

Determinasi Investasi Di Pasar Modal Syariah Indonesia

Mukhlis^{1*}, Ahmad Fauzan Abdullah², Muhammad Arifai³, M. Yusuf⁴, Nursyidah⁵

^{1,2,3,4,5}Jurusan Tata Niaga Politeknik Negeri Lhokseumawe
Jalan B. Aceh - Medan Km.280 Buketrata 24301 INDONESIA
¹mukhlis@pnl.ac.id

Abstrak—Perkembangan industri asuransi syariah disamping didorong oleh perkembangan sektor perbankan syariah juga didorong oleh perkembangan sektor lembaga keuangan islami non bank, sukuk pemerintah dan swasta serta perkembangan institusi islami lainnya. Asuransi syariah adalah sebuah usaha untuk saling melindungi dan saling tolong menolong di antara para pemegang polis, yang dilakukan melalui pengumpulan dan pengelolaan dana tabarru yang memberikan pola pengembalian untuk menghadapi risiko tertentu melalui akad yang sesuai dengan prinsip syariah. Dalam pengelolaan dana investasi, perusahaan asuransi tidak mengelola sendiri dana tersebut seperti halnya perbankan syariah melainkan di investasikan pada instrumen-instrumen pasar modal atau lain sebagainya yang menerapkan prinsip syariah. Investasi merupakan suatu cara mengelola kesejahteraan pada pemodal atas sebuah komitmen pengelolaan sejumlah dana pada saat ini dengan harapan memperoleh sejumlah keuntungan di masa mendatang. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui determinan investasi yang melibatkan beberapa instrumen keuangan syariah yang diperjualbelikan di pasar modal syariah. Sumber data yang digunakan berupa data sekunder yang terdokumentasi dari laporan Otoritas Jasa Keuangan yang dipublikasikan dalam Institusi Keuangan Non-Bank Syariah khususnya asuransi syariah. Teknik pengambilan sampel menggunakan metode sampel jenuh dengan jumlah sampel berupa data deret waktu bulanan selama periode Februari 2015 sampai dengan Maret 2021. Metode penelitian yang digunakan adalah secara kuantitatif yang melibatkan teknik investigasi deret waktu multivariate dengan model vector autoregressive. Hasil penelitian menunjukkan bahwa peubah reksadana syariah memberikan kontribusi besar untuk berinvestasi dalam asuransi syariah di pasar modal syariah Indonesia. Pergerakan saham syariah, obligasi syariah dan reksadana syariah menunjukkan bahwa investasi dalam asuransi syariah tidak memiliki hubungan stabilitas atau keseimbangan dan kesamaan pergerakan dalam jangka panjang. Implikasi bagi investor agar memperhatikan kebijakan pemerintah terutama mengenai kebijakan deviden yang diambil dalam rangka untuk dapat mengoptimalkan nilai perusahaan secara konsisten.

Kata kunci— asuransi syariah, investasi, saham syariah, obligasi syariah, reksadana syariah, vector autoregressive

Abstract— Development of the sharia insurance industry in addition to assessing the development of the sharia banking sector is also the development of the non-bank Islamic financial institution sector, government and private sukuk and other Islamic institutions. Sharia insurance is an effort to protect each other and help each other between policy holders which is carried out through the collection and management of tabarru funds that provide a pattern for dealing with certain risks through contracts in accordance with sharia principles. In the management of investment funds, insurance companies do not manage these funds themselves like sharia banking but are invested in capital market instruments or others that apply sharia principles. Investment is a way of managing the welfare of investors on a commitment of a number of funds at this time in the hope of obtaining a number of benefits in the future. This study aims to determine the investment determinants involving several Islamic financial instruments traded in the Islamic capital market. The data source used is secondary data which is documented from the Financial Services Authority report published in Sharia Non-Bank Financial Institutions, especially sharia insurance. The sampling technique used the census sample method with the number of samples in the form of monthly time series data for the period February 2015 to March 2021. The research method used is quantitative involving multivariate series investigation techniques with vector autoregressive models. The results show that the variables of Islamic mutual funds make a major contribution to investing in Islamic insurance in the Indonesian Islamic capital market. The movement of sharia stock, sharia bonds and sharia mutual funds shows that investment in sharia insurance does not have a relationship or similarity to the relationship and balance of movements in the long term. The implication for investors is to pay attention to government policies, especially regarding dividend policies taken in order to be able to optimize company value consistently.

Keywords— sharia insurance, investment, sharia stock, sharia bonds, sharia mutual funds, vector autoregressive

I. PENDAHULUAN

Dalam literatur keuangan Islam, investasi merupakan kegiatan muamalah yang sangat dianjurkan dengan tujuan supaya harta yang dimiliki menjadi produktif dan memberikan manfaat bagi pihak-pihak yang membutuhkan [1]. Salah satu bentuk investasi syariah yang memungkinkan bagi masyarakat untuk memperoleh keuntungan di masa yang akan datang dengan berinvestasi dalam bentuk finansial. Investasi dalam bentuk finansial dilakukan oleh kalangan tertentu yang mahir dan mengetahui perkembangan dunia investasi di pasar modal secara mendalam [2]. Adapun bentuk investasi adalah menanamkan hartanya di pasar modal syariah, baik melalui saham syariah, obligasi syariah (sukuk), instrumen pasar modal syariah lainnya yakni reksadana syariah.

Investasi pada hakikatnya merupakan penempatan sejumlah dana pada saat ini dengan harapan untuk memperoleh laba yang dibelanjakan pada sektor bisnis untuk

menambah stok modal dalam periode tertentu [3], penundaan konsumsi sekarang untuk digunakan di dalam produksi yang efisien selama periode waktu yang tertentu [4]. Bahkan suatu komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya yang lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang [5]. Dengan demikian investasi dapat disimpulkan sebagai suatu komitmen atas sejumlah dana atau sumberdaya lainnya yang dilakukan pada saat sekarang dengan tujuan untuk memperoleh sejumlah keuntungan yang lebih besar di masa yang akan datang.

Kehadiran pasar modal syariah menjadi peluang bagi sebagian besar masyarakat muslim maupun non-muslim yang berkeinginan menempatkan dananya sesuai dengan prinsip syariah. Pilar perkembangan pasar modal syariah di Indonesia diawali dengan diluncurkannya Jakarta Islamic Index (JII) pada tanggal 3 Juli 2000. Pasar modal syariah merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan syariah jangka panjang yang dapat diperjualbelikan.

Salah satu instrumen pasar modal syariah yang dimaksud adalah saham syariah. Saham syariah merupakan surat berharga yang menggambarkan penyertaan modal ke dalam suatu perusahaan, dimana penyertaan modal dilakukan pada perusahaan yang tidak melanggar prinsip-prinsip syariah. Saham syariah seringkali dianggap tidak *liquid* karena batasan periode kontrak yang mengikat [6].

Begitu juga dengan investasi syariah lainnya adalah obligasi syariah atau yang dikenal dengan sukuk merupakan efek syariah berbasis sekuritisasi aset dan termasuk ke dalam efek pendapatan tetap. Hal ini menunjukkan semakin besar peran pasar modal dalam memobilisasi dana ke sektor produktif sehingga meningkatkan minat masyarakat untuk berinvestasi pada obligasi syariah (sukuk) yang diikuti dengan semakin banyaknya perusahaan yang menerbitkan obligasi dalam konsep syariah [7].

Instrumen keuangan syariah lainnya adalah reksadana syariah yang merupakan wadah untuk mengumpulkan dana masyarakat yang dikelola oleh manajer investasi. Reksadana syariah memiliki kriteria berbeda yang terletak pada pemilihan instrumen investasi dan mekanisme investasi yang tidak boleh bertentangan dengan prinsip syariah. Perbedaan lainnya adalah keseluruhan proses manajemen portofolio, *screening* dan *cleansing* [8].

Pembahasan mengenai investasi yang memerlukan informasi pada setiap perkembangan pasar modal syariah memberikan peranan yang sangat penting bagi perekonomian suatu negara. Beberapa manfaat investasi yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah tidak melakukan praktik riba, risiko cenderung kecil karena mengedepankan asas kekeluargaan, dan manfaatnya tidak hanya dirasakan oleh para nasabah, tetapi juga untuk orang lain.

Dalam Peraturan Bapepam dan LK Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah disebutkan bahwa Efek Syariah adalah Efek sebagaimana dimaksud dalam UUPM dan peraturan pelaksanaannya yang akad, cara, dan kegiatan usaha yang menjadi landasan pelaksanaannya tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal. Sampai dengan saat ini, efek syariah yang telah diterbitkan di pasar modal Indonesia meliputi saham syariah, obligasi syariah (sukuk) dan unit penyertaan dari reksa dana syariah.

Saham merupakan surat berharga bukti penyertaan modal kepada perusahaan dan dengan bukti penyertaan tersebut pemegang saham berhak untuk mendapatkan bagian hasil dari usaha perusahaan tersebut [9]. Begitu juga dengan saham syariah merupakan saham-saham perusahaan yang sesuai dengan prinsip syariah yang terdaftar secara keseluruhan yang terdapat dalam DES (Daftar Efek Syariah). Saham syariah merupakan salah satu bentuk dari saham biasa yang memiliki karakteristik khusus yang berupa kontrol ketat dalam hal kehalalan ruang lingkup kegiatan usaha [10]. Saham syariah merupakan surat bukti kepemilikan usaha dengan menyertakan modal sebagaimana saham pada umumnya, hanya saja dalam prosesnya tidak bertentangan dengan prinsip syariah baik jenis usaha, produk yang di hasilkan serta transaksi yang dilakukan [11].

Menurut Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan Nomor KEP-130/BL/2006 Tanggal 3 November 2006 tentang penerbitan efek syariah menyatakan bahwa sukuk adalah efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas kepemilikan aset berwujud tertentu, nilai manfaat dan jasa

atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu, atau kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.) Pengertian sukuk sesuai fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor 32/DSN-MUI/IX/2002 adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi syariah. Emiten berkewajiban membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo [12].

Reksadana syariah merupakan salah satu alternatif investasi bagi masyarakat pemodal, khususnya pemodal kecil dan pemodal yang tidak mempunyai banyak keahlian dan waktu untuk menghitung atas investasi mereka [13]. Manakala pengertian yang berbeda mengenai konsep reksadana syariah dalam operasionalnya yang paling tampak adalah proses *screening* dalam mengkonstruksi portofolio yang sesuai dengan prinsip syariah untuk memperoleh amal. Dengan demikian, reksadana syariah dirancang sebagai sarana untuk menghimpun dana dari masyarakat yang memiliki modal, mempunyai keinginan untuk melakukan investasi, namun hanya memiliki waktu dan pengetahuan yang terbatas [14].

Adapun yang menjadi permasalahan dalam penelitian ini adalah apa saja penentu investasi pada sektor asuransi syariah di pasar modal syariah Indonesia. Maksud dari penelitian yang dilakukan adalah mendorong upaya peningkatan dalam berinvestasi di pasar modal syariah untuk memperkuat dan meningkatkan peran sistem keuangan berbasis syariah di dalam negeri.

Berdasarkan permasalahan yang akan diteliti, maka yang menjadi tujuan penelitian adalah untuk mengetahui penentu investasi pada sektor asuransi syariah di pasar modal syariah Indonesia. Sehubungan dengan latar belakang maka hipotesis penelitian adalah terdapat hubungan penentu investasi di pasar modal syariah Indonesia.

II. METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan jenis pendekatan metode kuantitatif. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari Institusi Keuangan Non-Bank Syariah (IKNBSyariah) pada sektor asuransi syariah yang meliputi saham syariah, surat berharga syariah negara, obligasi syariah dan reksadana syariah serta jumlah investasi syariah.

Sumber data diperoleh dari data deret waktu (*time series*) berupa data bulanan selama periode Pebruari 2015 sampai dengan Maret 2021 yang dipublikasikan Otoritas Jasa Keuangan. Adapun teknik pengumpulan data berdasarkan pengamatan berupa dataset statistik yang dikumpulkan dari laporan investasi asuransi syariah dari IKNBSyariah,

Metode analisa data yang digunakan adalah metode deret waktu yang menggunakan teknik investigasi ekonometrika melalui tahapan uji stasioneritas, uji akar unit Augmented Dickey Fuller, uji kointegrasi Johansen, uji kausalitas Granger. Model persamaan simultan yang digunakan adalah Vector Autoregressive untuk memproyeksikan sebuah sistem dengan variabel deret waktu dan analisis *Impulse Response Function* serta *Variance Decomposition* [15].

III. HASIL DAN PEMBAHASAN

Salah satu prosedur yang harus dilakukan dalam estimasi model ekonomi dengan data runtut waktu adalah menguji

apakah data runtut waktu tersebut stasioner atau tidak. Data stasioner merupakan data runtut waktu yang tidak mengandung akar-akar unit (*unit roots*), sebaliknya data yang tidak stasioner jika *mean*, *variance* dan *covariance* data tersebut konstan sepanjang waktu [16].

Dari uji stasioner pada tingkat level (0) hanya variabel Obligasi Syariah yang lolos uji stasioner, sedangkan variabel Investasi, Saham Syariah dan Reksadana Syariah tidak lolos pada data level. Maka pengujian dilanjutkan dengan uji stasioner pada tingkat first different, dan hasilnya semua lolos pada tingkat first different sehingga model VAR *first difference* dapat dilanjutkan.

Stasioneritas data dapat diamati dengan metode *Augmented Dickey Fuller* (ADF) dengan kriteria keputusan pada tingkat signifikansi $(1-\alpha)100\%$, hipotesis awal ditolak jika statistik ADF lebih kecil dari nilai kritis pada saat α , atau *p value* lebih kecil dari nilai signifikansi α atau dengan kata lain jika hipotesis awal ditolak maka data stasioner. Berikut adalah hasil uji akar unit dapat dilihat pada Tabel I.

TABEL I
UJI AKAR UNIT AUGMENTED DICKEY FULLER

Variabel	Uji Akar Unit (Unit Roots Test)					
	Level (0)			First Difference (1st Difference)		
	ADF	Tingkat Signifikansi ($\alpha = 5\%$)	Prob.	ADF	Tingkat Signifikansi ($\alpha = 5\%$)	Prob.
Investasi	-2.175	-2.902	0.2172	-7.129	-2.902	0.0000
Saham Syariah	-1.939	-2.902	0.3131	-7.523	-2.902	0.0000
Obligasi Syariah	-9.692	-2.904	0.0000	-	-	-
Reksadana Syariah	-0.805	-2.902	0.8116	-5.493	-2.902	0.0000

Sumber : Hasil Penelitian (diolah), 2021

Stasioneritas data dapat diamati dengan metode *Augmented Dickey Fuller* (ADF) dengan kriteria keputusan pada tingkat signifikansi $(1-\alpha)100\%$. Nilai statistik variabel obligasi syariah dari uji ADF dengan nilai $-9,691906$ lebih kecil dibandingkan dengan nilai signifikansi ($\alpha=5\%$) dengan nilai $-2,903566$ dan nilai probabilitas 0.0000 , artinya data tidak mengandung akar unit (stasioner), sedangkan variabel lainnya yaitu investasi, saham syariah dan reksadana syariah diketahui nilai statistik uji ADF lebih negatif dari nilai kritis ($\alpha=5\%$), artinya data mengandung akar unit (non stasioner). Selanjutnya, hasil transformasi diferensiasi dari orde 1 menunjukkan bahwa variabel investasi -7.128684 , saham syariah -7.522633 dan reksadana syariah -5.492941 telah stasioner pada diferensiasi pertama. Hal ini ditunjukkan dengan nilai statistik uji ADF untuk ketiga variabel lebih kecil daripada nilai signifikansi ($\alpha=5\%$) dengan nilai -2.902358 dan nilai probabilitas 0.0000 atau dengan kata lain data tidak mengandung akar unit (stasioner).

Berdasarkan panjang lag perlu dilakukan uji kointegrasi untuk mengetahui apakah akan terjadi keseimbangan dalam jangka panjang, yaitu terdapat kesamaan pergerakan dan stabilitas hubungan diantara variabel-variabel. Uji kointegrasi dilakukan dengan menggunakan metode *Johansen's Cointegration Test*. Berikut ini disajikan tabel hasil uji kointegrasi dengan metode *Johansen's Cointegration Test*.

Hasil pengujian kointegrasi menunjukkan bahwa di antara pergerakan investasi, saham syariah, obligasi syariah dan reksadana syariah tidak memiliki hubungan stabilitas/

keseimbangan dan kesamaan pergerakan dalam jangka panjang.

TABEL II
UJI KOINTEGRASI JOHANSEN

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.581215	130.4087	47.85613	0.0000
At most 1 *	0.399149	69.48090	29.79707	0.0000
At most 2 *	0.260734	33.82235	15.49471	0.0000
At most 3 *	0.165631	12.67555	3.841466	0.0004
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.581215	60.92781	27.58434	0.0000
At most 1 *	0.399149	35.65855	21.13162	0.0003
At most 2 *	0.260734	21.14680	14.26460	0.0035
At most 3 *	0.165631	12.67555	3.841466	0.0004

Sumber : Hasil Penelitian (diolah), 2021

Berdasarkan Tabel II di atas dapat dilihat bahwa nilai *trace statistic* dan *maximum eigenvalue* pada $r = 0$ lebih kecil dari *critical value* dengan tingkat signifikansi 5%. Hal ini berarti hipotesis nol yang menyatakan bahwa tidak ada kointegrasi diterima dan hipotesis alternatif yang menyatakan bahwa ada kointegrasi ditolak. Oleh karena itu, analisis ekonometrik di atas dapat dilihat bahwa di antara keempat variabel dalam penelitian ini, tidak terdapat satu pun kointegrasi pada tingkat signifikansi 5%. Dengan demikian, dari hasil uji kointegrasi mengindikasikan bahwa di antara pergerakan investasi, saham syariah, obligasi syariah dan reksadana syariah tidak memiliki hubungan stabilitas/keseimbangan dan kesamaan pergerakan dalam jangka panjang.

Uji kausalitas dilakukan untuk mengetahui apakah suatu variabel endogen dapat diperlakukan sebagai variabel eksogen. Hal ini bermula dari ketidaktahuan keterpengaruhannya antar variabel. Jika ada dua variabel y dan z , maka apakah y menyebabkan z atau z menyebabkan y atau berlaku keduanya atau tidak ada hubungan keduanya. Variabel y menyebabkan variabel z artinya berapa banyak nilai z pada periode sekarang dapat dijelaskan oleh nilai y pada periode sebelumnya dan nilai y pada periode sebelumnya.

Uji kausalitas dapat dilakukan dengan berbagai metode diantaranya metode *Granger's Causality* dan *Error Correction Model Causality*. Pada penelitian ini, digunakan metode *Granger's Causality*. *Granger's Causality* digunakan untuk menguji adanya hubungan kausalitas antara dua variabel. Kekuatan prediksi (*predictive power*) dari informasi sebelumnya dapat menunjukkan adanya hubungan kausalitas antara y dan z dalam jangka waktu lama.

TABEL III
UJI KAUSALITAS GRANGER PAIRWISE

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
SSY does not Granger Cause INV	72	1.13732	0.3268
INV does not Granger Cause SSY		0.17822	0.8372
OBS does not Granger Cause INV	72	1.42260	0.2483
INV does not Granger Cause OBS		4.49226	0.0148
RDS does not Granger Cause INV	72	1.69217	0.1919
INV does not Granger Cause RDS		2.95056	0.0591
OBS does not Granger Cause SSY	72	2.38511	0.0999
SSY does not Granger Cause OBS		4.05979	0.0217
RDS does not Granger Cause SSY	72	1.10544	0.3370
SSY does not Granger Cause RDS		2.62694	0.0797
RDS does not Granger Cause OBS	72	0.18755	0.8294

[OBS does not Granger Cause RDS Sumber : Hasil Penelitian (diolah), 2021	0.18866	0.8285
---	---------	--------

Berdasarkan Tabel III di atas, menunjukkan bahwa yang memiliki hubungan kausalitas adalah yang memiliki nilai probabilitas yang lebih kecil daripada alpha (α) = 0,05 sehingga nanti hipotesis awal akan ditolak yang berarti suatu variabel akan mempengaruhi variabel lain. Dari pengujian kausalitas Granger di atas, maka dapat diketahui hubungan timbal-balik/kausalitas.

Variabel saham syariah secara statistik tidak signifikan mempengaruhi Investasi dan begitu pula sebaliknya variabel investasi secara statistik tidak signifikan mempengaruhi variabel saham syariah yang dibuktikan dengan nilai prob. masing-masing lebih besar dari 0,05 yaitu 0,3268 dan 0,8372. Hasil keduanya menunjukkan bahwa terima hipotesis awal sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi kausalitas apapun untuk kedua variabel saham syariah dan investasi.

Variabel obligasi syariah secara statistik tidak signifikan mempengaruhi investasi yang dibuktikan dengan nilai prob. lebih besar dari alpha (α) = 0,05 yaitu 0,2483 dan variabel investasi secara statistik tidak mempengaruhi variabel obligasi syariah tetapi signifikan yang dibuktikan dengan nilai prob. lebih kecil dari 0,05 yaitu 0,0148. Hasilnya adalah menolak hipotesis awal, sehingga disimpulkan bahwa hanya terjadi kausalitas searah antara variabel investasi dengan obligasi syariah.

Variabel reksadana syariah secara statistik tidak signifikan mempengaruhi investasi dan begitu pula sebaliknya variabel investasi secara statistik tidak signifikan mempengaruhi variabel reksadana syariah yang dibuktikan dengan nilai prob. masing-masing lebih besar dari 0,05 yaitu 0,1919 dan 0,0591. Hasil keduanya adalah terima hipotesis awal sehingga disimpulkan bahwa tidak terjadi kausalitas apapun untuk kedua variabel reksadana syariah dan investasi.

Variabel obligasi syariah secara statistik tidak signifikan mempengaruhi saham syariah yang dibuktikan dengan nilai prob. lebih besar dari alpha (α) = 0,05 yaitu 0,0999 dan variabel saham syariah secara statistik tidak mempengaruhi variabel obligasi syariah tetapi signifikan yang dibuktikan dengan nilai prob. lebih kecil dari 0,05 yaitu 0,0217. Hasilnya adalah menolak hipotesis awal sehingga dapat disimpulkan bahwa hanya terjadi kausalitas searah antara variabel saham syariah dengan obligasi syariah.

Model ekonometrika yang dibentuk berdasarkan hubungan antar variabel yang mengacu pada model dan digunakan untuk melihat hubungan kausalitas antar variabel. Selanjutnya estimasi model Vector Autoregressive (VAR) dan pemilihan lag optimum pada model VAR yang dihasilkan dapat dilihat pada Tabel IV berikut.

TABEL IV
ESTIMASI MODEL VECTOR AUTOREGRESSIVE

Vector Autoregression Estimates				
Variable	D(INV)	D(SSY)	OBS	D(RDS)
D(INV(-1))	0.125459	0.190055	-66.37090	0.032250
	(0.28216)	(0.26600)	(61.1336)	(0.12456)
D(INV(-2))	[0.44464]	[0.71450]	[-1.08567]	[0.25891]
	0.112215	-0.033254	69.05141	-0.082752
D(SSY(-1))	(0.27559)	(0.25980)	(59.7102)	(0.12166)
	[0.40719]	[-0.12800]	[1.15644]	[-0.68019]
D(RDS(-1))	0.064762	-0.101929	34.89959	0.010181
	(0.29408)	(0.27724)	(63.7167)	(0.12982)

D(SSY(-2))	[0.22022]	[-0.36766]	[0.54773]	[0.07842]
	0.067552	0.168208	-54.60553	0.084429
OBS(-1)	(0.29213)	(0.27540)	(63.2952)	(0.12896)
	[0.23124]	[0.61077]	[-0.86271]	[0.65467]
OBS(-2)	0.000496	0.000223	0.358310	4.43E-05
	(0.00047)	(0.00044)	(0.10124)	(0.00021)
D(RDS(-2))	[1.06167]	[0.50712]	[3.53932]	[0.21500]
	-0.000192	-0.000278	-0.123489	-0.000142
C	(0.00047)	(0.00044)	(0.10153)	(0.00021)
	[-0.40979]	[-0.62879]	[-1.21631]	[-0.68650]
D(RDS(-1))	-0.360919	-0.532074	12.14932	0.440174
	(0.35879)	(0.33825)	(77.7380)	(0.15839)
D(RDS(-2))	[-1.00593]	[-1.57304]	[0.15629]	[2.77902]
	0.272129	0.259042	-47.35050	-0.085960
C	(0.34797)	(0.32804)	(75.3930)	(0.15361)
	[0.78205]	[0.78966]	[-0.62805]	[-0.55959]
C	0.147602	0.065087	23.06680	0.036765
	(0.10056)	(0.09480)	(21.7875)	(0.04439)
C	[1.46783]	[0.68657]	[1.05872]	[0.82818]

Sumber : Hasil Penelitian (diolah), 2021

Berdasarkan Tabel IV di atas dapat diformulasikan bentuk persamaan vector autoregressive sebagai berikut:

1. $D(INV) = 0,125459 \cdot D(INV(-1)) + 0,112215 \cdot D(INV(-2)) + 0,064762 \cdot D(SSY(-1)) + 0,067552 \cdot D(SSY(-2)) + 0,000496 \cdot OBS(-1) - 0,000192 \cdot OBS(-2) - 0,360919 \cdot D(RDS(-1)) + 0,272129 \cdot D(RDS(-2)) + 0,147602$
2. $D(SSY) = 0,190055 \cdot D(INV(-1)) - 0,033254 \cdot D(INV(-2)) - 0,101929 \cdot D(SSY(-1)) + 0,168208 \cdot D(SSY(-2)) + 0,000223 \cdot OBS(-1) - 0,000278 \cdot OBS(-2) - 0,532074 \cdot D(RDS(-1)) + 0,259042 \cdot D(RDS(-2)) + 0,065087$
3. $OBS = -66,37090 \cdot D(INV(-1)) + 69,05141 \cdot D(INV(-2)) + 34,89959 \cdot D(SSY(-1)) - 54,60553 \cdot D(SSY(-2)) + 0,358310 \cdot OBS(-1) - 0,123489 \cdot OBS(-2) + 12,14932 \cdot D(RDS(-1)) - 47,35050 \cdot D(RDS(-2)) + 23,06680$
4. $D(RDS) = 0,032250 \cdot D(INV(-1)) + -0,082752 \cdot D(INV(-2)) + 0,010181 \cdot D(SSY(-1)) + 0,084429 \cdot D(SSY(-2)) + 4,43E-05 \cdot OBS(-1) - 0,000142 \cdot OBS(-2) + 0,440174 \cdot D(RDS(-1)) - 0,085960 \cdot D(RDS(-2)) + 0,036765$

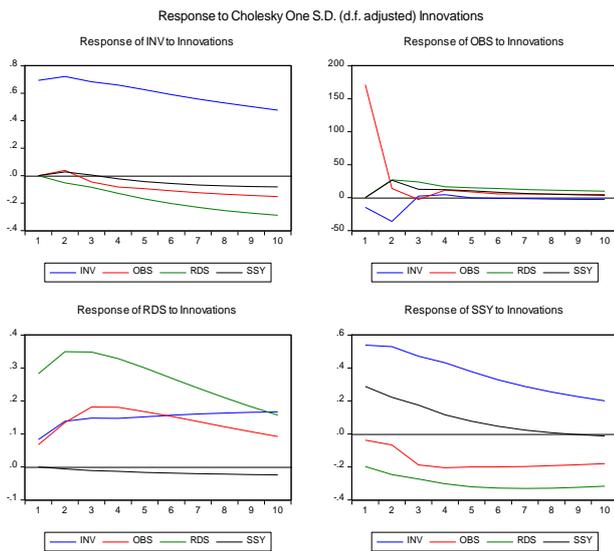
Model VAR juga dapat digunakan untuk melihat dampak perubahan dari suatu peubah dalam sistem terhadap peubah lainnya dalam sistem secara dinamis. Caranya dengan memberikan guncangan (shock) terhadap variabel atau peubah endogen, yang biasanya mengguncang yang diberikan sebesar standar deviasi oleh peubah tersebut. Impulse Response Function (IRF) digunakan untuk menghitung berapa lama suatu pasar bereaksi sebelum kembali normal setelah terjadi guncangan yang menimpa pasar lain. Salah satu kelemahan dari pengolahan dengan IRF adalah adanya *cholesky ordering* yang akan berpengaruh terhadap output yang dihasilkan.

Untuk hasil pengujian IRF, jika grafik impulse response menunjukkan pergerakan yang semakin mendekati titik keseimbangan (*covercen*) atau kembali ke keseimbangan sebelumnya. Hal ini bahwa respon suatu peubah akibat suatu guncangan makin lama akan semakin menghilang sehingga guncangan tersebut tidak meninggalkan pengaruh permanen terhadap peubah tersebut. Berikut hasil pengujian IRF dari masing-masing variabel dapat dilihat sebagai berikut.

TABEL V
IMPULSE RESPON FUNCTION PERIODE 10 BULAN

Period	INV	OBS	RDS	SSY
1	0.694132	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.722471	0.038633	-0.052203	0.027310
3	0.683975	-0.046201	-0.084794	0.004161
4	0.660218	-0.082754	-0.128439	-0.023498
5	0.625953	-0.094602	-0.169792	-0.043188
6	0.589812	-0.109995	-0.203189	-0.057279
7	0.558207	-0.124315	-0.230926	-0.067712
8	0.529524	-0.135444	-0.254153	-0.074805
9	0.502731	-0.144746	-0.273210	-0.079277
10	0.477662	-0.152610	-0.288625	-0.081820

Sumber : Hasil Penelitian (diolah), 2021



Sumber : Hasil Penelitian (diolah), 2021

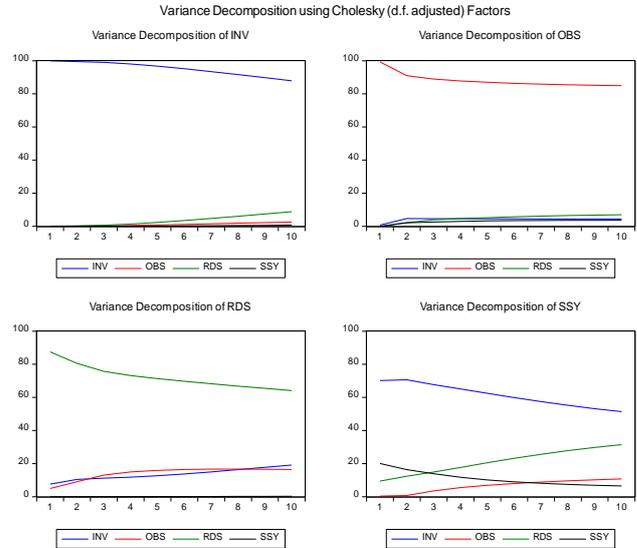
Gambar 1. Grafik Impulse Response Function (IRF)

Berdasarkan tabel V dan gambar 1 di atas menunjukkan bahwa variabel INV dalam merespon adanya shock dari variabel OBS, RDS dan SSY, dimana RDS merespon negatif guncangan yang diberikan oleh INV dan semakin menurun dari titik keseimbangan. Hal tersebut disebabkan garis respon RDS terhadap shock yang terjadi pada INV berada dibawah garis horizontal. Grafik IRF menunjukkan bahwa respon INV terhadap RDS dari awal periode hingga akhir periode negatif selama 10 bulan dari titik awal 0,000000 menjadi -0,288625 di akhir periode.

Respon INV yang diterima terhadap guncangan OBS adalah negatif. Hal ini dapat dilihat secara grafik IRF bahwa garis respon OBS terhadap shock yang terjadi pada INV berada dibawah garis horizontal. Grafik INV menunjukkan respon INV terhadap OBS dari awal periode hingga akhir periode negatif dari titik awal 0,000000 menjadi -0,152610.

Respon INV yang diterima terhadap guncangan SSY adalah negatif. Hal ini dapat dilihat secara grafik IRF bahwa garis respon SSY terhadap shock yang terjadi pada INV berada dibawah garis horizontal. Grafik INV menunjukkan respon INV terhadap SSY dari awal periode hingga akhir periode negatif dari titik awal 0,000000 menjadi -0,081820.

Analisis *Variance Decomposition* (VD) menyediakan perkiraan tentang seberapa besar kontribusi suatu variabel terhadap perubahan variabel itu sendiri dan variabel lainnya pada beberapa periode mendatang, yang nilainya diukur dalam bentuk persentase. Dengan demikian variabel mana yang diperkirakan akan memiliki kontribusi terbesar terhadap suatu variabel tertentu akan dapat diketahui.



Sumber : Hasil Penelitian (diolah), 2021

Gambar 2. Grafik Variance Decomposition

TABEL VI
VARIANCE DECOMPOSITION INV PERIODE 10 BULAN

Period	S.E.	INV	OBS	RDS	SSY
1	0.694132	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.004364	99.50796	0.147959	0.270148	0.073936
3	1.218979	99.03726	0.244097	0.667280	0.051358
4	1.394882	98.03657	0.538384	1.357450	0.067601
5	1.541803	96.72523	0.817146	2.323835	0.133795
6	1.667843	95.16439	1.133254	3.470073	0.232282
7	1.779512	93.43542	1.483518	4.732233	0.348833
8	1.880317	91.61632	1.847584	6.065396	0.470703
9	1.972362	89.76167	2.217735	7.431247	0.589351
10	2.057100	87.91063	2.589155	8.800222	0.699998

Sumber : Hasil Penelitian (diolah), 2021

Berdasarkan hasil VD di atas dapat diketahui bahwa INV lebih dominan dipengaruhi oleh INV itu sendiri dengan komposisi 100% pada periode pertama kemudian menurun menjadi 87,91063% di akhir periode. Determinan lain yang mempengaruhi INV adalah OBS, pada periode bulan ke 6 dengan kontribusi 1,133254% dan terus naik menjadi 2,589155% di akhir periode. RDS di periode bulan ke 4 berkontribusi sebesar 1,357450% dan meningkat di periode akhir sebesar 8,800222%. Sedangkan untuk variabel SSY diakhir periode hanya berkontribusi sebesar 0,699998%.

IV. KESIMPULAN

Penelitian ini mengkaji tentang determinasi investasi di pasar modal syariah Indonesia. Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan, maka diperoleh beberapa kesimpulan diantaranya pergerakan investasi, saham syariah, obligasi syariah dan reksadana syariah tidak memiliki hubungan

stabilitas/keseimbangan dan kesamaan pergerakan dalam jangka panjang.

Variabel saham syariah, obligasi syariah dan reksadana syariah secara statistik tidak signifikan mempengaruhi Investasi. Saham syariah dan reksadana syariah tidak terjadi kausalitas apapun, manakala obligasi syariah terjadinya kausalitas searah.

Variabel obligasi syariah dan reksadana syariah memberikan kontribusi yang positif dan mengalami peningkatan di akhir periode, sedangkan saham syariah juga memberikan kontribusi yang positif dan meningkat akan tetapi lebih rendah peningkatannya dibandingkan obligasi syariah dan reksadana syariah.

Variabel saham syariah, obligasi syariah dan reksadana syariah memberikan respon negatif terhadap investasi dalam asuransi syariah sehingga mengakibatkan guncangan (*shock*) yang dapat menurunkan investasi di pasar modal syariah Indonesia.

REFERENSI

- [1] Adrian Sutedi. *Pasar Modal Syariah*. Sinar Grafika, Jakarta. 2009.
- [2] Tandililin Eduardus. (2001). *Analisis Investasi dan Manajemen Risiko*. Edisi Pertama. Yogyakarta: BPFE. 2001.
- [3] Muana Nanga. *Makro Ekonomi: Teori, Masalah, dan Kebijakan*. Jakarta: PT Grafindo Persada. 2005.
- [4] Jogiyanto. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kelima, BPFE. Yogyakarta. 2008.
- [5] Tandililin Eduardus. (2001). *Analisis Investasi dan Manajemen Risiko*. Edisi Pertama. Yogyakarta: BPFE. 2001.
- [6] Choirunnisak. Saham Syariah: Teori dan Implementasi. *JURNAL ISLAMIC BANKING*, Vol. 4 No. 2, Februari 2019, STEBIS IGM Palembang. 2019.
- [7] Muhammad Basri. Perkembangan Obligasi Syariah. *Jurnal Ilmiah Dunia Ilmu Vol. 3 No. 1*, Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara. 2017.
- [8] Fadiyah Hani Sabila. Performance of Sharia Mutual Funds in Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Terapan, Volume 14, No. 1, April, 2018*, p. 20-31, Fakultas Ekonomi, Universitas Padjadjaran, Bandung. 2018.
- [9] www.ojk.go.id
- [10] Indah Yuliana. *Investasi Produk Keuangan Syariah*. Malang: UIN-Maliki Press. 2010.
- [11] Muhammad Heykal. *Tuntunan dan aplikasi Investasi Syariah*. Jakarta: Elex Media Computindo. 2012.
- [12] Rianda Ajeng Ardiyanti Putri dan Leo Herlambang. Pengaruh Penerbitan Sukuk Ijarah Terhadap Return on Assets, Return on Equity dan Earning Per Share Emiten di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009 – 2013. *JESTT Vol. 2 No. 6 Juni 2015*, FEB Universitas Airlangga. 2015.
- [13] Abdul Aziz. *Manajemen Investasi Syariah*. Bandung: Alfabeta. 2010.
- [14] Iggi Achsien. *Investasi Syariah di Pasar Modal Menggagas Konsep dan Praktek Manajemen Portofolio Syariah*. Cetakan Kedua, PT. Gramedia Pustaka Utama, Jakarta. 2003.
- [15] Walter Enders. *Applied Econometric Time Series*. Second Edition. John Wiley & Sony Inc. 2004.
- [16] Richard Leighton Thomas *Modern Econometrics an Introduction*. Addison- Wesley Longman. 1997.