

ANALISIS PERBANDINGAN KINERJA REKSA DANA SYARIAH DENGAN REKSA DANA KONVENSIONAL JENIS SAHAM PADA PERIODE 2008 – 2012**Amal Hamzah dan Agustinus Yohanes***Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Mercubuana Jakarta
amal.hamzah@gmail.com dan agustinusys@gmail.com*

Abstract: The objective of this study is to evaluate the performance of Islamic mutual funds compared to conventional mutual funds. Comparison of the two types of mutual funds is measured by return, risk, fund performance, and the ability of the Investment Manager of the two types of mutual funds. Research conducted on the types of shares mutual funds in the period 2008-2012. Fund performance measured by return and risk (portfolio beta and standard deviation), Sharpeindex, Treynor index, index of Jensen's Alpha, Modigliani and Modigliani (MM)model, and Treynor and Treynor (TT) model. The ability of the Investment Manager is evaluated in terms of security selection and market timing ability as measured by Henriksson-Merton and Treynor-Mazuy model. The statistical method used to test the hypothesis is Independent T Test. The results showed in general there are no significant differences between Islamic mutual funds with conventional mutual fund.

Keywords: performance, mutual fund, sharia, conventional

Abstrak: Penelitian ini bertujuan mengevaluasi kinerja dari reksa dana syariah dibandingkan dengan reksa dana konvensional. Perbandingan kedua jenis reksa dana diukur melalui return, risiko, kinerja reksa dana, dan kemampuan Manajer Investasi antara kedua jenis reksa dana. Penelitian dilakukan terhadap reksa dana jenis saham pada periode 2008-2012. Kinerja reksa dana diukur dengan *return* dan risiko (beta portofolio dan standar deviasi), indeks *Sharpe*, indeks *Treynor*, indeks *Jensen's Alpha*, model *Modigliani and Modigliani (MM)*, dan model *Treynor and Treynor (TT)*. Kemampuan Manajer Investasi dievaluasi dalam hal pemilihan sekuritas dan waktu memasuki pasar yang diukur dengan menggunakan model *Henriksson-Merton* dan *Treynor-Mazuy*. Metode statistik yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah *Independent T Test*. Hasil penelitian menunjukkan secara umum tidak ditemukan perbedaan signifikan antara reksa dana jenis saham syariah dengan reksa dana jenis saham konvensional.

Kata kunci: kinerja, reksa dana, syariah, konvensional

PENDAHULUAN

Pada saat ini berinvestasi pada instrumen keuangan atau *financial assets* menjadi sebuah cara yang digemari oleh orang-orang yang memiliki dana berlebih untuk mempertahankan nilai uang atau bahkan mengembangkan dana yang mereka miliki. Semakin banyak masyarakat yang paham akan pasar keuangan dan semakin pintar dalam menilai dan mengendalikan risiko investasi yang mereka lakukan.

Di Indonesia, mayoritas masyarakatnya beragama Islam. Tidak bisa dipungkiri lagi tidak sedikit umat muslim ingin melakukan aktifitas ekonomi (*muamalah*) sesuai dengan

syariat Islam. Agama Islam menagnjutkan umatnya melakukan aktivitas ekonomi sesuai dengan syariat islam, yaitu dengan cara yang baik dan benar, serta melarang penimbunan barang, atau membiarkan harta tidak produktif (*mubazir*), sehingga aktivitas ekonomi yang dilakukan dapat meningkatkan kesejahteraan umat.

Salah satu cara untuk supaya tidak membiarkan harta tidak produktif adalah dengan investasi, baik investasi di sektor riil ataupun pada sektor keuangann seperti pasar modal. Melihat adanya potensi mayoritas rakyat Indonesia beragama islam, industri pasar modal Indonesia telah menerapkan prinsip-prinsip syariah islam dalam kegiatan transaksinya yang sering kita sebut pasar modal syariah sehingga bisa menjadi sebuah alternatif investasi bagi umat islam yang ingin berinvestasi di pasar modal Indonesia.

Menurut UU nomor 8 tahun 1995 pasal 1, ayat (27): “Reksa dana adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat Pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio Efek oleh Manajer Investasi”. Sementara pengertian reksa dana syariah sesuai dengan Fatwa DSN MUI No. 20/DSN-MUI/IX/2001 tentang “Pedoman pelaksanaan investasi untuk reksa dana syariah” adalah sebagai reksa dana yang beroperasi menurut ketentuan dan Prinsip Syariah Islam, baik dalam bentuk akad antara pemodal sebagai pemilik harta (*shahib al-mal/rabb al-mal*) dengan Manajer Investasi sebagai wakil *shahib al-mal*, maupun antara Manajer Investasi sebagai wakil *shahib al-mal* dengan pengguna investasi (Mustaqim, 2008). Kehadiran reksa dana syariah sebagai salah satu instrumen investasi ini sangat disambut baik oleh calon-calon investor yang beragama islam yang ingin memperoleh hasil atau return atas investasi mereka dari sumber yang sesuai dengan syariat islam, dengan proses yang sesuai dengan syariat islam sehingga dapat dipertanggung jawabkan di akhirat kelak. Walaupun reksa dana syariah memiliki karakteristik syariah, tidak terbatas untuk investor muslim saja, semua investor dari latar belakang agama selain islam juga bisa berinvestasi pada reksa dana syariah. Investasi melalui reksa dana syariah merupakan investasi yang mudah, aman, dan cepat. Seorang investor dapat menitipkan sejumlah dana kepada Manajer Investasi (pengelola dana) untuk diinvestasikan di pasar modal sesuai dengan kebijakan investasi yang sudah ditetapkan.

Pada Oktober 2008 terjadi krisis ekonomi global yang terjadi di Amerika Serikat, sebagian besar negara di Eropa, dan benua Asia. Indonesia juga terkena dampak krisis ekonomi global tersebut. Krisis ini berdampak besar pada kinerja reksa dana secara keseluruhan. Nilai Aktiva Bersih (NAB) reksa dana tahun 2007 Rp. 91,50 triliun turun menjadi Rp. 74,35 triliun pada akhir Desember 2008 atau turun sekitar 18, 74%. Seiring berjalannya waktu dari tahun 2008 sampai 2012 terjadi perbaikan kinerja reksa dana.

Berdasarkan uraian diatas, penulis tertarik untuk melakukan penelitian mengenai analisis perbandingan kinerja reksa dana syariah dan konvensional. Permasalahan yang akan dicarikan pemecahannya melalui penelitian ini adalah apakah ada perbedaan kinerja antara reksadana syariah dengan reksadana konvensional dalam hal return dan risikonya serta apakah ada perbedaan kinerja antara kedua jenis reksa dana dalam hal *Security Selection and Market Timing Ability*.

KAJIAN TEORI

Reksa Dana. Reksa dana berasal dari kosa kata ”reksa” yang berarti ”jaga” atau ”pelihara” dan kata ”dana” yang berarti ”(kumpulan) uang”, sehingga reksa dana dapat diartikan ”kumpulan uang yang dipelihara (bersama untuk suatu kepentingan)”. Reksa dana menurut Undang-Undang Pasar Modal tahun 1995 Pasal 1, ayat (27) adalah wadah

yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam Portofolio Efek oleh Manajer Investasi (Rudiyanto, 2013).

Reksa dana pertama kali muncul di Indonesia saat pemerintah mendirikan PT. Danareksa pada tahun 1976. Pada waktu itu PT. Danareksa menerbitkan reksa dana yang disebut dengan sertifikat Danareksa. Pada tahun 1995, pemerintah mengeluarkan peraturan tentang pasar modal yang mencakup pula peraturan mengenai reksa dana melalui UU No. 8 tahun 1995 mengenai pasar modal. Adanya UU tersebut menjadi momentum munculnya reksa dana di Indonesia yang diawali dengan diterbitkannya reksa dana tertutup oleh PT. BDNI Reksa Dana. Alternatif investasi dalam bentuk pengelolaan portofolio bersama dalam pasar modal telah dirintis sejak tahun 1977 melalui peluncuran Sertifikat PT Danareksa. Pada saat itu kondisi belum kondusif sehingga Sertifikat PT Danareksa belum dapat dianggap sebagai reksa dana karena portofolio pendukung sertifikat masih milik PT Danareksa, sedangkan pemodal memiliki klaim atas portofolio melalui surat berharga yang diterbitkan oleh PT Danareksa, yang disebut Sertifikat PT Danareksa. Tanggal 7 September 1995, BDNI memelopori diterbitkannya reksa dana dengan mendirikan reksa dana tertutup dalam bentuk PT BDNI Reksa Dana dengan nilai investasi awal Rp 300 milyar.

Di luar negeri, reksa dana syariah pertama kali dalam bentuk THE AMANA FUND yang diterbitkan oleh *North American Islamic Trust* tahun 1986. Pada tahun 1999 dibentuklah *Dow Jones Islamic Market Index* (DJIMI) sebagai *benchmark* pasar saham halal internasional. Di Indonesia pada tahun 1997, perusahaan sekuritas milik Negara PT Danareksa juga menjadi pionir dalam menerbitkan reksa dana syariah. Reksa dana ini menjadi instrumen pasar modal pertama yang beroperasi dengan mengadopsi syariat Islam dan sebagai langkah awal lahirnya pasar modal syariah, namun perkembangan reksa dana syariah ini belum sesuai yang diharapkan.

Menurut Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam), setelah beroperasi selama lima tahun, total kekayaan reksa dana syariah ini hanya sebesar 0,1% dari total kekayaan seluruh reksa dana yaitu sekitar Rp 40 miliar dari Rp 40 triliun total dana. Tiga tahun setelah hadirnya reksa dana syariah, PT. Danareksa kembali memunculkan instrumen syariah baru, yakni berupa indeks saham syariah bernama *Jakarta Islamic Index* (JII).

Jensen (1968) dalam penelitiannya mengembangkan model CAPM untuk melihat sejauh mana reksa dana dapat memberikan return di atas return pasar. Penelitian Jensen (1968) terhadap 115 reksa dana dalam kurun waktu tahun 1945-1964 memperoleh hasil bahwa kinerja reksa dana tidak lebih baik dari kinerja pasar dan faktor kelebihan *return* pasar memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kelebihan *return* portofolio reksa dana. Jensen (1968) menyatakan bahwa penyebab tidak lebih baiknya kinerja reksa dana daripada kinerja pasar karena tidak adanya kemampuan yang memadai dari manajer portofolio reksa dana dalam memilih sekuritas yang menguntungkan.

Arifin dan Mulyati (2005) melakukan pengujian terhadap persistensi kinerja reksa dana yang tercatat di BEJ pada tahun 2002-2003. Reksa dana yang diteliti berjumlah 104 reksa dana, terdiri dari 46 reksa dana pendapatan tetap, 27 reksa dana campuran, 21 reksa dana saham, dan 10 reksa dana pasar uang. Penelitian Arifin dan Mulyati (2005) memberikan kesimpulan secara umum bahwa tidak terjadi persistensi kinerja reksa dana kecuali reksa dana jenis pasar uang. Beberapa reksa dana ada yang persistensi pada periode-periode tertentu yang pendek seperti satu semester atau satu trisemester. Apabila dilakukan perankingan berdasarkan persistensinya maka memberikan hasil berikut, reksa dana pasar uang, reksa dana pendapatan tetap, reksa dana campuran, dan reksa dana

saham. Arifin dan Mulyati (2005) menyatakan bahwa ketiadaan persistensi kinerja dapat diinterpretasikan bahwa tidak ada perusahaan reksa dana yang memiliki informasi lebih dibandingkan dengan perusahaan reksa dana yang lain sehingga sebuah reksa dana tidak dapat selalu unggul dibandingkan dengan reksa dana yang lain. Arifin dan Mulyati (2005) juga menyatakan bahwa maraknya reksa dana di Indonesia bukan disebabkan oleh adanya persistensi kinerja reksa dana melainkan oleh sebab lain yang memerlukan penelitian lebih lanjut.

Wahdah dan Hartanto (2012) melakukan pengujian kinerja reksa dana terhadap 10 reksa dana konvensional jenis saham dalam kurun waktu 2008 – 2012 dengan menggunakan metode pengukuran *Sharpe*, *Treynor* dan *Jensen*. Dari pengujian ini diperoleh bahwa terdapat 6 (enam) reksa dana saham yang memberikan kinerja lebih baik dari kinerja *benchmark* nya. Suhana *et al.* (2012) melakukan penelitian terhadap kinerja 4 (empat) *Islamic Unit Trust* (reksa dana syariah) di Malaysia yang dibandingkan dengan kinerja pasar *benchmark* nya yaitu FTSE Bursa Malaysia KLCI (KLCI) dengan menggunakan model pengukuran *Sharpe*, *Treynor* dan *Jensen*. Penelitian tersebut menghasilkan kesimpulan bahwa ada 2 (dua) dari 4 (empat) reksa dana syariah berhasil menyamai kinerja pasar (*benchmark*), sisanya memiliki kinerja dibawah *benchmark* nya.

Hayat (2006) menggunakan 59 reksa dana syariah selama periode penelitian tahun 2001-2006. Hayat (2006) melakukan penelitian kinerja *Islamic Equity Funds* (IEFs)-diperbandingkan dengan indeks pasar baik yang syariah maupun yang konvensional dengan menggunakan *benchmark Dow Jones Islamic Market Index* dan *Kuala Lumpur Syariah Index* untuk *proxy* pasar Islam dan *Dow Jones World Composite Index* dan *Kuala Lumpur Composite Index* untuk *proxy* pasar konvensional dengan berbagai model pengukuran antara lain dengan *average return* dan *Jensen's Alpha*. Hasilnya menunjukkan bahwa, secara keseluruhan total return yang diperoleh oleh *benchmark* Islam menempati posisi yang tertinggi bila dibandingkan dengan *benchmark* konvensional dan kategori IEF. Hasil pengukuran dengan *Jensen's Alpha* menunjukkan bahwa secara global dan lokal, investasi IEFs outperform daripada *benchmark*-nya.

Hasbi (2010) meneliti kinerja reksa dana syariah pada tahun 2009 dibandingkan dengan indeks pasar syariah dengan menggunakan *benchmark Jakarta Islamic Index* (JII). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa hasil *risk-adjusted performance* (*Sharpe*, *Treynor*, *Jensen Measurement*) sebagai pengukuran kinerja imbal-hasil dan resiko reksa dana syariah untuk semua jenis reksa dana syariah (saham, pendapatan tetap, campuran dan terproteksi) lebih baik atau lebih tinggi dari indeks pasarnya sebagai *benchmark*. Begitu juga untuk kinerja resiko semua jenis reksa dana syariah yaitu masih lebih baik atau lebih rendah dari indeks pasarnya. Dari hasil di atas, dapat dikatakan bahwa adanya potensi yang baik sekali bagi pelaku pasar khususnya investor untuk berinvestasi pada reksa dana syariah di waktu mendatang.

Bashir dan Nawang,(2011) membandingkan kinerja *Islamic funds* (reksa dana syariah) dengan *Conventional funds* (reksa dana konvensional) di Malaysia. Periode penelitian adalah Januari 2002 sampai dengan Desember 2006. Pengukuran dengan menggunakan *risk-adjusted return* dengan *index Sharpe*, *Treynor* dan *Jensen* menunjukkan bahwa *Islamic funds* (reksa dana syariah) tidak memiliki kinerja lebih baik daripada pembandingnya, yaitu *conventional funds* (reksa dana konvensional).

Hussein (2005) menguji dampak proses penyeleksian syariah pada kinerja *FTSE Global Islamic Index* dan *Dow Jones Islamic Market Index* (DJIMI) menggunakan sejumlah teknik pengukuran kinerja. Hussein (2005) secara khusus menguji apakah return

yang diperoleh oleh investor yang membeli saham di *FTSE Global Islamic* dan *DJIMI Index* secara signifikan berbeda dari *their index counterparts*, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Hussein (2005) membagi periode sampel mulai Januari 1993 dan berakhir Desember 2004 supaya dapat menangkap dampak perubahan dalam kondisi ekonomi atas kinerja indeks-indeks tersebut, dalam (1) *bull market periods* pada periode Desember 1993 sampai Desember 2000, (2) *bear market periods* pada periode Desember 2000 sampai September 2003, dan *bull market periods* periode September 2003 sampai Desember 2004. Hussein (2005) menemukan bahwa pada *bull market periods* (1) terdapat *abnormal return* positif yang signifikan, namun pada *bear* dan *bull market periods* (2) tidak menunjukkan hasil yang sama karena *their index counterparts* memberikan *return* yang lebih tinggi. Secara umum, temuan Hussein (2005) memberikan bukti yang kuat untuk menolak asumsi bahwa investasi syariah menawarkan kinerja investasi yang lebih rendah dibandingkan dengan portofolio yang tidak melalui proses penyeleksian.

Jabeen and Dars (2013) meneliti perbandingan kinerja *Islamic funds* (reksa dana syariah) dengan *Conventional funds* (reksa dana konvensional) di Pakistan pada tahun 2007 – 2012. Peneliti menemukan bahwa kinerja *Conventional funds* lebih baik daripada kinerja *Islamic funds*. Menurut Jabeen and Dars (2013) salah satu penyebabnya adalah jumlah reksa dana konvensional lebih banyak daripada reksa dana syariah.

Hayat (2006) meneliti *Islamic equity fund return* menggunakan model pengukuran *market timing ability (gamma)* dengan model yang dikembangkan oleh *Treynor and Mazuy* (1966). Hasil penelitian menunjukkan bahwa manajer investasi reksa dana syariah di Malaysia memiliki kemampuan relatif lebih baik dalam membeli atau menjual saham pada saat yang tepat (*market timing abilities*), sedangkan manajer investasi reksa dana syariah global memiliki kemampuan yang memadai dalam memilih saham yang lebih baik (*stock picking abilities*).

Penelitian Merdad *et al.* (2010) mengenai perbandingan kinerja *Islamic funds* (reksa dana syariah) dengan *Conventional funds* (reksa dana konvensional) di Arab Saudi dengan periode penelitian dari Januari 2003 sampai dengan Januari 2010 menunjukkan bahwa secara umum reksa dana konvensional memberikan kinerja lebih baik dari pada reksa dana syariah. Pada periode dimana krisis finansial terjadi, kinerja reksa dana syariah memberikan hasil yang lebih baik daripada reksa dana konvensional.

Ratnawati dan Khairani (2012) melakukan penelitian terhadap kinerja reksa dana pada periode 2006 – 2009 dengan menggunakan *Sharpe Index*, *Treynor Index* dan *Jensen's Alpha*. Penelitian tersebut memberikan hasil bahwa pada tahun 2007 dan 2009 reksa dana campuran syariah memiliki kinerja lebih baik daripada reksa dana campuran konvensional.

Dariyus (2012) melakukan analisis perbandingan kinerja reksa dana syariah dengan kinerja reksa dana konvensional pada periode 2005 – 2010. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kinerja reksa dana syariah pada periode tersebut cenderung lebih rendah dibandingkan dengan kinerja reksa dana konvensional.

Rachmayanti (2006) telah melakukan analisis kinerja portofolio saham syariah pada Bursa Efek Jakarta tahun 2001-2002. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa kinerja portofolio saham syariah tahun 2001 mengungguli kinerja portofolio saham konvensional di berbagai kriteria kecuali *Jansen Index*. Hasil penelitian tersebut juga menunjukkan bahwa kinerja portofolio saham syariah tahun 2002 mengungguli kinerja portofolio saham konvensional di berbagai kriteria yaitu *Sharpe Index*, *Treynor Index* dan *Jansen's Alpha*. Rachmayanti (2006) juga melakukan analisis terhadap proses penyeleksian secara

syariah (*sharia screening process*). Hasil penelitian menunjukkan bahwa *sharia screening process* memberikan pengaruh terhadap kualitas kinerja portofolio saham syariah.

Murhadi (2009) melakukan penilaian kinerja reksa dana terhadap 55 reksadana ekuitas pada periode februari 2008 sampai dengan juni 2009 berdasarkan pada *market timing* dan *security selection* dengan menggunakan metode *Henriksson and Merton* (1981) dan *Treynor and Mazuy* (1966). Hasil penelitian menunjukkan bahwa menggunakan *model Henriksson and Merton* terdapat 16 reksa dana yang memiliki kinerja positif baik dari sisi penentuan saham dan ketepatan keluar/masuk dalam melakukan investasi. Sedangkan dengan menggunakan *model Treynor and Mazuy* terdapat 18 reksa dana yang memiliki kinerja positif baik dari sisi penentuan saham dan ketepatan keluar/masuk dalam melakukan investasi.

METODE

Penelitian ini merupakan penelitian *expostfacto* yaitu penelitian yang ditujukan untuk melihat dan mengkaji hubungan antara dua variabel atau lebih, dimana variabel yang dikaji telah terjadi sebelumnya melalui perlakuan orang lain (Cooper & Schindler dalam Hasbi, 2010). Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder, berasal dari data yang dipublikasikan dalam statistik atau jurnal lainnya dan informasi yang tersedia dari berbagai sumber yang telah dipublikasikan ataupun tidak dipublikasikan baik di dalam atau di luar organisasi, yang semuanya mungkin berguna bagi peneliti (Cahyaningsih, 2008:54). Data yang diperoleh adalah data Nilai Aktiva Bersih (NAB) bulanan dari reksa dana saham syariah dan konvensional yang diperoleh dari website Bapepam (www.bapepam.go.id) selama periode pengamatan 2008 – 2012. Data tentang perkembangan indeks pasar IHSG bulanan selama periode pengamatan 2008 – 2012 yang diperoleh dari website Yahoo! Finance (finance.yahoo.com). Data bulanan tingkat suku bunga BI Rate selama periode pengamatan 2008 – 2012 dari website BI (www.bi.go.id).

Metode yang digunakan untuk mengukur kinerja reksa dana saham syariah dan konvensional adalah metode composite (risk adjusted) yang mempertimbangkan aspek return dan risiko dalam proses pengevaluasiannya. Teknik analisis data dalam penelitian ini melalui beberapa tahap, yaitu:

1) Menganalisis tingkat *return* reksa dana saham syariah dan konvensional:

$$R_i = \frac{NAB_t - NAB_{(t-1)}}{NAB_{(t-1)}}$$

Dimana:

R_i = *Actual Return* dari reksa dana i

NAB_t = Nilai aktiva bersih reksa dana pada bulan ke t

$NAB_{(t-1)}$ = Nilai aktiva bersih reksa dana pada bulan ke t-1

t = Periode dalam satuan bulan

2) Menganalisis tingkat risiko atau standar deviasi (σ) reksa dana saham syariah dan konvensional:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum(R_i - \bar{R}_i)^2}{(n - 1)}}$$

Dimana:

σ = Standar Deviasi/Total risiko

R_i = *Actual Return* dari reksa dana i
 \bar{R}_i = Rata-rata *actual return* dari reksa dana i
 $n - 1$ = Jumlah bulan dikurangi 1

3) Menganalisis risiko sistematis (β) reksa dana saham syariah dan konvensional:

$$\beta = \frac{Cov_{im}}{\sigma_m^2}$$

Dimana:

β = Beta/risiko sistematis reksa dana

Cov_{im} = Kovarians antara reksa dana (R_i) dengan indeks pasar (R_m)

σ_m^2 = Varians pasar

4) Menganalisis kinerja reksa dana dengan indeks *Sharpe*:

$$S_i = \frac{(R_{i_t} - R_{f_t})}{\sigma_{i_t}}$$

Dimana:

S_i = Indeks *Sharpe* reksa dana i pada waktu t

R_{i_t} = *Return* reksa dana i pada waktu t

R_{f_t} = *Return risk free rate* pada waktu t

σ_{i_t} = Standar Deviasi reksa dana i pada waktu t

5) Menganalisis kinerja reksa dana dengan indeks *Treynor*:

$$T_i = \frac{(R_{i_t} - R_{f_t})}{\beta_{i_t}}$$

Dimana:

T_i = Indeks *Treynor* reksa dana i pada waktu t

R_{i_t} = *Return* reksa dana i pada waktu t

R_{f_t} = *Return risk free rate* pada waktu t

β_{i_t} = Beta reksa dana i pada waktu t

6) Menganalisis kinerja reksa dana dengan model *Jensen's alpha*:

$$R_{i_t} - R_{f_t} = \alpha_p + \beta_p(R_{m_t} - R_{f_t}) + \mu_t$$

Dimana:

R_{i_t} = *Return* reksa dana i pada waktu t

R_{f_t} = *Return risk free rate* pada waktu t

α_p = *Jensen's Alpha*

β_p = Risiko sistematis dari portofolio p

R_{m_t} = *Return* pasar portofolio pada waktu t

μ_t = *The error term* pada waktu t

7) Menganalisis kinerja reksa dana dengan indeks *Modigliani and Modigliani (MM)*:

$$MM = (S_i - S_m)\sigma_m$$

Dimana:

S_i = indeks *Sharpe* reksa dana

S_m = indeks *Sharpe* pasar

σ_m = standar deviasi pasar

8) Menganalisis kinerja reksa dana dengan indeks *Treynor and Treynor (TT)*:

$$TT = T_i - (R_m - R_f)$$

Dimana:

T_i = indeks *Treynor* reksa dana

R_m = *Return* pasar portofolio

R_f = *Return risk free rate*

9) Menganalisis kinerja manajer investasi menggunakan pengukuran *Security Selection Ability* dan *Market Timing Ability* dengan menggunakan model yang dikembangkan oleh *Henriksson-Merton* dan *Treynor-Mazuy* (Murhadi, 2009).

Model *Henriksson-Merton* (1981):

$$R_{ipt} - R_{ift} = (\alpha_{ipt} + \beta_{ip1} (R_{imt} - R_{ift}) + \beta_{ip2} (R_{imt} - R_{ift})D) + \varepsilon_{ipt}$$

Dimana:

R_{pt} = *return* portofolio pada periode t

R_{ft} = *risk free return* pada periode t

α_{pt} = *abnormal return* yang menggambarkan kemampuan *stock selection*

β_{p1} = koefisien dari *market return* (R_{mt}) dikurangi dengan *risk free rate* (R_{ft})

β_{p2} = koefisien yang menggambarkan kemampuan *market timing*

D = variabel *dummy* dengan nilai 1 untuk $R_{mt} > R_{ft}$ dan nilai 0 untuk lainnya

ε_{pt} = kesalahan acak

Model *Treynor-Mazuy* (1966):

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{mt} - R_{ft}) + \gamma_p (R_{mt} - R_{ft})^2 + \varepsilon_{pt}$$

Dimana:

R_{pt} = *return* portofolio pada periode t

R_{ft} = *risk free return* pada periode t

α_p = *abnormal return* yang menggambarkan kemampuan *stock selection*

β_p = koefisien dari *market return* (R_{mt}) dikurangi dengan *risk free rate* (R_{ft})

γ_p = koefisien yang menggambarkan kemampuan *market timing*

ε_{pt} = kesalahan acak

Hipotesis yang diajukan pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

H_1 : Ada perbedaan kinerja yang signifikan antara reksa dana syariah dan reksa dana konvensional dilihat dari *return* dan risiko portofolio

H_2 : Ada perbedaan kinerja yang signifikan antara reksa dana syariah dan reksa dana konvensional dilihat dari model pengukuran indeks *Sharpe*, *Treynor*, *Jensen's Alpha*, *Modigliani and Modigliani (MM)* dan *Treynor and Treynor (TT)*

H_3 : Ada perbedaan kinerja yang signifikan antara reksa dana syariah dan reksa dana konvensional berdasarkan kinerja *Security Selection and Market Timing Ability*

HASIL DAN PEMBAHASAN

Sampel penelitian adalah reksa dana saham yang tercatat di BAPEPAM-LK pada bulan Januari 2008 sampai dengan bulan Desember 2012. Ditemukan 5 (lima) reksa dana saham syariah dan 29 reksa dana saham konvensional.

Tahap pertama penelitian ini adalah menghitung tingkat pengembalian (*return*) dari setiap reksa dana yang dijadikan sampel. Hasil perhitungan *average return* pasar (IHSG) bulanan, reksa dana syariah, dan reksa dana konvensional disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1. *Average Return* Reksa Dana Syariah, Konvensional, dan Pasar

<i>Average Return</i>	2008	2009	2010	2011	2012	Rata2
RD Syariah	-0.0732	0.0641	0.0188	0.0064	0.0058	0.0044
RD Konvensional	-0.0590	0.0686	0.0271	0.0081	0.0054	0.0100
IHSG	-0.0584	0.0602	0.0323	0.0104	0.0083	0.0106

Tabel 1 menunjukkan *average return* pasar pada periode tahun 2009, 2010, 2011 dan 2012 memiliki nilai positif, kecuali tahun 2008. Pola yang sama ditunjukkan oleh reksa dana syariah dan konvensional. Secara rata-rata *return* tertinggi dihasilkan oleh pasar (IHSG) dan rata-rata *return* reksa dana konvensional lebih tinggi dibandingkan reksa dana syariah.

Hasil uji beda ketiga jenis investasi tersebut menghasilkan nilai *F* hitung 0,027, dengan signifikansi 0,9973. Dengan demikian tidak ditemukan perbedaan nyata rata-rata *return* bulanan antara reksa dana syariah, reksa dana konvensional, maupun *return* pasar secara umum. Hasil penelitian ini serupa dengan penelitian Jensen (1968) terhadap 115 reksa dana dalam kurun waktu tahun 1945-1964 yang memperoleh hasil bahwa kinerja reksa dana tidak lebih baik dari kinerja pasar.

Tahap selanjutnya adalah menghitung risiko (standar deviasi, σ). Risiko dihitung dengan total risiko dan risiko pasar. Hasil perbandingan kinerja reksa dana syariah dan konvensional berdasarkan risiko disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2. Kinerja Reksa Dana Berdasarkan Risiko

Metode/ Reksa Dana	2008	2009	2010	2011	2012	Rata2
Total Risiko						
Syariah	1.0820	1.1042	0.9388	0.9813	1.1519	1.0516
Konvensional	1.0843	1.2080	0.9896	1.1338	1.0549	1.0941
Risiko Pasar						
Syariah	0.1290	0.0947	0.0556	0.0505	0.0481	0.0756
Konvensional	0.1244	0.0961	0.0585	0.0574	0.0425	0.0758

Tabel 2 menunjukkan bahwa secara rata-rata reksa dana syariah memiliki risiko lebih rendah dibandingkan dengan reksa dana konvensional, baik dengan pendekatan total risiko maupun risiko pasar. Kecuali tahun 2012, reksa dana konvensional memiliki total risiko lebih rendah daripada reksa dana syariah. Sesuai teori Risk-Return, penelitian ini

mendukung bahwa investasi yang memiliki risiko lebih rendah akan memiliki return juga lebih rendah.

Uji beda terhadap (*beta*) dengan menggunakan uji statistik *Independent T Test* menunjukkan tidak ada perbedaan signifikan risiko reksa dana konvensional dengan reksa dana syariah (lihat Tabel 3). Perbedaan risiko kedua jenis reksa dana lebih besar jika menggunakan pendekatan total risiko. Meskipun ditemukan perbedaan, namun perbedaan tersebut tidak signifikan

Tabel 3. Hasil Uji Beda Risiko Reksa Dana Syariah vs Konvensional

Pendekatan	Nilai Perbedaan	F hitung	Signifikansi
Total Risk	0,0425	0,219	0,652
Risiko Pasar	0,0002	0,027	0,873

Tahap selanjutnya adalah mengukur kinerja setiap reksa dana dengan menggunakan beberapa indeks yaitu *Sharpe*, *Treynor*, *Jensen's Alpha*, *Modigliani-Modigliani (MM)*, dan *Treynor-Treynor*. Hasil perbandingan kinerja reksa dana syariah dan reksa dana konvensional berdasarkan berbagai indeks di atas disajikan pada Tabel 4.

Tabel 4 menunjukkan bahwa secara rata-rata reksa dana konvensional memiliki kinerja lebih tinggi. Berdasarkan pendekatan Indeks Treynor, rata-rata return reksa dana Syariah bernilai negative, sementara reksa dana konvensional bernilai positif. Kedua jenis reksa dana menghasilkan return negative jika kinerja dihitung menggunakan pendekatan Jensen's Alpha, Miller-Modigliani (MM) dan Treynor Treynor (TT).

Uji beda terhadap berbagai pendekatan di atas menunjukkan tidak ditemukan perbedaan signifikan antara kinerja reksa dana syariah vs konvensional (Tabel 5).
Temuan

Tabel 4. Kinerja Reksa Dana Berdasarkan Berbagai Indeks

Metode/ Reksa Dana	2008	2009	2010	2011	2012	Rata2
Indeks Sharpe						
Syariah	-0.62930	0.61741	0.23998	0.02710	0.03705	0.0585
Konvensional	-0.53742	0.66314	0.36835	0.05324	0.04654	0.1188
Indeks Treynor						
Syariah	-0.07502	0.05277	0.01419	0.00134	0.00140	-0.0011
Konvensional	-0.06168	0.05228	0.02190	0.00263	0.00185	0.0034
Indeks Jensen's Alpha						
Syariah	-0.00940	-0.00165	-0.01185	-0.00398	-0.00319	-0.0060
Konvensional	0.00497	-0.00281	-0.00490	-0.00306	-0.00311	-0.0018
Indeks MM						
Syariah	-0.0043	-0.0074	-0.0131	-0.0037	-0.0032	-0.0063
Konvensional	0.0060	-0.0039	-0.0059	-0.0024	-0.0028	-0.0018
Indeks TT						
Syariah	-0.0088	-0.0012	-0.0126	-0.0037	-0.0033	-0.0059
Konvensional	0.0045	-0.0017	-0.0049	-0.0024	-0.0028	-0.0014

Tabel di atas menunjukkan meski ditemukan perbedaan kinerja antara reksa dana syariah vs konvensional, namun perbedaan tersebut tidak nyata. Investor dapat memilih salah satu atau kedua jenis reksa dan sebagai pilihan investasinya, tanpa perbedaan yang berarti.

Tahap selanjutnya adalah mengukur kinerja Manajer Investasi dalam mengelola portofolio reksa dana. Kinerja dihitung dalam melakukan pemilihan saham (*Stock Selection*) dan ketepatan waktu memasuki pasar (*Market Timing Ability*).

Tabel 5. Hasil Uji Beda Kinerja Reksa Dana Syariah vs Konvensional

Pendekatan	Nilai Perbedaan	F hitung	Signifikansi
Sharpe	0,0603	0,014	0,910
Treynor	0,0045	0,018	0,896
Jensen's Alpha	0,0042	0,611	0,457
MM	0,0045	0,000	0,945
TT	0,0045	0,177	0,310

Tahap selanjutnya adalah mengukur kinerja Manajer Investasi dalam mengelola portofolio reksa dana. Kinerja dihitung dalam melakukan pemilihan saham (*Stock Selection*) dan ketepatan waktu memasuki pasar (*Market Timing Ability*).

Tabel 6 berikut menunjukkan *Security Selection* Manajer Investasi melalui pendekatan *Henriksson-Merton* (1981) dan *Treynor-Mazuy*. Dapat dilihat bahwa pada periode 2008-2009 kemampuan Manajer Investasi baik pada reksa dana syariah maupun konvensional dalam pembentukan portofolio fluktuatif. Nilai α_p sebagai parameter abnormal return kadang positif (mampu menghasilkan *abnormal return*) kadang negative (menghasilkan *abnormal loss*). Secara rata-rata selama periode penelitian, kedua jenis reksa dana menghasilkan abnormal return negative. Nampaknya kondisi perekonomian di tahun 2009, setelah krisis global 2008, cukup memengaruhi kinerja reksa dana. Di tahun 2009 kedua jenis reksa dana mengalami abnormal return negative relative besar dan menyebabkan nilai rata-rata *security selection* selama 5 (lima) tahun pengamatan menjadi negatif.

Tabel 6. Kinerja Manajer Investasi Pengelola Reksa Dana dalam Security Selection

Pendekatan / Reksa Dana	2008	2009	2010	2011	2012	Rata-rata
<i>Henriksson_Merton</i>						
Syariah	-0.0314	-2.4334	0.1776	0.1000	-0.1072	-0.4589
Konvensional	0.4748	-1.2698	0.2745	-0.8242	-0.1325	-0.2955
<i>Treynor_Mazuy</i>						
Syariah	-0.7841	-0.4532	-0.6020	-0.0999	-0.0965	-0.4072
Konvensional	0.5328	-0.1456	-0.1471	-0.7215	-0.2304	-0.1424

Tabel 6 juga menunjukkan bahwa secara rata-rata kemampuan Manajer Investasi dalam pembentukan portofolio investasi reksa dan konvensional lebih tinggi daripada reksa dana syariah. Nilai negative abnormal return portofolio yang dibentuk Manajer Investasi reksa dana konvensional masih lebih kecil dibandingkan Manajer Investasi reksa dana syariah.

Tabel 7 menunjukkan market timing Manajer Investasi melalui pendekatan *Henriksson-Merton* dan *Treynor_Mazuy*. Serupa dengan kemampuan *security selection*, pada periode 2008-2009 kemampuan Manajer Investasi baik pada reksa dana syariah maupun konvensional dalam ketepatan waktu memasuki pasar ketika membentuk portofolio fluktuatif.

Tabel 7. Kinerja Manajer Investasi Pengelola Reksa Dana dalam *Market Timing*

Pendekatan / Reksa Dana	2008	2009	2010	2011	2012	Rata-rata
<i>Henriksson_Merton</i>						
Syariah	-0.3248	1.4183	-0.6704	-0.3218	-0.0950	0.0013
Konvensional	0.0264	0.7939	-0.3837	0.2542	-0.1188	0.1144
<i>Treynor_Mazuy</i>						
Syariah	-0.0012	0.0426	-0.0277	-0.0186	-0.0102	-0.0030
Konvensional	0.0018	0.0225	-0.0172	0.0168	-0.0056	0.0037

Nilai β_p sebagai koefisien yang market timing kadang bernilai positif (tepat waktu) kadang negative (tidak tepat waktu). Pendekatan *Henriksson-Merton* di kedua jenis reksa dana sama-sama positif. Menandakan keduanya tepat memasuki pasar. Hal berbeda ditunjukkan pada pendekatan *Treynor-Mazuy*.

Tabel 8 berikut ini menyajikan hasil uji beda kinerja Manajer Investasi reksa dan syariah vs konvensional, dalam hal *security selection* dan *market timing ability*. Hasil uji menunjukkan tidak ditemukan perbedaan signifikan kemampuan kinerja Manajer Investasi antara reksa dan syariah vs konvensional dalam hal pemilihan saham ketika membentuk portofolio.

Kesimpulan berbeda ditunjukkan dalam hal ketepatan waktu memasuki pasar. Menggunakan pendekatan *Henriksson-Merton* ditemukan perbedaan signifikan (pada $\alpha = 5\%$) kemampuan Manajer Investasi kedua jenis reksa dana.

Tabel 8. Hasil Uji Beda Kinerja Manajer Investasi Reksa Dana Syariah vs Konvensional

Pengukuran	Pendekatan	Nilai Perbedaan	F hitung	Signifikansi
Security	H-M	0,1634	-0,274	0,792
Selection	T-M	0,2648	-1,094	0,310
Market	H-M	0,9834	-2,544	0,034 ^{**})
Timing	T-M	0,0067	-0,470	0,654

PENUTUP

Kesimpulan. Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan dapat disimpulkan bahwa: (1). Tidak ditemukan perbedaan signifikan antara kinerja reksa dana syariah dan reksa dana konvensional dalam hal *return* dan risiko walaupun kinerja reksa dana syariah cenderung lebih rendah dibandingkan dengan kinerja reksadana konvensional. Rendahnya *return* reksadana syariah ini searah dengan rendahnya risiko reksadana syariah. Rendahnya kinerja dan risiko reksadana tersebut disebabkan manajer investasi reksa dana syariah

kemungkinan karena manajer reksa dana syariah lebih berhati-hati dalam membentuk portofolio reksa dana. (2) Tidak ditemukan perbedaan signifikan antara kinerja reksa dana syariah dan reksa dana konvensional berdasarkan model indeks *Sharpe, Treynor, Jensen's alpha, Modigliani and Modigliani model*, dan *Treynor and Treynor* walaupun kinerja reksa dana syariah cenderung lebih rendah dibandingkan dengan kinerja reksa dana konvensional. (3) Tidak ditemukan perbedaan signifikan kinerja Manajer Investasi antara reksa dana syariah dengan reksa dana konvensional dalam hal *security selection* baik menggunakan pendekatan Henriksson-Merton maupun Treynor-Marzuy. (4) Ditemukan perbedaan signifikan kemampuan Manajer Investasi antara reksa dana syariah vs konvensional dalam hal *Market timing ability* yang diukur menggunakan pendekatan model *Henriksson-Merton*. (5) Tidak ditemukan perbedaan kinerja Manajer Investasi antara reksa dana syariah dengan konvensional dalam hal *Market timing ability* yang diukur menggunakan model *Treynor-Mazuy*.

Saran. Berdasarkan kesimpulan diatas, beberapa saran yang dapat dikemukakan adalah sebagai berikut: (1) Investor dapat menginvestasikan dananya pada reksa dana syariah maupun reksa dana konvensional karena tidak ditemukan perbedaan signifikan antara keduanya baik dalam hal risiko maupun return yang dihasilkan. (2) Kinerja Manajer Investasi reksa dan syariah dan konvensional dalam hal ketepatan waktu masuk pasar berbeda signifikan jika menggunakan pendekatan *Henriksson-Merton*. Pendekatan ini menggunakan acuan selisih return pasar dengan riskfree rate. Berarti ketika return IHSG di atas tingkat BI rate, maka pada saat tersebut investor sebaiknya melakukan investasi reksa dana konvensional. (3) Penelitian ini menunjukkan tidak ditemukan perbedaan signifikan antara return, risiko dan kinerja manajer investasi antar` kedua bentuk reksa dana, namun terdapat kecenderungan kinerja reksa dana syariah lebih rendah. Oleh karena itu kinerja Manajer Investasi reksa dan syariah perlu ditingkatkan baik dalam hal *security selection* maupun *market timing ability*.

DAFTAR RUJUKAN

- Arifin, Zaenal dan Sri Mulyati. (2005) Analisis Persistensi Kinerja Reksa Dana. *Kajian Bisnis*, Vol 13, (2): 182-193.
- Bashir, M. Sharif dan Wan Rasyidah Wan Nawang. (2011) "Islamic and Conventional Unit Trusts in Malaysia: A Performance Comparison". *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, Vol. 7, (4).
- Cahyaningsih. (2008) Perbandingan Kinerja Reksa Dana Syariah dengan Reksa Dana Konvensional. *Tesis Pascasarjana* (tidak diterbitkan). Universitas Sebelas Maret. Solo.
- Dariyus. (2012) Apakah Kinerja dan Risiko Reksadana Syariah Lebih Baik dibandingkan dengan Reksadana Konvensional?. *Jurnal Orasi Bisnis*, Edisi ke-VIII, hal. 4-11.
- Hasbi, Hariandy. (2010) Kinerja Reksa Dana Syariah Tahun 2009 di Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 14, (1), hal.62-73.
- Hayat, R. (2006) An Empirical Assessment of Islamic Equity Fund Returns. *Master Thesis*. Free University. Amsterdam.
- Hayati, Neuneung R. (2006) Perbandingan Kinerja Reksa Dana Pendapatan Tetap (Konvensional dan Syariah) Sebagai Suatu Evaluasi Portofolio Investor di Pasar Modal. *Jurnal Bisnis, Manajemen & Ekonomi*, Vol. 7, (4), hal.954-968.

- Hussein, Khaled A. (2005) Islamic Investment: Evidence from Dow Jones and FTSE Indices. *Paper Presented at the 6th, International Conference on Islamic Banking and Finance, Jakarta, November 21-14, 2005.*
- Jabeen, Hummaira and Javaid Dars. (2013) Comparison Between Islamic and Conventional Mutual Funds in Pakistan. *Bhruban-Murree: The 5th South Asian International Conference (SAICON) 2013, 4-6 December 2013.*
- Merdad, Hesham. (2010) Islamic Versus Conventional Mutual Funds Performance in Saudi Arabia: A Case Study. *JKAU: Islamic Econ.*, Vol. 23 (2) pp: 157-153.
- Murhadi, Werner R. (2009) Penilaian Kinerja Reksa Dana. *Proceeding Call Paper UNPAR, Bandung, November 2009.*
- Mustaqim. (2008) Analisis Kinerja Reksa Dana Syariah dengan Metode Sharpe dan Treynor. *Skripsi Sarjana* (tidak diterbitkan). Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah. Jakarta.
- Rachmayanti, T. Farida. (2006) Analisis Kinerja Portofolio Saham Syariah Pada Bursa Efek Jakarta 2001-2002. *Jurnal Ekonomi Keuangan dan Bisnis Islami*, Vol. 2. (3), Juli-September.
- Ratnawati, Vince dan Ningrum Khairani. (2012) Perbandingan Kinerja Reksa Dana Syariah dan Reksa Dana Konvensional. *Jurnal Akuntansi*, Vol. 1, (1), Oktober 2012, hal. 96-113.
- Rudiyanto. (2013) *Sukses Finansial dengan Reksa Dana*. PT. Elex Media Komputindo. Jakarta.
- Situmorang, M. Paulus. (2008) *Pengantar Pasar Modal*. Mitra Wacana Media. Jakarta.
- Suhana, M. (2012) Performance Analysis on Islamic Unit Trust. *Proceedings International Conference of Technology Management, Business and Entrepreneurship*, Malaysia 18-19 Dec 2012.
- Wahdah, Rofiqah dan Joko Hartanto. (2012) Analisis Pengukuran Reksa Dana Saham di Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Akuntansi*, Vol. 13. (1): hal. 73-84