan Vector Autoregressive (VAR). Panjang lag optimum berguna dalam menentukan panjang lag untuk selanjutnya dilakukan pengujian apakah terdapat kointegrasi diantara variabel penelitian dengan menggunakan uji Johansen co-integration test berdasarkan hasil dari trace test dan maximum eigen tests.

Menentukan Panjang Lag Optimum

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	696.8096	NA	4.96e-19	-25.12035	-24.90137	-25.03567
1	1031.467	584.1297	9.61e-24	-35.98063	-34.44775*	-35.38785*

2	1066.118	52.92105	1.06e-23	-35.93156	-33.08480	-34.83069
3	1108.714	55.76227*	9.40e-24*	-36.17142	-32.01077	-34.56246
4	1147.277	42.06815	1.10e-23	-36.26460	-30.79006	-34.14755
5	1198.973	45.11721	9.91e-24	-36.83539*	-30.04696	-34.21025

Dalam penelitian ini, menggunakan Akaike Information Criterion (AIC) dalam menentukan panjang lag optimum. Berdasarkan Akaike Information Criterion (AIC) diketahui bahwa panjang lag optimum yang direkomendasikan ada pada lag 5. Setelah panjang lag optimum diketahui, maka selanjutnya kami menguji apakah terdapat kointegrasi diantara variabel penelitian dengan menggunakan uji Johansen co-integration test berdasarkan hasil dari trace test dan maximum eigen tests. Dalam uji kointegrasi menggunakan Johansen co-integration test berdasarkan nilai Akaike Information Criterion (AIC) maka lag 5 kami gunakan untuk mendapatkan hasil trace test dan maximum eigen tests.

Uji Kointegrasi

Trace Test

<i>Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)</i>				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.790399	195.1695	95.75366	0.0000*
At most 1 *	0.588009	110.7917	69.81889	0.0000*
At most 2 *	0.393360	62.90695	47.85613	0.0011*
At most 3 *	0.336019	35.91665	29.79707	0.0087*
At most 4	0.213741	13.80355	15.49471	0.0885
At most 5	0.015038	0.818196	3.841466	0.3657

Trace test indicates 4 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Maximum Eigenvalue Test

<i>Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)</i>				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.790399	84.37777	40.07757	0.0000*
At most 1 *	0.588009	47.88474	33.87687	0.0006*
At most 2	0.393360	26.99030	27.58434	0.0594
At most 3 *	0.336019	22.11310	21.13162	0.0363
At most 4	0.213741	12.98535	14.26460	0.0788
At most 5	0.015038	0.818196	3.841466	0.3657

Max-eigenvalue test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

*** denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level**

****MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values**

Berdasarkan uji kointegrasi dengan nilai lag 5, hasil dari trace test diketahui bahwa terdapat 4 variabel yang terkointegrasi ditunjukkan dengan nilai Prob. yang lebih kecil dari nilai kritis 0.005. Sementara berdasarkan hasil dari maximum eigenvalue diketahui bahwa terdapat 2 variabel yang saling terkointegrasi dengan nilai Prob. yang lebih kecil dari nilai kritis 0.005. Dari hasil trace test dan maximum eigenvalue maka dapat diketahui bahwa antar variabel dalam penelitian ini memiliki hubungan jangka panjang dan persamaan model yang terbentuk dalam penelitian ini dalam bentuk model Vector Error Correction Model (VECM) karena ditemukan adanya kointegrasi.

Maka rumus persamaan yang terbentuk adalah sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \Delta \ln NAB_t = & \beta_t + \sum_{k=1}^r \lambda_{1,k} ECT_{k,t-1} + \sum_{\pi=1}^p \gamma_{1,s} \Delta \ln NAB_{t-s} \\ & + \sum_{k=1}^p \gamma_{2,s} \Delta \ln M2_{t-s} + \sum_{k=1}^p \gamma_{3,s} \Delta \ln ISSI_{t-s} \\ & + \sum_{k=1}^p \gamma_{4,s} \Delta \ln EXR_{t-s} + \sum_{k=1}^p \gamma_{4,s} \Delta \ln EXR_{t-s} \\ & + \sum_{k=1}^p \gamma_{5,s} \Delta \ln INF_{t-s} + \sum_{k=1}^p \gamma_{5,s} \Delta \ln BIR_{t-s} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

Error Correction:	D(LN_NAB)			
CointEq1	-0.104839			
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-0.104839	0.045689	-2.294623	0.0260

Adapun besaran nilai CointEq1 yang merupakan nilai dari *ECT* dari persamaan di atas diperoleh sebesar **-0.104839** dengan tingkat signifikansi pada nilai kritis 5% diperoleh 0.02 sehingga persamaan ECM yang terbentuk oleh model dinyatakan signifikan. Nilai *ECT* sebesar **-0.104839** menandakan bahwa penyesuaian kecepatan koreksi kesalahan jangka pendek menuju keseimbangan jangka panjang sebesar 10,48%. Setelah persamaan Vector Error Correction Model terbentuk dan diketahui besaran nilai dari ECM yang merupakan

kecepatan penyesuaian koreksi kesalahan jangka pendek menuju keseimbangan jangka panjang maka tahap selanjutnya adalah melakukan uji kausalitas.

Dengan menggunakan uji Granger-Causality diperoleh hasil sebagai berikut :

<i>Null Hypothesis:</i>	<i>Obs</i>	<i>F-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
<i>LN_M2 does not Granger Cause LN_NAB</i> <i>LN_NAB does not Granger Cause LN_M2</i>	56	3.69855 1.53705	0.0107* 0.2069
<i>LN_ISSI does not Granger Cause LN_NAB</i> <i>LN_NAB does not Granger Cause LN_ISSI</i>	56	1.63555 0.62045	0.1811 0.6502
<i>LN_EXR does not Granger Cause LN_NAB</i> <i>LN_NAB does not Granger Cause LN_EXR</i>	56	0.25054 4.32377	0.9079 0.0046
<i>INF does not Granger Cause LN_NAB</i> <i>LN_NAB does not Granger Cause INF</i>	56	4.17680 0.10025	0.0056* 0.9818
<i>BIR does not Granger Cause LN_NAB</i> <i>LN_NAB does not Granger Cause BIR</i>	56	1.72834 0.54901	0.1596 0.7006
<i>LN_ISSI does not Granger Cause LN_M2</i> <i>LN_M2 does not Granger Cause LN_ISSI</i>	56	0.60335 2.97651	0.6621 0.0285
<i>LN_EXR does not Granger Cause LN_M2</i> <i>LN_M2 does not Granger Cause LN_EXR</i>	56	1.15949 1.24067	0.3407 0.3067
<i>INF does not Granger Cause LN_M2</i> <i>LN_M2 does not Granger Cause INF</i>	56	1.44410 1.12755	0.2344 0.3550
<i>BIR does not Granger Cause LN_M2</i> <i>LN_M2 does not Granger Cause BIR</i>	56	1.36064 1.03875	0.2619 0.3973
<i>LN_EXR does not Granger Cause LN_ISSI</i> <i>LN_ISSI does not Granger Cause LN_EXR</i>	56	0.50382 1.26993	0.7331 0.2952
<i>INF does not Granger Cause LN_ISSI</i> <i>LN_ISSI does not Granger Cause INF</i>	56	3.37087 2.35051	0.0166 0.0677
<i>BIR does not Granger Cause LN_ISSI</i> <i>LN_ISSI does not Granger Cause BIR</i>	56	1.06597 2.55886	0.3839 0.0507
<i>INF does not Granger Cause LN_EXR</i> <i>LN_EXR does not Granger Cause INF</i>	56	0.92034 3.91843	0.4601 0.0079
<i>BIR does not Granger Cause LN_EXR</i> <i>LN_EXR does not Granger Cause BIR</i>	56	1.83060 0.96070	0.1387 0.4379
<i>BIR does not Granger Cause INF</i> <i>INF does not Granger Cause BIR</i>	56	0.45799 0.74770	0.7661 0.5645

Dalam uji Granger-Causalities hipotesis dirumuskan sebagai berikut, H_0 : tidak terjadi Granger Cause, dengan H_1 : terjadi Granger Cause. Apabila dalam nilai kritis 5% nilai Prob. kurang dari 0.05 maka menolak H_0 dan menerima H_1 .

Hasil uji Granger-Causality dapat dijelaskan sebagai berikut :

a) M2 mempengaruhi NAB

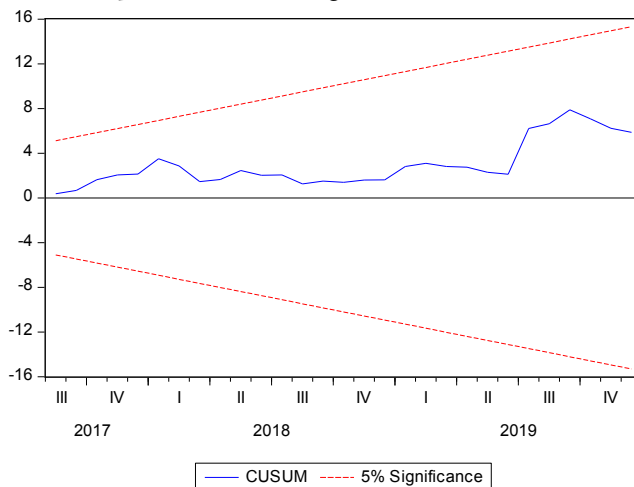
Hasil ini menunjukkan bahwa dalam jangka pendek jumlah uang beredar mempengaruhi kinerja Reksadana Syariah. Meningkatnya jumlah uang beredar mendorong masyarakat untuk berinvestasi.

b) INF mempengaruhi NAB

Hasil ini menunjukkan bahwa dalam jangka pendek inflasi mempengaruhi kinerja Reksadana Syariah.

Dari hasil uji Granger-Causality, dapat diketahui bahwa dalam jangka pendek tidak terdapat hubungan kausalitas dua arah yang terjadi pada kinerja Reksadana Syariah terhadap masing-masing variabel independen. Hubungan yang terbentuk pada kinerja Reksadana Syariah dan variabel independen hanya satu arah. Dalam jangka pendek, hubungan kausalitas searah yang mempengaruhi kinerja Reksadana Syariah yaitu jumlah uang beredar dan inflasi.

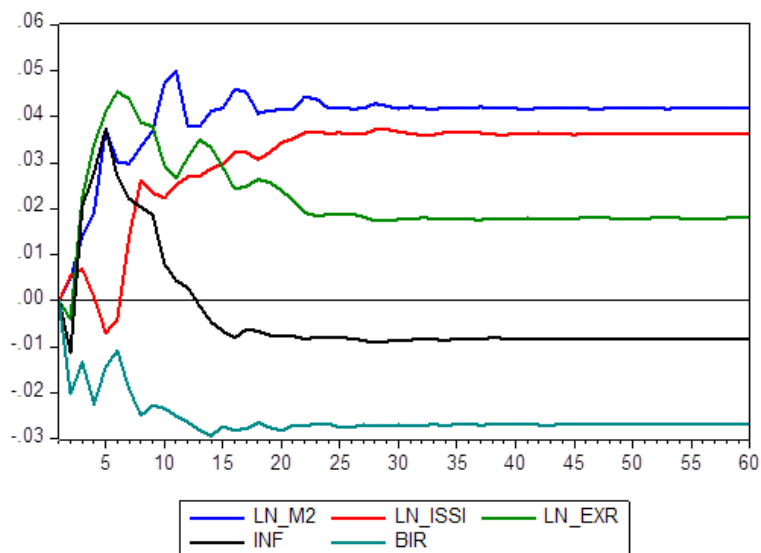
Langkah selanjutnya guna memastikan bahwa model VECM yang terbentuk dalam penelitian ini dalam keadaan yang stabil, maka dilakukan diagnosa stabilitas menggunakan recursive estimates dengan menggunakan CUSUM test dan didapatkan hasil sebagai berikut :



Terlihat bahwa garis CUSUM tidak melebihi garis signifikansi 5%, maka model VECM yang bentuk sudah dalam keadaan stabil.

Dalam keadaan model yang telah stabil, selanjutnya dilakukan Impulse Response Function dengan horizon waktu selama 60 periode pengamatan sebagai simulasi adanya guncangan (shock) yang diberikan oleh variabel independen dalam hal ini variabel markoekonomi diwakili oleh jumlah uang beredar, inflasi, suku bunga bank sentral, nilai tukar rupiah, dan indeks saham syariah terhadap kinerja Reksadana Syariah sebagai variabel dependen. Dalam hal ini pemberian *shock* ditunjukkan dengan adanya peningkatan jumlah/nilai/persentase yang terus menerus terjadi dalam masing-masing variabel.

Hasil Impulse Response Function diperoleh sebagai berikut :



Ketika terjadi guncangan variabel independen dalam hal ini variabel markoekonomi diwakili oleh jumlah uang beredar, inflasi, suku bunga bank sentral, nilai tukar rupiah, dan indeks saham syariah maka respon kinerja Reksadana Syariah adalah sebagai berikut :

a) Guncangan M2 terhadap NAB

Guncangan yang terjadi pada jumlah uang beredar direspon positif oleh kinerja Reksadana Syariah, sehingga dalam jangka panjang ketika terjadi kenaikan jumlah uang beredar di masyarakat akan mendorong peningkatan kinerja Reksadana Syariah di Indonesia. Hasil ini menunjukkan bahwa kenaikan jumlah uang beredar digunakan untuk berinvestasi oleh masyarakat.

b) Guncangan INF terhadap NAB

Guncangan yang terjadi pada inflasi mula-mula direspon positif oleh NAB Reksadana Syariah, namun dalam jangka panjang peningkatan inflasi yang terus terjadi pada akhirnya direspon negatif yang berakibat menurunkan kinerja Reksadana Syariah di Indonesia. Hasil ini menguatkan teori bahwa inflasi yang terus menerus terjadi dalam jangka panjang akan menggerus nilai uang karena kenaikan harga barang dan jasa sehingga mendorong masyarakat untuk mengeluarkan uang lebih banyak bahkan dalam jangka panjang dapat menggerus alokasi dana untuk investasi.

c) Guncangan ISSI terhadap NAB

Guncangan pada kinerja Saham Syariah mula-mula direspon fluktuatif oleh kinerja Reksadana Syariah, namun dalam jangka panjang peningkatan kinerja saham syariah akan mendorong peningkatan kinerja Reksadana Syariah di Indonesia. Hasil ini menunjukkan pengaruh signifikan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sebagai acuan kinerja Saham Syariah di Indonesia terhadap kinerja Reksadana Syariah.

d) Guncangan BIR terhadap NAB

Guncangan yang terjadi pada suku bunga bank sentral yang ditandai dengan peningkatan suku bunga bank sentral yang terus terjadi direspon negatif oleh kinerja Reksadana Syariah di Indonesia. Hasil ini menguatkan teori bahwa suku bunga bank sentral sebagai salah satu instrumen yang dapat mempengaruhi serta memotivasi untuk baik individu maupun dunia usaha untuk menabung dan melakukan investasi. Ketika suku bunga mengalami kenaikan dalam jangka panjang akan menurunkan gairah masyarakat untuk berinvestasi.

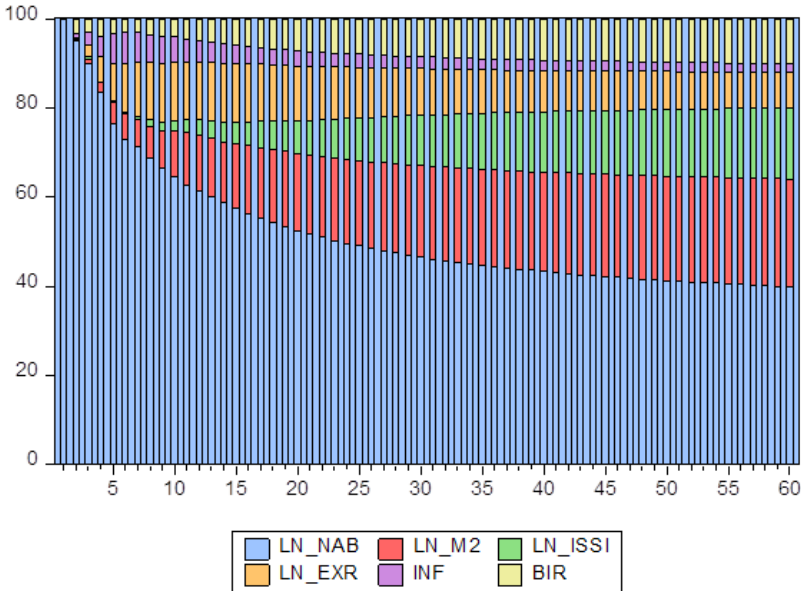
e) Guncangan EXR terhadap NAB

Guncangan yang terjadi pada nilai tukar mula-mula direspon positif oleh kinerja Reksadana Syariah namun kemudian dalam jangka panjang peningkatan nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika Serikat menunjukkan tren penurunan terhadap kinerja Reksadana Syariah.

Setelah mensimulasikan guncangan (shock) melalui Impulse Response Function dalam melihat respon kinerja Reksadana Syariah yang berasal dari variabel makroekonomi yang diwakili oleh jumlah uang beredar, inflasi, suku bunga bank sentral, nilai tukar rupiah, dan indeks saham syariah yang mencerminkan kinerja Saham Syariah maka tahapan selanjutnya adalah melihat proporsi pergerakan variabel dependen yang disebabkan oleh guncangan

pada variabel dependen itu sendiri dan proporsi pada variabel independen melalui Variance Decomposition dengan horizon waktu pengamatan selama 60 periode.

Hasil Variance Decomposition diperoleh sebagai berikut :



Mula-mula proporsi guncangan yang terjadi pada kinerja Reksadana Syariah disebabkan oleh kinerja Reksadana Syariah itu sendiri, namun seiring berjalannya waktu proporsi guncangan yang disebabkan oleh kinerja Reksadana Syariah berangsur-angsur berkurang meskipun hingga jangka waktu yang ditentukan dalam selama 60 periode berikutnya menjadi variabel dengan presentase yang paling dominan. Variabel nilai tukar rupiah mula-mula menjadi variabel independen yang paling dominan menguncang kinerja Reksadana Syariah, namun seiring berjalannya waktu proporsi nilai tukar dalam menguncang kinerja Reksadana Syariah (NAB) berangsur-angsur berkurang.

Variabel jumlah uang beredar mula-mula menjadi variabel independen yang paling tidak dominan menguncang kinerja Reksadana Syariah, namun seiring berjalannya waktu proporsi jumlah uang beredar dalam menguncang kinerja Reksadana Syariah berangsur-angsur meningkat dan menjadi variabel independen yang paling dominan dalam jangka panjang. Variabel inflasi mula-mula menjadi salah satu variabel independen yang ikut memberikan proporsi guncangan terhadap kinerja Reksadana Syariah, namun seiring berjalannya waktu inflasi dalam menguncang kinerja Reksadana Syariah berangsur-angsur

berkurang dan menjadi variabel independen yang paling tidak dominan dalam jangka panjang.

Variabel kinerja indeks saham syariah mula-mula menjadi variabel independen yang tidak terlalu memberikan proporsi guncangan terhadap kinerja Reksadana Syariah, namun seiring berjalannya waktu kinerja indeks saham syariah dalam mengucang kinerja Reksadana Syariah berangsur-angsur meningkat dan menjadi variabel independen kedua yang dominan dalam jangka panjang. Variabel suku bunga bank sentral bank sentral mula-mula menjadi variabel independen yang paling awal memberikan efek guncangan terhadap kinerja Reksadana Syariah meskipun dalam proporsi yang kecil, namun seiring berjalannya waktu suku bunga bank sentral bank sentral dalam mengucang kinerja Reksadana Syariah berangsur-angsur meningkat dan menjadi variabel independen ketiga yang dominan dalam jangka panjang.

Besaran prosentase dari masing-masing variabel dapat dilihat dalam tabel berikut :

<i>Period</i>	<i>S.E.</i>	<i>LN_NAB</i>	<i>LN_M2</i>	<i>LN_ISSI</i>	<i>LN_EXR</i>	<i>INF</i>	<i>BIR</i>
1	0.083258	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.112436	95.17815	0.194702	0.238340	0.126968	0.998997	3.262845
3	0.139197	89.92564	1.144860	0.395363	2.673894	2.805488	3.054751
6	0.221558	72.90679	5.897326	0.293050	11.01034	7.001701	2.890795
12	0.314843	61.46417	12.51044	3.453377	12.91177	4.820860	4.839386
24	0.422968	49.62228	18.94167	9.135012	11.52807	2.998349	7.774613
36	0.503041	44.38052	21.73012	12.77458	9.675804	2.462808	8.976159
48	0.571761	41.62445	23.23929	14.71455	8.658050	2.152607	9.611047
60	0.633118	39.89326	24.19056	15.92841	8.022596	1.955307	10.00986

Cholesky Ordering: LN_NAB LN_M2 LN_ISSI LN_EXR

INF BIR

Berdasarkan tabel di atas, diketahui bahwa dalam jangka waktu 2-3 bulan pertama (2-3 periode awal) suku bunga bank sentral bank sentral memberikan proporsi guncangan sebesar 3,26% dan 3,05% terhadap kinerja Reksadana Syariah sementara variabel independen yang lain belum memberikan proporsi guncangan kepada kinerja Reksadana Syariah. Dalam jangka waktu setengah tahun dan satu tahun (periode ke-6 dan periode ke 12) nilai tukar rupiah masing-masing memberikan proporsi guncangan sebesar 11,01% dan 12,91% sehingga variabel independen yang paling dominan memberikan guncangan terhadap kinerja Reksadana Syariah jika dibandingkan variabel independen yang lain di periode tersebut.

Dalam jangka waktu dua tahun (periode ke-24) jumlah uang beredar menjadi variabel independen yang paling dominan dalam memberikan guncangan terhadap kinerja Reksadana Syariah dengan nilai proporsi sebesar 18,94% dan diikuti oleh nilai tukar rupiah di urutan kedua dengan proporsi sebesar 11,53%. Dalam periode ini, guncangan terjadi kepada kinerja Reksadana Syariah yang disebabkan jumlah uang beredar menggeser proporsi guncangan yang diberikan oleh nilai tukar rupiah. Dalam jangka waktu tiga hingga lima tahun (periode ke-36 hingga periode ke-60) jumlah uang beredar menjadi variabel independen yang paling dominan dalam memberikan guncangan terhadap kinerja Reksadana Syariah masing-masing memberikan proporsi guncangan sebesar 21.73%, 23.24%, dan 24.19%. Variabel indeks saham syariah yang menjadi acuan dalam melihat kinerja Saham Syariah menjadi variabel independen dominan kedua yang memberikan guncangan terhadap kinerja Reksadana Syariah dengan proporsi masing-masing sebesar 12.78%, 14.71%, 15.93%.

Secara keseluruhan berdasarkan hasil dari Variance Decompositon dalam jangka waktu 5 tahun (60 periode) dapat diketahui bahwa proporsi guncangan terbesar terhadap kinerja Reksadana Syariah adalah kinerja Reksadana Syariah itu sendiri dengan proporsi sebesar 39,90% apabila ditinjau dari proporsi guncangan yang diberikan oleh masing-masing individu dari tiap variabel. Disisi yang lain dapat diketahui bahwa apabila ditinjau dari pengaruh yang diberikan oleh variabel makroekonomi yang terdiri dari jumlah uang beredar, inflasi, suku bunga bank sentral, nilai tukar rupiah, dan indeks saham syariah terhadap kinerja Reksadana Syariah sebagai variabel dependen terlihat bahwa variabel makroekonomi memberikan proporsi guncangan sebesar 60.10% yang artinya kinerja Reksadana Syariah ikut dipengaruhi oleh dinamika yang terjadi pada variabel makroekonomi.

Berdasarkan hasil yang telah dikemukakan dalam penelitian ini, maka Manajer Investasi sebagai pihak pengelola Reksadana Syariah harus mampu menyesuaikan portofolionya terhadap dinamika variabel makroekonomi agar dapat memberikan kinerja portofolio yang baik. Disisi lain investor sebagai pihak yang menginvestasikan dananya harus memperhatikan dinamika yang terjadi pada variabel makroekonomi dalam berinvestasi di Reksadana Syariah.

PENUTUP

Penelitian ini mencoba untuk mengungkapkan bagaimana kinerja Reksadana Syariah di Indonesia ketika dihadapkan pada kondisi makroekonomi yang tidak stabil melalui simulasi pemberian *shock* terhadap variabel

makroekonomi. Melalui permodelan Vector Error Correction Model (VECM) serta penggunaan pendekatan Impulse Response Function bersama dengan Variance Decomposition sebagai perangkat untuk mensimulasikan keadaan guncangan serta besaran proposi masing-masing variabel dalam keadaan yang tidak stabil, didapatkan hasil bahwa secara simultan variabel makroekonomi di Indonesia mempengaruhi kinerja Reksadana Syariah di Indonesia. Dalam jangka panjang, guncangan yang terjadi pada jumlah uang beredar (M2) dan indeks Saham Syariah yang diwakili oleh Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sebagai acuan untuk melihat kinerja Saham Syariah di Indonesia memberikan dampak positif terhadap kinerja Reksadana Syariah (NAB), disisi lain guncangan yang terjadi pada inflasi (INF), dan suku bunga bank sentral (BIR) direspon negatif oleh kinerja Reksadana Syariah (NAB). Sementara guncangan yang terjadi pada nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika Serikat (EXR) menunjukkan hasil yang positif meskipun melandai.

DAFTAR PUSTAKA

- Enders, Walter. *Applied Econometric Time Series Fourth Edition*. Wiley, 2014.
- . *Applied Econometric Time Series Second Edition*. Wiley, 1995.
- Gusni, Silviana, and Faisal Hamdani. "Factors Affecting Equity Mutual Fund Performance: Evidence from Indonesia." *Investment Management and Financial Innovations* 15, no. 1, 2018.
- Hermawan, Denny, and Ni Wiagustini. "Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, Ukuran Reksa Dana, Dan Umur Reksa Dana Terhadap Kinerja Reksa Dana." *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana* 5, no. 5, 2016.
- Krishnamurthy, Srinivasan, Denis Pelletier, and Richard S. Warr. "Inflation and Equity Mutual Fund Flows." *Journal of Financial Markets* no.37, 2018.
- Kurniasih, Augustina, and Leonardo David Yuliany Johannes. "Analisis Variabel Makroekonomi Terhadap Kinerja Reksadana Campuran." *Jurnal Manajemen* 19, no. 1, 2017.
- Lucas, Nathalia Angelina, Jenry Cardo Manurung, Adler Haymans Manurung, and Bahtiar Usman. "The Analysis of Market Timing , Exchange Rate of Us Dollar , and Inflation to Equity Fund Performance during 2011-2017" 9, no. 5, 2019.
- Miha, Choirum, and Nisful Laila. "Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Nilai Aktiva Bersih (Nab) Reksadana Syariah Di Indonesia." *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan* 4, no. 2, 2017.
- Otoritas Jasa Keuangan. *Mengenal Pasar Modal Syariah*. Otoritas Jasa Keuangan. Jakarta: Direktorat Pasar Modal Syariah Otoritas Jasa Keuangan, 2016.
- Qureshi, Fiza, Ali M. Kutan, Abdul Ghafoor, Habib Hussain Khan, and Zeeshan Qureshi. "Dynamics of Mutual Funds and Stock Markets in Asian Developing Economies." *Journal of Asian Economics*, no. 65, 2019.
- Sujoko. "Analisis Pengaruh Suku Bunga, Inflasi, Kurs Mata Uang, Ihsng Dan Dana Kelolaan Terhadap Imbal Hasil Reksadana Saham." *Jurnal Ilmu Ekonomi dan Manajemen* 5, no. 2, 2009.
- Sumantyo, Riwi, and Dessy Anis Savitri. "Macroeconomic Variables towards Net Asset Value of Sharia Mutual Funds in Indonesia and Malaysia." *Jurnal Keuangan dan Perbankan* 23, no. 2, 2019.

- Tricahyadinata, Irsan. "Indeks Harga Saham Gabungan (ISHG) Dan Jakarta Interbank Offered Rate (JIBOR) : Kinerja Reksa Dana Campuran." *Jurnal Ekonomi Keuangan, Dan Manajemen* 12, no. 2, 2016.
- Wibowo, Andi. "Pengaruh Variabel Makro Ekonomi Terhadap Kinerja Reksadana Pendapatan Tetap Di Indonesia." *Jurnal Akuntansi, Manajemen Bisnis dan Sektor Publik (JAMBSP)* 7, no. 2, 2011.

