

PENGARUH INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN, SUKU
BUNGA, KURS DAN RISIKO TERHADAP IMBAL HASIL
REKSADANA SYARIAH DAN KONVENSIONAL

TESIS

Hendriyanto
7104093221

T
25543



UNIVERSITAS INDONESIA
EKONOMI DAN KEUANGAN SYARIAH
PROGRAM PASCASARJANA
JAKARTA
JULI 2008



PENGARUH INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN, SUKU
BUNGA, KURS DAN RISIKO TERHADAP IMBAL HASIL
REKSADANA SYARIAH DAN KONVENSIONAL

TESIS

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar
Magister Sains (M.Si) dalam bidang Ekonomi dan Keuangan Syariah
pada Program Studi Timur Tengah dan Islam
Program Pascasarjana Universitas Indonesia

Hendriyanto

7104093221



EKONOMI DAN KEUANGAN SYARIAH
PROGRAM STUDI TIMUR TENGAH DAN ISLAM
PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS INDONESIA

JAKARTA

JULI 2008

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

Tesis ini adalah hasil karya saya sendiri,
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk
telah saya nyatakan dengan benar.

Nama : Hendriyanto

NPM : 7104093221

Tanda Tangan : 

Tanggal : 19 Juli 2008



HALAMAN PERSETUJUAN TESIS

Nama Mahasiswa : Hendriyanto
NPM : 7104093221
Kekhususan : Ekonomi dan Keuangan Syariah
Konsentrasi : Manajemen Risiko Islami
Judul Tesis : *Pengaruh Indeks Harga Saham Gabungan, Suku Bunga,
Kurs dan Risiko terhadap Imbal Hasil Reksadana Syariah
dan Konvensional*
Tanggal disetujui : 1 Juni 2008

Pembimbing Tesis,

(Dr. Muhammad Muslich MBA)

HALAMAN PENGESAHAN

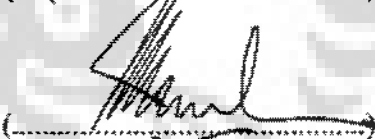
Tesis ini diajukan oleh,

Nama : Hendriyanto
NPM : 7104093221
Program Studi : Kajian Timur Tengah dan Islam
Kekhususan : Ekonomi dan Keuangan Syariah
Konsentrasi : Manajemen Risiko Islami
Judul Tesis : Pengaruh Indeks Harga Saham Gabungan, Suku Bunga,
Kurs dan Risiko Terhadap Imbal Hasil Reksadana
Syariah dan Konvensional

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Sains pada Ekonomi dan Keuangan Syariah, Program Studi Kajian Timur Tengah dan Islam, Fakultas Pasca Sarjana, Universitas Indonesia

DEWAN PENGUJI

Ketua Sidang : Mustafa Edwin Nasution, Ph.D ()

Pembimbing : Dr. Muhammad Muslich MBA ()

Penguji : Nurul Huda, SE, M.Si, MM ()

Penguji : M. Gunawan Yasni, SE, Ak., MM ()

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal:

KATA PENGANTAR

Alhamdulillahirobbil 'alamin, segala puji serta syukur hanyalah ditujukan kepada Allah SWT, Penguasa semesta alam yang memberikan petunjuk, hidayah dan kekuatan kepada penulis untuk menyelesaikan tesis ini, sebagai salah satu syarat untuk memperoleh Magister Sains (MSi) Ekonomi dan Keuangan Syariah pada Program Studi Timur Tengah dan Islam Program Pasca Sarjana Universitas Indonesia. Shalawat serta salam tidak lupa terucap kepada junjungan Rasulullah Muhammad SAW yang telah membawa umatnya ke dalam masa yang terang benderang penuh dengan cahaya Ilahi.

Dalam penulisan tesis ini penulis merasakan manfaat yang luar biasa karena dapat langsung mengaplikasikan ilmu yang selama ini didapat ke dalam keadaan nyatanya. Besar harapan kami tesis ini dapat memberikan sumbangsih yang berarti bagi Program Studi Timur Tengah dan Islam Universitas Indonesia terutama kekhususan Manajemen Risiko Syariah.

Dengan segala ketulusan hati penulis mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada semua pihak-pihak yang senantiasa mendorong, membimbing dan membantu dalam penyusunan dan penyelesaian tesis ini, yakni kepada:

1. Bapak Mustafa Edwin Nasution, Ph.D., selaku Ketua Program Pasca Sarjana Studi Timur Tengah dan Islam yang sekaligus sebagai ketua sidang atas masukan-masukan yang diberikan.
2. Bapak DR. Muhammad Muslich, MBA., selaku dosen pembimbing tesis, yang telah mengarahkan, membimbing dan memberikan saran-saran yang bermanfaat dalam penulisan tesis ini.
3. Bapak Nurul Huda, M.Si, MM. dan Bapak Muhammad Gunawan Yasni, M.Si, MM, selaku penguji dan Reader/Pembaca Ahli yang telah memberikan saran-saran yang bermanfaat dalam penulisan tesis ini hingga selesai.
4. Kedua orang tua ku tercinta, yang penulis yakin tanpa doa, semangat, dorongan dan kasih sayang yang mereka berikan, tesis ini tidak akan dapat

terselesaikan. Semoga Allah senantiasa memberikan nikmat Iman, Islam dan sehat kepada orang tua ku tercinta.

5. Kedua orang kakak penulis, yang begitu tulus ikhlas membantu menyumbangkan doa dan juga pinjaman buku-buku sebagai referensi dalam penyelesaian tesis ini.
6. Bapak Salir Senduk, Ahmad Gozali, Eko Endarto dan rekan-rekan di Biro Perencanaan Keuangan, Safir Senduk dan Rekan, yang telah memberikan masukan-masukan seputar penelitian dan pencarian data bagi penulis, hingga tesis ini dapat selesai. Thank you, guys. You are the best.
7. Para dosen dan staf di PSTTI-UI yang sumbangsuhnya telah banyak memberikan penulis segala hal yang bermanfaat bagi penulis.
8. Rekan-rekan mahasiswa EKS angkatan VIII yang udah pada selesai duluan, Pak Perdi, Pak Pur, Pak Azhar, Pak Hartono, Bang Rovi, Bang Burhan, Hilal, Iqro, Kang Dadang, Maya dan Vita (thx yak doanya..), Yudho, Umi (makasih yak buat semuanya cum..), Yanto, Dondi, Pak Pram, Pak Fauzi (ayo semangat..), Pak Natalo, Dian, Mbak Cholifah, Aji, Budi, Mas Amru dan Tito (makasih buat semuanya yah, to..semoga Allah bales dengan yang lebih baik..) atas persahabatan dan kebersamaannya.
9. Last but not least, for my dearest, Rahmi Amalia, yang selalu setia menemani, memberikan dukungan, meluangkan waktu, memberikan doa sehingga semuanya dapat selesai. Thanks for all the things you've done n may Allah gives us the best.

Semoga Allah melimpahkan rahmat dan hidayah-Nya kepada mereka semua.
Amin.

Jakarta, Juli 2008

Penulis

HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Hendriyanto

NPM : 7104093221

Program Studi : Kajian Timur Tengah dan Islam

Fakultas : Pasca Sarjana

Jenis Karya : Tesis

demikian pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui memberikan kepada Universitas Indonesia Hak Bebas Royalti Non-eksklusif (*Non-exclusive Royalty Free Right*) atas karya ilmiah saya yang berjudul:

Pengaruh Indeks Harga Saham Gabungan, Suku Bunga, Kurs dan Risiko Terhadap Imbal Hasil Reksadana Syariah dan Konvensional

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Non-eksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/format-kan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya tanpa meminta izin dari saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta

Pada tanggal : 21 Juli 2008

Yang menyatakan

(Hendriyanto)

ABSTRAK

Nama : Hendriyanto
Program Studi : Ekonomi dan Keuangan Syariah
Judul : Pengaruh Indeks Harga Saham Gabungan, Suku Bunga, Kurs dan Risiko Terhadap Imbal Hasil Reksadana Syariah dan Konvensional

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah variabel bebas yaitu IHSG, suku bunga, kurs dan risiko memberikan pengaruh terhadap imbal hasil reksadana syariah dan konvensional. Data sekunder digunakan dalam penelitian ini yang diperoleh dari Bapenam-LK untuk periode Maret 2005 sampai dengan November 2007. Adapun untuk menganalisis data digunakan metode regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ke semua variabel yaitu IHSG, suku bunga, kurs dan risiko bersama-sama memberikan pengaruh terhadap pertumbuhan imbal hasil masing-masing jenis reksadana. Dimana untuk reksadana syariah, ternyata hanya variabel IHSG dan kurs saja yang memberikan pengaruh yang signifikan, artinya imbal hasil reksadana syariah dalam penelitian ini dipengaruhi oleh IHSG dan kurs rupiah terhadap dollar Amerika. Sedangkan untuk reksadana konvensional, variabel bebas IHSG dan suku bunga yang memberikan pengaruh yang signifikan, artinya imbal hasil reksadana konvensional lebih dipengaruhi oleh pergerakan IHSG dan juga suku bunga daripada dua variabel bebas lainnya.

Sedangkan untuk pengukuran risiko dengan metode *Risk Matrics*, didapatkan kesimpulan bahwa risiko penurunan imbal hasil reksadana syariah ternyata memiliki risiko yang lebih rendah dibandingkan dengan reksadana konvensional. Dan metode perhitungan risiko dengan menggunakan *Risk Matrics* valid untuk dipergunakan setelah dilakukan uji *back testing* dengan *Loglikelihood*.
Kata Kunci:

Imbal hasil reksadana, IHSG, suku bunga, kurs, risiko, *risk matrices*, *loglikelihood*.

ABSTRACT

Name : Hendriyanto

Study Program : Economic and Finance Syaria

Title : Influence Composite Stock Index, Interest Rate, Currency and Risk to Return of Syaria and Conventional Mutual Fund

This research has its objective to find out whether free variable which contains Composite Stock Index, interest rate, currency and risk would give any influence to return of Syari'a and conventional mutual fund. This research is using secondary data that is obtained from Bapepam-LK from March 2005 to November 2007 period. Multiple linier regression method is being used in this research. The result shows that all variables, which are Composite Stock Index, interest rate, currency and risk do collectively, give influence to the growth of both types of mutual fund. It turns out that concerning syari'a mutual fund, only composite stock index and currency as variables that give significant influence. It means that during the research, it is found out that syari'a mutual fund return is influenced by composite stock index and IDR (Indonesian Rupiah) currency to USD (Unites States of American Dollar). And as for conventional mutual fund, independent variables that give significant influence are composite stock index and interest rate. It means that conventional mutual fund is more influenced by the mobility of composite stock index and interest rate than the other two variables.

Meanwhile for risk measurement that is using Risk Matrics Method, it has come to a conclusion that the risk of syari'a mutual fund return to decrease is lower risk than in conventional mutual fund. And this risk measurement method using Risk Matrics is valid to be used only after back testing has been performed with Loglikelihood.

Keywords: return of mutual fund, composite stock index, interest rate, currency, risk, risk matrics, loglikelihood.

تأثير مؤشرات أسعار الأسهم المشتركة ومقدار الفوائد المصرفية وأسعار صرف العملات والمخاطر على الربح المحصول من استثمار الرأسمال الشرعي والتقليدي

التلخيص :

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة المتغيرات الحرة مثل مؤشرات الأسهم المشتركة ومقدار الفوائد المصرفية وأسعار صرف العملات والمخاطر على الربح المحصول من استثمار الرأسمال الشرعي والتقليدي، البيانات الثانوية التي استعملت في هذه الدراسة والتي استلذت من الهيئة المراقبة لأسواق الرأسمال – الهيئة المالية لفترة من مارس ٢٠٠٥ إلى نوفمبر ٢٠٠٧. أما الوسيلة لتحليل البيانات فاستعملت أسلوب الارتداد الطولي المزدوج، وذلك نتيجة الدراسة على أن كل المتغيرات المشتملة على مؤشرات الأسهم المشتركة ومقدار الفوائد المصرفية وأسعار صرف العملات والمخاطر تؤثر بطريقة جماعية على نمو الربح نتيجة كل نوع من أنواع استثمار الرأسمال، بحيث إن المتغيرات التي قدمت لاستثمار الرأسمال الشرعي من أثر ذي مغزى هي مؤشرات الأسهم المشتركة وأسعار صرف العملات فحسب، بمعنى أن الربح المحصول من استثمار الرأسمال الشرعي في هذه الدراسة يتأثر من مؤشرات الأسهم المشتركة وسعر صرف الروبية مقابل الدولار الأمريكي، بينما تكون المتغيرات التي قدمت لاستثمار الرأسمال الشرعي أقل أهمية هي المتغيرات الحرة المشتملة في مؤشرات الأسهم المشتركة ومقدار الفوائد المصرفية، أي أن الربح المجني من استثمار الرأسمال التقليدي يتأثر أكثر بحركة مؤشرات الأسهم المشتركة ومقدار الفوائد المصرفية من المتغيرات الحرة الأخرى.

وأما لقياس المخاطر بأسلوب "ريسك ميترينكس" فتم على أن المخاطر التي تنتج عن استثمار الرأسمال الشرعي أقل مقارنة بالمخاطر الصادرة من استثمار الرأسمال التقليدي، وأسلوب تعداد المخاطر بأسلوب "ريسك ميترينكس" صالح لاستعمال بعد القيام باختيار "بيك تيمستينغ" بما يسمى "توقلاتكليهود".

مفتاحي الكلمات: الربح المحصول من استثمار الرأسمال ومؤشرات الأسهم المشتركة ومقدار الفوائد المصرفية وأسعار صرف العملات والمخاطر وريكس ميترينكس ولوقلاتكليهود.

RINGKASAN EKSEKUTIF

Di Indonesia, tanda-tanda munculnya ekonomi syariah kepermukaan adalah ketika pada tahun 1991, beberapa pengusaha muslim bergabung melalui prakarsa dari Majelis Ulama Indonesia (MUI) serta Ikatan Cendekiawan Muslim Indonesia (ICMI) membidani lahirnya Bank Muamalat Indonesia (BMI). Setelah mengalami terpaan badai krisis ekonomi yang menghantam Indonesia pada tahun 1997, dimana hampir sebagian besar bank konvensional karam karena tidak sanggup menahan amukan badai tersebut. Namun tak dinyana, BMI mampu kokoh berdiri dengan prinsip bagi hasilnya yang sesuai dengan syariah.

Kenyataan ini semakin membuat orang terkagum-kagum dengan sistem syariah yang di terapkan oleh BMI, sehingga pada tahun 1999 mulai berdiri Bank Syariah Mandiri. Sehingga sampai saat ini sudah berdiri 3 bank syariah diikuti 19 buah Unit Usaha Syariah (UUS), dengan 422 buah kantor cabang dan kantor cabang pembantunya dan 92 Bank Perkreditan Rakyat Syariah (BPRS) tersebar di Indonesia.

Sementara di industri pasar modal, sejak tahun 1997, produk syariah mulai diperkenalkan yang ditandai dengan munculnya reksadana portofolio syariah yang dikelola oleh PT. Danareksa Investment Management. Sedangkan 6 tahun kemudian tepatnya pada tanggal 14 maret 2003, pasar modal syariah resmi diluncurkan.

Hingga kini, kegiatan pasar modal syariah kian maju terbukti dengan sudah adanya Jakarta Islamic Index (JII), 17 obligasi syariah yang tercatat di Bursa Efek Surabaya (BES) dengan nilai nominal Rp. 2,3 triliun (per juli 2006) dan juga tidak ketinggalan 21 reksadana syariah dengan dana kelolaan tercatat sebanyak Rp.606,93 miliar, meskipun tidak sepesat perkembangan perbankan syariah di tanah air. Berbagai pembenahan terus menerus secara konsisten dilakukan bahkan pada akhir tahun ini ditergetkan pasar modal syariah memiliki arah yang semakin jelas, terutama dalam kepastian hukum dan pengembangan produk-produk syariahnya. Sehingga hal ini diharapkan dapat memberikan

jaminan legalitas dan keleluasaan bagi investor dalam menanamkan modalnya pada instrumen-instrumen yang sesuai dengan syariah..

Pertumbuhan reksadana di Indonesia sangat menggembirakan. Dimana bisa dilihat dari satu tahun terakhir, aset kelolaan reksadana tumbuh sebesar 110% atau sekitar Rp. 30 triliun, dari Rp. 27 triliun menjadi Rp. 57 triliun.

Hal ini disebabkan salah satunya adalah dengan meluruhnya suku bunga yang membuat investor atau pemodal untuk mengalihkan dananya ke reksadana sebagai alternatif investasinya. Apabila dibandingkan dengan deposito yang saat ini hanya menawarkan suku bunga sekitar 8-9 %, reksadana dapat memberikan imbal hasil yang lebih tinggi lagi. Namun peningkatan imbal hasil reksadana itu pun, tidak bisa dipungkiri memang dikendalikan oleh adanya kegairahan di pasar modal. Selama tahun 2006, Indeks Harga Saham Gabungan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) melesat hingga 55%.

Di Indonesia, pemikiran untuk mendirikan pasar modal syariah dimulai sejak muncul instrumen pasar modal yang menggunakan prinsip syariah yaitu reksadana syariah. Instrumen pasar modal syariah telah ada di Indonesia sejak tahun 1997. tepatnya ketika PT. Danareksa Investment Management meluncurkan Danareksa Syariah pada 3 Juli 1997. Selanjutnya Bursa Efek Jakarta meluncurkan Jakarta Islamic Index (JII) pada tanggal 3 Juli 2000 yang bertujuan untuk memandu investor yang ingin menanamkan dananya secara syariah. Perkembangan selanjutnya, instrumen pasar modal syariah terus bertambah dengan kehadiran Obligasi Syariah PT. Indosat, Tbk. pada awal September 2002.

Oleh karena itu pun di buatlah aturan-aturan untuk menjalankan pasar modal yang berbasis syariah. Dalam peraturan tersebut dikatakan bahwa dalam pasar modal syariah melarang empat hal. Pertama adalah bunga atau riba'. Riba' merupakan praktik ekonomi yang *eksploratif* karena memanfaatkan kondisi mereka yang lemah atau dalam kondisi kesulitan. Riba juga timbul dari praktik utang piutang dan perdagangan. Kedua adalah menciptakan suatu pasar modal syariah yang bebas dari Qimar, perjudian (*gambling*). Dengan demikian tidak diperbolehkan adanya praktek spekulasi, melakukan *short-trading* dimana biasanya dilakukan oleh investor untuk mendapatkan *short-term gain* yang dihasilkan dari sebuah ketidakpastian. Ketiga adalah terciptanya suatu kondisi

excessive uncertainty atau gharar. Dan keempat adalah praktik *Ikrah* yang artinya memaksakan suatu perjanjian kepada pihak lain atau memaksakan suatu kondisi yang tidak bisa diterima oleh pihak tersebut.

Dalam dunia perencanaan keuangan, reksadana menjadi salah satu instrumen investasi yang memiliki peranan penting bagi para klien yang ingin mengembangkan dananya. Karena investor yang menginginkan kehalalan dari hasil investasi yang akan diterimanya memiliki profil resiko yang berbeda-beda. Sehingga reksadana cocok sebagai pilihan investasi dimana reksadana juga terdiri dari beragam instrumen investasi sebagai pembentuk portofolio yang resikonya pun berbeda-beda.

Reksadana merupakan sarana berinvestasi yang unik. Dimana, dilakukan penghimpunan dana dari masyarakat pemodal secara kolektif. Dana yang terhimpun ini selanjutnya dikelola dan di investasikan oleh seorang *fund manager* (manajer investasi) dalam suatu portofolio efek melalui obligasi (*fixed income*), saham (ekuitas) maupun instrumen pasar uang (*money market instrument*) seperti deposito, valuta asing dan obligasi berjangka kurang dari satu tahun yang bertujuan untuk menjaga likuiditasnya.

Dilihat dari sisi kinerja, reksadana syariah memiliki perkembangan yang cukup menggembirakan namun masih dapat dikatakan merupakan tahap awal untuk berkembang kemudian. Asset Under Management atau jumlah dana kelolaan untuk reksadana syariah berkembang atau tumbuh sekitar 9,45% dihitung sejak awal 2006 yang nilainya Rp. 554,5 miliar menjadi Rp. 606,93 miliar per 22 September 2006 (Investor:2006). Nilai ini masih sangat kecil dibandingkan dengan total dana kelolaan seluruh industri reksadana yang mencapai Rp. 37,4 triliun atau hanya sekitar 1,62% saja.

Pada dasarnya, teknis dari reksadana syariah dan konvensional tidaklah jauh berbeda. Perbedaan yang utama adalah reksadana syariah terbebas dari unsur *maysir, gharar dan riba* dalam portofolio investasinya. Sehingga prinsip-prinsip syariah adalah menjadi hal yang pertama dan utama dilakukan dalam proses manajemen portofolionya mulai dari penyaringan (*screening*) pada saham dan perusahaan yang terdaftar di lantai bursa, penilaian (*valuation*), strategi pada portofolionya serta *benchmarking*-nya. Agar prinsip-prinsip syariah tersebut tidak

terabaikan dan terlanggar dalam pelaksanaannya, maka harus diawasi dan dikontrol oleh sebuah Dewan Pengawas Syariah (DPS).

Masyarakat Indonesia yang berpenduduk mayoritas muslim, pada umumnya, belakangan ini, memilih instrumen investasi bukan hanya melihat pada bagaimana dapat memberikan *return* atau pertumbuhan yang tinggi dengan memiliki risiko yang rendah, namun juga melihat apakah instrumen investasi tersebut sudah sesuai dengan ketentuan syariat Islam. Sehingga, hal ini menjadi tantangan tersendiri bagi reksadana syariah dalam pengembangan kedepannya.

Risiko memiliki kaitan yang erat dengan imbal hasil reksadana baik itu syariah maupun konvensional. Dimana dengan semakin tinggi risiko yang dapat terjadi pada suatu reksadana tentu akan berdampak pada tingginya hasil investasi yang akan diperoleh. Risiko pada reksadana lebih terpengaruh dari kondisi pasar yang saat ini terjadi. Sehingga, reksadana bisa dikatakan akan terimbas oleh faktor makro ekonomi seperti IHSG, suku bunga dan kurs. Variabel-variabel tersebut yang akan mempengaruhi imbal hasil reksadana, baik itu syariah dan konvensional. Walaupun tidak memberikan kontribusi secara langsung, namun variabel bebas tersebut patut diperhatikan. Sehingga masyarakat pemodal mendapatkan suatu gambaran sederhana untuk dapat memantau imbal hasil reksadana yang dimilikinya.

Adapun variabel-variabel penelitian dalam tesis tentang pengaruh IHSG, suku bunga, kurs dan risiko terhadap imbal hasil reksadana syariah dan konvensional ini meliputi data: (1) NAB masing-masing reksadana syariah; (2) Nilai Aktiva Bersih masing-masing reksadana konvensional; (3) Indeks Harga Saham Gabungan; (4) tingkat Suku Bunga Bank Indonesia ; (5) *rate* kurs mata uang rupiah terhadap dollar Amerika (6) dan nilai risiko pada masing-masing reksadana.

Penelitian ini menggunakan data reksadana syariah dan konvensional yang dikelola oleh dua perusahaan Manajemen Investasi yang merupakan anak perusahaan dari dua buah bank yang dimiliki oleh pemerintah, yaitu PT. Bank Mandiri dengan Mandiri Manajemen Investasinya dan Bank BNI dengan BNI Sekuritasnya. Dalam menganalisis data digunakan metode regresi linier berganda dengan alasan karena data yang ada terdiri dari data data bulanan (*time series*).

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kesemua variabel yaitu IHSG dan suku bunga bersama-sama memberikan pengaruh yang signifikan terhadap perimbangan imbal hasil reksadana konvensional. Hal ini disebabkan karena isi dari portofolio reksadana adalah terdiri dari instrumen pasar modal berupa efek dan juga pasar uang berupa deposito. Sehingga, apabila terjadi perubahan pada IHSG dan penurunan (kenaikan) suku bunga, akan berdampak langsung pada perubahan imbal hasil reksadana tersebut. Untuk reksadana syariah, hanya variabel IHSG dan kurs saja yang memberikan pengaruh yang signifikan sedangkan dua variabel lainnya tidak memberikan pengaruh.

Sedangkan setelah dilakukan pengukuran risiko yang dimiliki antara reksadana syariah dan konvensional, diperoleh hasil bahwa reksadana syariah memiliki risiko yang lebih rendah dari pada reksadana konvensional dengan menggunakan metode *Risk Matrics*. Dan penggunaan metode *Risk Matrics* dalam pengukuran potensi risiko yang terjadi pada kedua jenis reksadana tersebut adalah valid atau bisa dipergunakan.

Disarankan kepada investor, jika dalam pengambilan keputusan untuk melakukan investasi pada perusahaan pengelola reksadana syariah yang berpedoman pada imbal hasil reksadana syariah, sebaiknya juga memperhatikan faktor-faktor lain yang mempengaruhinya, antara lain IHSG, suku bunga, kurs dan risiko karena berdasarkan penelitian diperoleh hasil faktor tersebut secara signifikan mempengaruhi imbal hasil reksadana syariah maupun konvensional lebih dari 50%. Sehingga investor harus lebih memperhatikan lagi faktor-faktor internal seperti kemampuan manajemen dalam mengelola portofolio-nya.

Namun, penelitian ini dirasa masih perlu perbaikan untuk kesempurnaan dimasa yang akan datang. Bagi peneliti yang berkeinginan untuk melakukan penelitian terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi imbal hasil reksadana syariah dan konvensional disarankan untuk memasukkan faktor internalnya juga. Dan juga perlu penambahan variabel terikatnya agar lebih banyak yang bisa dibandingkan seperti misalnya membandingkan reksadana konvensional dan syariah yang dikelola oleh perusahaan Manajemen Investasi yang memiliki dana kelolaan yang terbesar di Indonesia.

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	ii
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	iii
HALAMAN PERSETUJUAN.....	iv
LEMBARAN PENGESAHAN.....	v
KATA PENGANTAR.....	vi
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH.....	viii
ABSTRAK.....	ix
ABSTRACT.....	x
RINGKASAN EKSEKUTIF.....	xi
DAFTAR ISI.....	xvi
DAFTAR TABEL.....	xviii
DAFTAR GAMBAR.....	xix
DAFTAR LAMPIRAN.....	xx
Bab 1. PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang Permasalahan.....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	7
1.3 Tujuan Penelitian.....	9
1.4 Batasan Masalah.....	9
1.5 Kerangka Pemikiran.....	9
1.6 Hipotesis.....	12
1.7 Metode Penelitian.....	13
1.8 Sistematika Penulisan.....	14
Bab 2. KAJIAN LITERATUR.....	16
2.1 Pengantar.....	16
2.2 Manajemen Risiko.....	16
2.3 Risiko dalam Islam.....	20
2.4 Hubungan Risiko dengan Imbal Hasil Reksadana.....	24
2.5 Perhitungan Risiko dengan Metode Risk Metrics.....	30
2.5.1 Keunggulan Metode Risk Metrics.....	30
2.5.2 Tahap-tahap Perhitungan Risiko.....	31
2.6 Faktor-faktor Makro Ekonomi.....	32
2.7.1 Suku Bunga SBI.....	33
2.4.2 Nilai Tukar.....	38
2.4.3 IHSG.....	40
2.7 Hubungan Suku Bunga dengan Sektor Riil.....	41
2.8 Hubungan antara IHSG, Suku Bunga dan Kurs.....	41
2.9 Pengaruh IHSG, Suku Bunga dan Kurs terhadap Imbal Hasil Reksadana.....	43
2.10 Kajian Penelitian Terdahulu.....	45

Bab 3. DATA DAN METODOLOGI PENELITIAN	54
3.1. Pengantar	54
3.2. Objek dan Periode Penelitian.	56
3.3. Jenis dan Sumber Data.....	56
3.4. Metodologi Penelitian	56
3.5. Metode dan Teknik Analisis Data.....	61
3.6. Menghitung Return	65
3.7. Alur Proses Penelitian	66
Bab 4. ANALISIS DAN PEMBAHASAN.....	70
4.1. Pengantar	70
4.2. Pengukuran Risiko dengan Risk Matrics.	70
4.2.1. Pendahuluan.....	70
4.2.2. Uji Stationeritas.....	71
4.2.3. Uji Normalitas Data.....	72
4.2.4. Uji Volatilitas Heteroskedastik test.....	73
4.3. Pengukuran Risiko Reksadana dalam Periode 1 bulan kedepan.....	73
4.4. Hasil Uji Validitas Model.....	76
4.5. Analisis Prinsip-prinsip Syariah pada Reksadana Syariah	77
4.6. Pengujian Variabel Bebas terhadap Imba! Hasil Reksadana	79
4.6.1. Hasil Analisis Data.....	79
4.6.2. Analisis Unit Root Test.....	79
4.6.3. Test Multikolinearitas.....	80
4.6.4. Heteroskedastik test.....	81
4.6.5. Test Autokorelasi.....	82
4.7. Pengujian Hipotesis	83
4.8. Analisis Ekonomi.....	87
BAB 5. SIMPULAN DAN SARAN	
5.1. Simpulan	91
5.2. Saran	91
DAFTAR REFERENSI	93

DAFTAR TABEL

Tabel 4.1 Uji Stationeritas.....	71
Tabel 4.2 Uji Normalitas Reksadana.....	72
Tabel 4.3 Hasil Z koreksi.....	73
Tabel 4.4 Perhitungan Risiko Transaksi tanggal 28 Desember 2006 (t=1).	74
Tabel 4.5 Perhitungan Risiko Reksadana.....	75
Tabel 4.7 Backtesting dengan Loglikelihood.....	77
Tabel 4.8 Uji Unit Root test Variabel Bebas.....	76
Tabel 4.9 Multikolinearitas.....	80
Tabel 4.10 Hasil Uji Durbin Watson.....	82
Tabel 4. 11 Hasil Regresi Reksadana Syariah.....	83
Tabel 4.12 Hasil Regresi Reksadana Konvensional	85

DAFTAR GAMBAR DAN GRAFIK

Gambar 1.1 Kerangka teori.....	11
Gambar 3.1 Metodologi Penelitian.....	60
Gambar 3.2 Flowchart Proses Analisis Data.....	68
Grafik 4.1 Perbandingan NAB aktual dan NAB prediksi	76



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Data Variabel Penelitian.....	L-1
Lampiran 2 Uji Stationeritas, Regresi dan Uji Normalitas.....	L-3
Lampiran 3 Hasil Pengujian Back Testing.....	L-11



BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Ekonomi syariah dimuka bumi dari hari ke hari, dari bulan ke bulan bahkan dari tahun ke tahun semakin menunjukkan geliatnya. Semakin banyaknya bank-bank berbasis syariah bermunculan satu demi satu dinegara-negara yang dimana mayoritas penduduknya beragama non muslim. Sehingga tidaklah heran apabila London menjadi salah satu pusat keuangan syariah dunia selain Kuala Lumpur dan Dubai (Investor : 2006).

Tonggak terpenting dalam sejarah kebangkitan keuangan syariah adalah ketika terbentuknya Organisasi Konferensi Islam (OKI) pada tahun 1974 di Lahore, Pakistan. Saat itu, pada pertemuan puncak OKI, diputuskan untuk membentuk Islamic Development Bank (IDB), berpusat di Jeddah, yang beroperasi berdasarkan prinsip syariah yang bebas bunga (*riba'*).

Di Indonesia, tanda-tanda munculnya ekonomi syariah kepermukaan adalah ketika pada tahun 1991, beberapa pengusaha muslim bergabung melalui prakarsa dari Majelis Ulama Indonesia (MUI) serta Ikatan Cendekiawan Muslim Indonesia (ICMI) membidani lahirnya Bank Muamalat Indonesia (BMI). Setelah mengalami terpaan badai krisis ekonomi yang menghantam Indonesia pada tahun 1997, dimana hampir sebagian besar bank konvensional karam karena tidak sanggup menahan amukan badai tersebut. Namun tak dinyana, BMI mampu kokoh berdiri dengan prinsip bagi hasilnya yang sesuai dengan syariah.

Kenyataan ini semakin membuat orang terkagum-kagum dengan sistem syariah yang di terapkan oleh BMI, sehingga pada tahun 1999 mulai berdiri Bank Syariah Mandiri. Sehingga sampai saat ini sudah berdiri 3 bank syariah diikuti 19 buah Unit Usaha Syariah (UUS), dengan 422 buah kantor cabang dan kantor cabang pembantunya dan 92 Bank Perkreditan Rakyat Syariah (BPRS) tersebar di Indonesia.

Sementara di industri pasar modal, sejak tahun 1997, produk syariah mulai diperkenalkan yang ditandai dengan munculnya reksadana portofolio syariah yang

dikelola oleh PT. Danareksa Investment Management. Sedangkan 6 tahun kemudian tepatnya pada tanggal 14 maret 2003, pasar modal syariah resmi diluncurkan.

Hingga kini, kegiatan pasar modal syariah kian maju terbukti dengan sudah adanya Jakarta Islamic Index (JII), 17 obligasi syariah yang tercatat di Bursa Efek Surabaya (BES) dengan nilai nominal Rp. 2,3 triliun (per juli 2006) dan juga tidak ketinggalan 21 reksadana syariah dengan dana kelolaan tercatat sebanyak Rp.606,93 miliar, meskipun tidak sepesat perkembangan perbankan syariah di tanah air. Berbagai pembcnahan terus mene.us secara konsisten dilakukan bahkan pada akhir tahun ini ditergetkan pasar modal syariah memiliki arah yang semakin jelas, terutama dalam kepastian hukum dan pengembangan produk-produk syariahnya. Sehingga hal ini diharapkan dapat memberikan jaminan legalitas dan keleluasaan bagi investor dalam menanamkan modalnya pada intrumen-instrumen yang sesuai dengan syariah..

Reksadana merupakan sarana berinvestasi yang unik. Dimana, dilakukan penghimpunan dana dari masyarakat pemodal secara kolektif. Dana yang terhimpun ini selanjutnya dikelola dan di investasikan oleh seorang *fund manager* (manajer investasi) dalam suatu portofolio efek melalui obligasi (*fixed income*), saham (ekuitas) maupun instrumen pasar uang (*money market instrument*) seperti deposito, valuta asing dan obligasi berjangka kurang dari satu tahun yang bertujuan untuk menjaga likuiditasnya.

Pada dasarnya, teknis dari reksadana syariah dan konvensional tidaklah jauh berbeda. Perbedaan yang utama adalah reksadana syariah terbebas dari unsur *maysir, gharar dan riha* dalam portofolio investasinya. Sehingga prinsip-prinsip syariah adalah menjadi hal yang pertama dan utama dilakukan dalam proses manajemen portofolionya mulai dari penyaringan (*screening*) pada saham dan perusahaan yang terdaftar di lantai bursa, penilaian (*valuation*), strategi pada portofolionya serta *benchmarking*-nya. Agar prinsip-prinsip syariah tersebut tidak terabaikan dan terlanggar dalam pelaksanaannya, maka harus diawasi dan dikontrol oleh sebuah Dewan Pengawas Syariah (DPS).

Masyarakat Indonesia yang berpenduduk mayoritas muslim, pada umumnya, belakangan ini, memilih instrumen investasi bukan hanya melihat pada

bagaimana dapat memberikan *return* atau pertumbuhan yang tinggi dengan memiliki risiko yang rendah, namun juga melihat apakah instrumen investasi tersebut sudah sesuai dengan ketentuan syariat Islam. Sehingga, hal ini menjadi tantangan tersendiri bagi reksadana syariah dalam pengembangan kedepannya.

Sampai saat ini, Indonesia telah memiliki lebih dari 21 reksadana syariah yang terdiri dari satu reksadana saham, dua belas reksadana campuran, dua reksadana terproteksi, lima reksadana pendapatan tetap serta satu reksadana indeks. Dari lima jenis reksadana tersebut memiliki resiko yang berbeda-beda pula disesuaikan dengan komposisi portofolionya.

Dilihat dari sisi kinerja, reksadana syariah memiliki perkembangan yang cukup menggembirakan namun masih dapat dikatakan merupakan tahap awal untuk berkembang kemudian. Asset Under Management atau jumlah dana kelolaan untuk reksadana syariah berkembang atau tumbuh sekitar 9,45% dihitung sejak awal 2006 yang nilainya Rp. 554,5 miliar menjadi Rp. 606,93 miliar per 22 September 2006 (Investor:2006). Nilai ini masih sangat kecil dibandingkan dengan total dana kelolaan seluruh industri reksadana yang mencapai Rp. 37,4 triliun atau hanya sekitar 1,62% saja.

Dalam dunia perencanaan keuangan, reksadana menjadi salah satu instrumen investasi yang memiliki peranan penting bagi para klien yang ingin mengembangkan dananya. Karena investor yang menginginkan kehalalan dari hasil investasi yang akan diterimanya memiliki profil resiko yang berbeda-beda. Sehingga reksadana cocok sebagai pilihan investasi dimana reksadana juga terdiri dari beragam instrumen investasi sebagai pembentuk portofolio yang resikonya pun berbeda-beda.

Dalam konsep ekonomi Islam, manusia tidak hanya harus memperhatikan masalah larangan agama saja dalam berinvestasi, namun Islam juga mengajarkan suatu konsep pembagian untung rugi (*profit and loss sharing*), profesionalitas dan juga ketelitian dalam aktivitas kegiatan ekonomi. Karena fundamental dalam konsep ekonomi Islam adalah bertujuan untuk mencapai keadilan, yang termasuk didalamnya mencari keuntungan dan membagi risiko (*risk sharing*). Mengetahui dan memperhitungkan dampak dari risiko dalam kegiatan ekonomi sangat

dianjurkan dikarenakan tidak ada yang bisa memastikan apa yang akan dan dapat terjadi dimasa yang akan datang, sebagaimana tercantum dalam Al-Qur'an :

إِنَّ اللَّهَ عِنْدَهُ عِلْمُ السَّاعَةِ وَيُنَزِّلُ الْغَيْثَ وَيَعْلَمُ مَا فِي الْأَرْضِ حَافِيٌّ وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ

مَاذَا تَكْسِبُ غَدًا وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ بِأَيِّ أَرْضٍ تَمُوتُ إِنَّ اللَّهَ عَلِيمٌ خَبِيرٌ ﴿٣٤﴾

"Sesungguhnya Allah, nanya pada sisi-Nya sajalah pengetahuan tentang Hari Kiamat; dan Dia-lah Yang menurunkan hujan, dan mengetahui apa yang ada dalam ruhim. Dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui (dengan pasti) apa yang akan diusahakannya besok. Dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui di bumi mana dia akan mati. Sesungguhnya Allah Maha Mengetahui lagi Maha Mengenal." (QS. 31 :34)

Pada surat dan ayat yang lain, Allah swt berfirman,

يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِنْ جَاءَكَمْ فَاسِقٌ بِبَيِّنَاتٍ فَتَيَّبُوا أَنْ تُصِيبُوا قَوْمًا بِجَهَنَّمَ فَتُصْحَبُوا عَلَيَّ

مَا فَعَلْتُمْ تَتَدْرَمِينَ ﴿٤٩﴾

"Hai orang-orang yang beriman, jika datang kepadamu orang fasik membawa suatu berita, maka periksalah dengan teliti, agar kamu tidak menimpakan suatu musibah kepada suatu kaum tanpa mengetahui keadaannya yang menyebabkan kamu menyesal atas perbuatan itu." (QS. 49:6)

Ayat tersebut dengan tegas menyatakan pentingnya bersikap hati-hati dan teliti terhadap segala hal. Islam mengajarkan sikap *tabayyun* (konfirmasi ulang) atas segala berita yang masih belum jelas kebenarannya. Sehingga untuk mencegah timbulnya kerugian yang besar, Islam mengajarkan untuk mengurangi atau meminimalisasi timbulnya risiko tersebut.

Ekonomi Islam mengakui pentingnya manajemen risiko dalam kegiatan investasi. Jadi, tidak hanya masalah *return* tinggi yang diharapkan, tapi juga investor harus menyadari risiko yang akan dihadapinya. Sehingga, semakin besar

imbang hasil, maka akan semakin besar pula risiko yang dapat terjadi. Tidak hanya sampai disitu, seorang investor muslim diharapkan mampu untuk mengelola risiko yang timbul agar tidak berdampak secara signifikan pada kemampuan finansialnya.

Belakangan ini, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) terus menguat bahkan pernah hingga mencapai level 2800 walaupun hanya untuk satu hari perdagangan saja. Namun, hal ini merupakan rekor tersendiri yang pernah di capai oleh pasar modal Indonesia. Walaupun setelah itu, IHSG bergerak fluktuatif dan juga terhempas dengan adanya kasus *subprime mortgage* di bursa *Wall Street*, Amerika.

Menurut Chapra (1995), ketidakwajaran dalam fluktuasi harga yang tidak sehat terutama disebabkan oleh spekulasi yang didukung oleh adanya *margin trading*. Pemberlakuan margin trading akan mendorong perilaku spekulasi yang membuat para spekulasi mudah melakukan penjualan kembali untuk mencari keuntungan dari perbedaan harga dalam jangka waktu yang pendek, dan adanya kemungkinan pembalikan kepemilikan meskipun belum adanya pembayaran penuh dan pengalihan aset. Untuk itu, para ulama fikih melarang transaksi *margin trading*, karena menjual sesuatu yang belum penuh menjadi hak miliknya dan juga hal tersebut dapat menyebabkan fluktuasi harga yang tidak sehat.

Untuk itu Mettwally (1995) menyarankan agar pasar modal syariah dapat terbentuk, diperlukan karakteristik sebagai berikut:

1. Semua saham harus diperjual belikan dalam bursa efek.
2. Bursa perlu mempersiapkan pasca perdagangan dimana saham dapat diperjualbelikan melalui pialang.
3. Semua perusahaan yang mempunyai saham yang dapat diperjualbelikan di Bursa efek diminta menyampaikan informasi tentang perhitungan (account) keuntungan dan kerugian serta neraca keuntungan kepada komite manajemen bursa efek, dengan jarak tidak lebih dari 3 bulan.
4. Komite manajemen menerapkan harga saham tertinggi (HST) tiap-tiap perusahaan dengan interval tidak lebih dari 3 bulan sekali.
5. Saham tidak boleh diperjual belikan dengan harga lebih tinggi dari HST

6. Komite manajemen harus memastikan bahwa semua perusahaan yang terlibat dalam bursa efek itu mengikuti standar akuntansi syariah.
7. Perdagangan saham mestinya hanya berlangsung dalam satu minggu periode perdagangan setelah menentukan HST.
8. Perusahaan hanya dapat menerbitkan saham baru dalam periode perdagangan, dan dengan harga HST.
9. Memisahkan operasi kegiatan bisnis dari fluktuasi harga saham jangka pendek yang merupakan ciri umum pasar modal non Islami.
10. Memungkinkan investasi pada suatu proyek ekonomi ditentukan oleh kinerja kegiatan bisnis, sebagaimana tercermin pada harga saham.

Adanya unsur spekulasi pada dunia pasar modal sangat terlihat dengan nyata. Oleh karena itu, guna meredam spekulasi yang tercermin dari *margin trading* dalam jangka waktu yang pendek (*short-term*) ini, maka perlu di buat waktu minimal investasi (*minimum holding periode*) yang diungkapkan oleh Sapta (Republika, 2002). Upaya ini sebenarnya telah dilakukan oleh perusahaan sekuritas dengan adanya pengenaan *fee* penjualan kembali Unit Penyertaan apabila jangka waktu kepemilikannya kurang dari satu tahun. Memang hal ini menjadikan investasi di pasar modal khususnya reksadana menjadi kurang likuid. Agaknya deposito yang memiliki jangka waktu dan akan dikenakan *pinalty* apabila dicairkan sebelum jatuh tempo waktunya.

Melihat dari sangat berfluktuatifnya IHSG belakangan ini, banyak dari kalangan investor yang cukup dibuat pusing untuk menentukan portofolio investasinya, apakah perlu di *cut loss*, dipertahankan atau malah justru ditambah Unit Penyertaan (UP) nya. Dalam hitungan hari bahkan hitungan jam, IHSG dapat turun nilainya hingga lebih dari 2 persen, yang juga berdampak pada penurunan nilai imbal hasil dari reksadana. Hal ini tak dapat dipungkiri juga tidak terlepas dari pengumuman dari Bank Indonesia tentang suku bunga yang diumumkan setiap bulannya. Apabila suku bunga semakin menurun, biasanya akan direaksi positif oleh pasar dan sebaliknya juga akan terjadi.

Sehingga bukan tidak mungkin, perubahan IHSG perbulannya juga akan terkena imbasnya. Namun sebaliknya, dengan menurunnya suku bunga otomatis

deposito sebagai produk investasi favorit masyarakat Indonesia terkena dampaknya yaitu ikut menurunkan suku bunganya. Sehingga banyak dari mereka mengalihkan dananya pada reksadana yang dapat memberikan imbal hasil yang lebih tinggi tentunya.

Berdasarkan pengamatan awal dari pergerakan IHSG, suku bunga, kurs, risiko dan imbal hasil reksadana yang tercermin dari naik turunnya harga NAB per unit nya, penulis tertarik untuk meneliti 4 jenis reksadana berjenis campuran yang dikelola oleh dua buah perusahaan Manajer Investasi besar yang juga merupakan anak perusahaan dari dua buah bank terbesar di Indonesia yaitu PT. Bank Mandiri dengan Mandiri Manajemen Investasinya dan PT. Bank BNI dengan PT. BNI sekuritasnya. Pergerakan pola perubahan harga ini mengindikasikan harga keempat jenis reksadana tersebut dipengaruhi oleh faktor yang sama. Oleh karena secara teori dikatakan bahwa reksadana dipengaruhi oleh perubahan tingkat suku bunga maka akan sangat bertentangan sekali dengan prinsip syariah sekiranya reksadana syariah juga ditentukan oleh perubahan suku bunga.

Untuk membuktikan secara lebih meyakinkan faktor apa yang mempengaruhi pertumbuhan imbal hasil reksadana tersebut, yaitu syariah dan konvensional, maka penulis mencoba meneliti pengaruh faktor IHSG, suku bunga kurs dan risiko terhadap imbal hasil reksadana campuran selama kurun waktu Maret 2005 sampai dengan November 2007.

1.2 Perumusan Masalah dan Pertanyaan Penelitian

Sebagaimana telah diuraikan sebelumnya bahwa secara teoritis nilai imbal hasil reksadana dipengaruhi oleh perubahan nilai IHSG disamping perubahan faktor-faktor lainnya seperti tingkat suku bunga, kurs dan risiko.

Sistem keuangan syariah mengharamkan suku bunga dan dalam Islam uang hanyalah sebagai alat tukar serta bukan sebagai komoditi yang dapat diperdagangkan sehingga seharusnya hasil investasi dalam reksadana syariah hanya ditentukan oleh kinerja perusahaan dalam menghasilkan pendapatan atau laba yang akan dibagi hasilnya dan bukan ditentukan oleh turun atau naiknya suku bunga, inflasi dan kurs seperti yang dialami oleh reksadana konvensional.

Dari pengamatan awal sebagaimana yang telah diuraikan pada latar belakang masalah tersebut diatas, maka permasalahan dapat dirumuskan bahwa imbal hasil reksadana syariah dan konvensional dipengaruhi oleh suku bunga, padahal seharusnya imbal hasil reksadana syariah ditentukan oleh kinerja dalam mencapai tingkat bagi hasil yang optimal oleh perusahaan yang mengelola reksadana syariah bukan oleh perubahan tingkat suku bunga yang secara tegas dinyatakan haram dalam hukum Islam. Hal ini tidak boleh terjadi, karena itu perlu dilakukan penelitian.

Kemudian masalah lainnya yang timbul bagi investor awam adalah tidak adanya *tools* atau metode yang akurat dan sederhana yang dapat dipergunakan untuk memprediksi potensi risiko penurunan nilai NAB yang dapat terjadi sehingga diperlukan alternatif alat untuk mengukur potensi kerugian akibat dari penurunan nilai tersebut. Oleh karena itu penelitian ini akan mencoba menjawab pertanyaan penelitian sebagai berikut :

1. Apakah faktor IHSG, SBI, Kurs dan Risiko sama-sama mempengaruhi imbal hasil reksadana syariah dan konvensional?
2. Berapa besar kontribusi pengaruh faktor IHSG, SBI, Kurs dan Risiko secara bersama-sama terhadap imbal hasil reksadana syariah dan konvensional?
3. Diantara kedua jenis reksadana syariah dan konvensional, manakah yang memiliki risiko yang lebih besar?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah yang dikemukakan diatas maka penelitian ini bertujuan sebagai berikut :

1. Untuk mengetahui secara ilmiah apakah IHSG, suku bunga SBI, Kurs dan Risiko memiliki pengaruh yang signifikan terhadap imbal hasil reksadana syariah dan konvensional.
2. Untuk mengetahui berapa besar kontribusi pengaruh IHSG, suku bunga SBI, Kurs dan Risiko secara bersama-sama terhadap imbal hasil reksadana syariah dan konvensional

3. Untuk mengetahui manakah yang memiliki risiko lebih besar diantara reksadana syariah dan konvensional.

1.4 Batasan Masalah

Penelitian ini dibatasi pada pembahasan tentang pengaruh IHSG, suku bunga SBI, kurs dan risiko terhadap imbal hasil reksadana syariah dan konvensional dengan jangka waktu dari Maret 2005 hingga November 2007.

Sample reksadana yang dipilih adalah jenis reksadana campuran yang diterbitkan oleh dua Manajer Investasi yang terdiri dari PT. Mandiri Manajemen Investasi dan PT. BNI Sekuritas. Adapun dasar pemilihan kedua pengelola reksadana tersebut adalah karena memiliki kesamaan kepemilikannya, yaitu pemerintah. Karena PT. BNI Sekuritas dan Mandiri Manajemen Investasi adalah anak perusahaan dari bank yang kepemilikan sahamnya adalah pemerintah.

Faktor ekstern adalah faktor yang timbul dari pihak luar perusahaan yang di perkirakan memiliki dampak yang besar terhadap imbal hasil reksadana. Adapun faktor ekstern tersebut adalah faktor IHSG, suku bunga, kurs dan risiko pada periode waktu yang sama.

1.5 Kerangka Pemikiran

Sebagaimana yang telah diuraikan sebelumnya pengaruh instrumen keuangan seperti suku bunga, kurs, saham dan harga pasar obligasi dipasar sekunder bisa mempengaruhi return reksadana, hal ini mudah dimengerti dan logis karena reksadana sebenarnya merupakan kumpulan dari berbagai instrumen investasi yang membentuk suatu portofolio investasi tertentu.

Harga pasar obligasi dipasar sekunder diduga kuat dipengaruhi oleh perubahan suku bunga seperti SBI dan deposito bank dimana korelasi yang ada bersifat negatif. Begitupun dengan return yang dihasilkan dari instrumen saham terutama saham-saham yang memiliki kapitalisasi besar yang tercermin dari Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), termasuk saham-saham yang tergabung dalam Jakarta Islamic Index (JII) yang umumnya terdiri dari saham-saham unggulan atau *blue chip* bisa berkorelasi negatif pada harga pasar obligasi.

Perubahan harga pasar obligasi konvensional termasuk obligasi pemerintah dengan *market share* yang besar juga bisa diikuti oleh pasar obligasi berbasis syariah dengan *market share* yang jauh lebih kecil. Investor akan bersifat rasional dengan memilih atau berpindah dari satu instrumen ke instrumen lain yang diharapkan memberikan return optimal dengan risiko sekecil mungkin sesuai dengan ekspektasi investor akan besarnya return yang diinginkan terutama dalam jangka pendek.

Pengaruh instrumen-instrumen keuangan seperti terhadap penentuan harga pasar wajar obligasi akan mempengaruhi perhitungan Nilai Aktiva Bersih (NAB) harian suatu reksadana yang pada akhirnya akan menentukan return yang dihasilkan. Pengaruh dan sensitifitas portofolio suatu reksadana terhadap return pesaing akan berbed antara satu produk reksadana dengan produk reksadana lainnya hal ini lebih karena adanya perbedaan bobot, komposisi dan jenis instrumen investasi yang dipilih oleh *fund manager*. Hal lain yang perlu digaris bawahi seringkali dijumpai realitas dimana yang terjadi tidak selalu sesuai dengan teori ekonomi yang ada. Penurunan suku bunga seperti SBI bisa menyebabkan return reksadana syariah dan konvensional dengan portofolio obligasi naik, sebaliknya kenaikan suku bunga SBI bisa berdampak pada penurunan return yang dihasilkan reksdana, besarnya kenaikan atau penurunan ini lebih terasa pada obliasi dengan maturity yang panjang atau diatas lima tahun karena ekspektasi return dalam jangka pendek. Kenaikan return disaham bisa berdampak naiknya rerutn reksadana jenis campuran sesuai dengan penelitian ini dimana portofolio sebagian terdiri dari saham, namun realitas bisa terjadi sebaliknya dimana return reksadana bisa juga mengalami koreksi karena disisi lain efek kenaikan harga saham dapat mengakibatkan obligasi yang juga dimiliki suatu reksadana harganya ikut turun.

Dalam kaitannya dengan reksadana itu sendiri, pilihan produk reksadana yang sangat beragam dengan segala kekurangan dan kemudahan yang ditawarkan menyebabkan investor mudah beralih dari satu reksadana ke reksadana lainnya jika terjadi perubahan tingkat return yang dihasilkan. Return reksadana juga bisa dipengaruhi oleh gaya investasi dari manajer investasi dan perilaku investor reksadana itu sendiri.

Idealnya, selain dituntut untuk mendapatkan hasil optimal dalam melakukan investasi, MI juga diharapkan mampu untuk tetap *istiqomah* dalam memenuhi aturan-aturan syariah sesuai dengan yang telah ditetapkan oleh Dewan Syariah Nasional (DSN). Salah satunya adalah dengan tidak menghadirkan lagi *riha'* didalam portofolio investasi yang ditetapkan.

Untuk memperjelas alur berpikir mengenai penelitian yang akan diteliti oleh penulis, digambarkan pada Gambar 1.1 sebagai berikut:



1.6 Hipotesis

Imbal hasil reksadana konvensional dipengaruhi oleh turun naiknya faktor tingkat suku bunga, karena memang dalam komposisi portofolio yang membentuk reksadana konvensional tidak memiliki batasan-batasan seperti pada reksadana syariah.

Sedangkan imbal hasil reksadana syariah ditentukan juga oleh penempatan dana yang tepat pada sarana investasi yang bebas dari suku bunga yang jelas-jelas diharankan oleh syariah. Sehingga kinerja perusahaan pengelola reksadana harus optimal dengan sedikitnya sarana investasi sesuai syariah yang tersedia.

Memperhatikan hal tersebut diatas dapat diambil kesimpulan bahwa dasar yang menjadi acuan untuk memperoleh imbal hasil reksadana yang optimal sangat tipis bedanya. Dimana dalam reksadana konvensional memiliki keleluasaan dalam mengelola dana di berbagai macam sarana investasi tanpa batasan sedangkan reksadana syariah dibatasi oleh adanya aturan-aturan yang ditetapkan oleh DSN dalam pengalokasian dana nasabah.

Namun, dalam prakteknya kedua jenis reksadana tersebut memiliki respon yang sama terhadap perubahan suku bunga, maka penulis menduga bahwa imbal hasil reksadana syariah juga dipengaruhi oleh perubahan faktor yang sama dengan faktor yang mempengaruhi imbal hasil reksadana konvensional.

Kondisi dimana faktor IHSG, Suku Bunga, Kurs Rupiah terhadap US Dollar dan Risiko tidak mempengaruhi imbal reksadana konvensional dan tidak mempengaruhi imbal hasil reksadana syariah dinyatakan sebagai kondisi H_0 , dengan demikian kondisi yang tidak sesuai dengan kondisi itu dinyatakan sebagai H_1 .

Untuk membuktikan secara empiris atas dugaan awal yang ada maka dalam penelitian ini akan disusun hipotesis satu sebagai hipotesis untuk melihat apakah reksadana syariah memiliki risiko yang lebih tinggi daripada reksadana konvensional. Kemudian hipotesis kedua untuk melihat pengaruh IHSG, suku bunga, kurs dan risiko pada imbal hasil reksadana syariah dan konvensional. Dengan hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 1 :

Ho : Variabel IHSG, suku bunga SBI, Kurs rupiah terhadap US Dollar dan risiko tidak mempengaruhi imbal hasil reksadana Syariah pada periode Maret 2005 sampai dengan November 2007.

H₁ : Variabel IHSG, suku bunga SBI, Kurs rupiah terhadap US Dollar dan risiko mempengaruhi pertumbuhan imbal hasil reksadana Syariah pada periode Maret 2005 sampai dengan November 2007.

Hipotesis 2 :

Ho : Variabel IHSG, suku bunga SBI, Kurs rupiah terhadap US Dollar dan risiko tidak mempengaruhi imbal hasil reksadana Konvensional pada periode Maret 2005 sampai dengan November 2007.

H₁ : Variabel IHSG, suku bunga SBI, Kurs rupiah terhadap US Dollar dan risiko mempengaruhi pertumbuhan imbal hasil reksadana Konvensional pada periode Maret 2005 sampai dengan November 2007.

Hipotesis 3:

Ho : Reksadana Syariah memiliki risiko yang sama dengan reksadana konvensional.

H₁ : Reksadana Syariah memiliki risiko yang berbeda dengan reksadana konvensional

1.7 Metode Penelitian

Dalam penelitian ini metode penelitian yang akan digunakan untuk menganalisis data adalah dengan menggunakan metode regresi linear yaitu untuk mengetahui adanya pengaruh IHSG, suku bunga, kurs dan risiko terhadap imbal hasil reksadana baik yang syariah dan konvensional. Kemudian, untuk memprediksi besarnya potensi kerugian maksimum yang dapat terjadi pada reksadana syariah dan konvensional akan digunakan metode *Risk Matrics*. Dan untuk menguji

validitas model pengukuran risiko reksadana menggunakan *back-testing analysis model Loglikelihood*.

Penelitian dilakukan dengan menggunakan data sekunder yang diperoleh dari *website* Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-Lk) yang berupa data time series NAB bulanan dari periode Maret 2005 sampai dengan November 2007, berikut dengan data-data lain sebagai pendukungnya (prospektus reksadana dari masing-masing perusahaan investasi). Demikian pula dengan data time series untuk IHSG, suku bunga dan kurs yang penulis peroleh dari masing-masing *website* yang ada. Ditambah dengan dokumen-dokumen resmi, buku-buku pustaka, hasil penelitian, jurnal ilmiah yang terkait tentunya dengan masalah yang akan diteliti.

Langkah awal yang dilakukan dalam penelitian ini adalah dimulai dengan melakukan uji root test atas semua variable bebas dan terikat, dan kemudian masing-masing reksadana diregresikan dengan data IHSG, suku bunga SBI dan kurs. Kemudian diteruskan dengan menghitung risiko yang diakibatkan oleh pengaruh IHSG, suku bunga dan kurs terhadap reksadana syariah dan konvensional.

Untuk menjalankan analisis tersebut digunakan Eviews.4.1 sebagai alat bantu yang dapat membentuk model terbaik dengan kriteria OLS (Ordinary Least Square) serta memperhatikan ada tidaknya multikolinieritas, heteroskedastik dan autokorelasi sehingga hasil yang diperoleh valid dan ilmiah.

1.8 Sistematika Penulisan

Penulisan hasil penelitian dibagi menjadi lima bab yang akan diuraikan sesuai dengan kaidah penulisan dan disusun dengan sistematika tulisan sebagai berikut :

BAB I PENDAHULUAN

Bab ini memberikan gambaran umum tentang penulisan dengan sub-sub bab dimulai dengan latar belakang masalah, perumusan masalah dan pertanyaan penelitian, tujuan penelitian, batasan penelitian, *theoretical frame work* atau kerangka teori, hipotesis, metode penelitian dan sistematika penulisan.

BAB 2 STUDI LITERATUR

Pada bab ini akan dibahas lebih mendalam tinjauan pustaka atau studi literatur dan teori-teori yang berkaitan dengan pembahasan masalah dalam penelitian ini serta memaparkan secara singkat hasil-hasil penelitian yang lampau dari peneliti sebelumnya berkaitan dengan masalah yang sedang diteliti.

BAB 3 DATA DAN METODOLOGI PENELITIAN

Dalam bab ini akan diuraikan unit analisis yang digunakan dalam penelitian, metode dan desain penelitian yang akan dipergunakan untuk membahas dan menjawab permasalahan yang ada, pengukuran dan instrument penelitian, teknik analisis data yang berkaitan dengan penelitian dan uraian mengenai data yang dipergunakan dalam penelitian.

BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini berisi deskripsi hasil penelitian, pengujian hipotesis dan pembahasan hasil penelitian dengan mengacu kepada tahapan-tahapan dari metodologi penelitian.

BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN

Bab ini merupakan penutup dari penelitian, yang akan berisi kesimpulan dari seluruh uraian terdahulu dan saran-saran yang diharapkan bisa bermanfaat serta dapat memberikan sumbangan pemikiran bagi perkembangan reksadana syariah kedepannya khususnya bagi investor awam.

BAB II

KAJIAN LITERATUR

2.1 Pengantar

Pada bab 2 ini akan dibahas teori-teori untuk menyelesaikan masalah mengenai variable-variabel bebas yaitu IHSG, suku bunga, kurs dan risiko yang mempengaruhi imbal hasil reksadana syariah dan konvensional dan juga mengukur besaran potensi risiko dari penurunan imbal hasil reksadana syariah dan konvensional. Disamping itu akan di jabarkan penelitian-penelitian sebelumnya beserta konsep dan metode yang dipakai.

Penelitian mengenai reksadana ini menarik minat peneliti karena begitu banyaknya animo masyarakat untuk beralih dari masyarakat penabung menjadi masyarakat yang berinvestasi. Reksadana adalah merupakan sebuah alternative investasi saat ini yang sedang di gemari oleh masyarakat. Selain beberapa kemudahan dan keunggulan yang terkandung didalamnya, ada juga sejumlah risiko yang memang harus benar-benar dimengerti untuk berinvestasi di reksadana.

2.2 Manajemen Risiko

2.2.1 Pengantar

Risiko muncul sebagai akibat adanya probabilitas akan terjadinya lebih dari satu hasil (outcome). Risiko dapat didefinisikan sebagai variabilitas atau volatilitas atas munculnya sesuatu yang tidak diharapkan. Walaupun semua bisnis menghadapi ketidakpastian, institusi keuangan menghadapi risiko yang khusus karena sifat alami bidang usaha mereka. Khan dan Ahmed (2001:25) menyatakan bahwa salah satu tujuan dari institusi keuangan adalah untuk memaksimalkan profit dan nilai tambah pemegang saham dengan menyediakan layanan jasa keuangan yang bermacam-macam dan utamanya juga dengan memmanajemenkan risiko.

Kata risiko dapat didefinisikan sebagai tingkat volatilitas dari hasil yang tidak diharapkan, yang umumnya adalah nilai asset atau kewajiban. Terdapat

beberapa definisi risiko yang dapat menjadi referensi untuk menjadi dasar memahami konsep dan teknik manajemen risiko. Diantara definisi tersebut adalah (Darmawi,2005):

1. *Risk is the chance of loss* (risiko adalah peluang kerugian)

Peluang kerugian biasanya dipergunakan untuk menunjukkan suatu keadaan di mana terdapat suatu keterbukaan (*exposure*) terhadap kerugian atau suatu kemungkinan kerugian.

2. *Risk is the possibility or loss* (risiko adalah kemungkinan kerugian)

Istilah kemungkinan berarti bahwa probabilitas sesuatu peristiwa berada antara nol atau satu.

3. *Risk is Uncertainty* (risiko adalah ketidakpastian)

Istilah ketidakpastian dapat bersifat sangat subjektif dan juga objektif.

4. *Risk is the dispersion of actual from expected results* (risiko merupakan penyebaran hasil aktual dari hasil yang diharapkan)

Ahli statistik mendefinisikan sebagai derajat penyimpangan sesuatu nilai di sekitar posisi sentral sebagai derajat penyimpangan sesuatu nilai disekitar posisi sentral atau disekitar titik rata-rata.

5. *Risk is the Probability of any outcome different from the one expected* (risiko adalah probabilitas sesuatu outcome berbeda dengan outcome yang diharapkan)

Sesuai dengan definisi diatas maka risiko setidaknya memiliki dua unsur, yaitu ketidakpastian dan kerugian keuangan. Mehr (h.53,1986) menjelaskan bahwa terdapat dua jenis risiko, yaitu risiko murni (*pure*) dan risiko spekulatif. Risiko murni adalah risiko yang hanya dapat menyebabkan kerugian. Sedangkan risiko spekulatif adalah risiko yang dapat menyebabkan kerugian dan juga keuntungan. Adapun risiko yang dapat diasuransikan adalah hanya risiko murni.

Manajemen risiko dapat diinterpretasikan sebagai pengambilan keputusan yang rasional dalam keseluruhan proses penanganan risiko, termasuk risk assessment, sebagaimana tindakan untuk membangun dan menerapkan pilihan-pilihan kontrol risiko. Atau dapat pula diterjemahkan sebagai suatu proses menyeluruh yang dilakukan institusi keuangan untuk mendefinisikan strategi

bisnis, untuk mengidentifikasi risiko yang dihadapi, mengkuantifikasi risiko tersebut dan memahami serta mengontrol risiko yang dihadapinya.

Manajemen risiko menurut Mehr (h.54,1986) adalah proses kompleks dan multidimensi yang dapat diringkas dalam 2 (dua) langkah. Langkah pertama adalah mengidentifikasi jenis-jenis risiko dan sumber-sumber kemungkinan timbulnya risiko dan mengukur exposure untuk tiap-tiap sumber risiko ini. Langkah kedua adalah men-setting limit dan parameter agar risiko dapat dikontrol untuk memenuhi tujuan bisnis.

Untuk memprediksi risiko secara tepat, risiko dapat diukur dengan *degree of risk*. Mehr (h.25, 1986) menyatakan "*Degree of risk is measured by the probable variation of actual experience from expected experience*" (Tingkatan risiko adalah ukuran probabilitas penyimpangan dari pengalaman yang sebenarnya terhadap pengalaman yang diharapkan). Dengan demikian, *degree of risk* merupakan bagian dari fungsi distribusi probabilitas kerugian atas periode waktu.

2.2.2 Jenis-Jenis Risiko

Sebelum membahas mengenai cara mengukur risiko beserta perangkat bantu analisisnya, berikut ini akan dijelaskan terlebih dahulu mengenai jenis-jenis risiko secara umum. Berdasarkan sifat alaminya, risiko dapat dibedakan menjadi risiko sistematis dan risiko non-sistematis.

Risiko sistematis adalah risiko yang diakibatkan oleh adanya kondisi atau situasi tertentu yang bersifat makro, seperti perubahan situasi politik, perubahan kebijakan ekonomi pemerintah, perubahan situasi pasar, situasi krisis atau resesi, dan sebagainya yang berdampak pada kondisi ekonomi secara umum. Risiko yang tidak sistematis adalah suatu risiko yang unik, yang melekat pada suatu perusahaan atau bisnis tertentu saja.

Berdasarkan tipe risikonya, maka risiko dapat dibagi menjadi:

1. Risiko Kredit

Risiko kredit muncul manakala bank tidak dapat memperoleh kembali tagihannya atas pinjaman yang diberikan atau investasi yang sedang dilakukannya. Penyebab utama dari risiko ini adalah penilaian kredit yang

kurang cermat dan lemahnya antisipasi terhadap berbagai kemungkinan risiko usaha yang dibiayainya. Risiko ini dapat ditekan dengan cara memberikan batas wewenang keputusan kredit bagi setiap aparat perkreditan, berdasarkan kapabilitasnya (*authorized limit*) dan batas jumlah (pagu) kredit yang dapat diberikan pada usaha atau perusahaan tertentu (*credit line limit*), serta melakukan diversifikasi.

2. Risiko Likuiditas

Pemicu utama kebangkrutan yang dialami oleh bank, baik yang besar maupun yang kecil, bukanlah karena kerugian yang dideritanya, melainkan lebih kepada ketidakmampuan institusi keuangan memenuhi kebutuhan likuiditasnya. Likuiditas secara luas dapat didefinisikan sebagai kemampuan untuk memenuhi kebutuhan dana (*cash flow*) dengan segera dan dengan biaya yang sesuai. Likuiditas penting bagi institusi keuangan untuk menjalankan transaksi bisnisnya sehari-hari, mengatasi kebutuhan dana yang mendesak, memuaskan permintaan nasabah akan pinjaman dan memberikan fleksibilitas dalam meraih kesempatan investasi menarik dan menguntungkan. Likuiditas yang tersedia harus cukup, tidak boleh terlalu kecil sehingga mengganggu kebutuhan operasional sehari-hari, tetapi juga tidak boleh terlalu besar karena akan menurunkan efisiensi dan berdampak pada rendahnya tingkat profitabilitas.

Risiko likuiditas muncul dimana bank atau institusi keuangan lainnya mengalami ketidakmampuan untuk memenuhi kebutuhan dana (*cash flow*) dengan segera, dengan biaya yang sesuai, baik untuk memenuhi kebutuhan transaksi sehari-hari maupun untuk memenuhi kebutuhan dana yang mendesak. Besar-kecilnya risiko ini ditentukan oleh tiga hal. Pertama kecermatan perencanaan arus kas atau arus dana berdasarkan prediksi pembiayaan dan prediksi pertumbuhan dana-dana, termasuk mencermati tingkat fluktuasi dana-dana. Kedua, ketepatan dalam mengatur struktur dana-dana termasuk kecukupan dana-dana non PLS. Ketiga, ketersediaan aset yang siap di konversikan menjadi kas, dan kemampuan menciptakan akses ke pasar antar bank atau sumber dana lainnya, termasuk fasilitas *lender of last resort*.

3. Risiko Pasar

Jenis risiko ini muncul karena fluktuasi harga di pasar. Contohnya adalah risiko atas turun naiknya imbal hasil reksadana. Risiko perubahan imbal hasil ini dapat terjadi karena reksadana merupakan suatu alat investasi yang berisikan portofolio dari beberapa jenis efek dan juga deposito. Dimana diketahui bahwa efek adalah perangkat dari pasar modal dan juga deposito atau tabungan merupakan salah satu komponen dari pasar uang. Dimana pasar modal dan pasar uang dipengaruhi oleh kondisi-kondisi diluar dari kemampuan internal perusahaan.

2.3 Risiko dalam Islam

Segala sesuatu di dunia ini diciptakan oleh Allah dengan berpasang-pasangan. Sebagaimana adanya malam dan siang, dipasangkannya laki-laki dan perempuan dan juga adanya yang menang dan kalah. Begitu juga dengan investasi, dimana adanya risiko yang terjadi dibarengi dengan keuntungan yang menyelaraskannya. Oleh karenanya disebutkan dalam Al-Qur'an bagi seorang muslim dalam mengambil tindakan harus berdasarkan pada ilmu, jika tidak memilikinya, maka sebaiknya mengikuti imam yang dapat dipercaya dengan keilmuan yang dimilikinya.

Dimanapun itu, apabila berinvestasi maka pasti memiliki risiko. Akan tetapi risiko dalam investasi tentu dapat dikelola dan disiasati agar dapat di minimalisasi atau dikurangi kerugian yang akan terjadi.

Dalam surat Al-Hasyr Ayat 18:

يٰۤاَيُّهَا الَّذِيْنَ اٰمَنُوْا اتَّقُوا اللّٰهَ وَتَسْتَظِرُّوْا نَفْسٌ مَّا قَدَّمْتُمْ لِغَيْرِ اللّٰهِ

اِنَّ اللّٰهَ خَبِيْرٌۢ بِمَا تَعْمَلُوْنَ

Artinya: "Hai orang-orang yang beriman, bertaqwalah kepada Allah dan hendaklah setiap diri memperhatikan apa yang telah diperbuatnya untuk hari esok, dan bertakwalah kepada Allah. Sesungguhnya Allah Maha Mengetahui apa yang kamu kerjakan".

Dari ayat diatas dapat ditarik suatu hikmah bahwa manusia disuruh untuk mempersiapkan apa yang akan diperbuat untuk hari esok. Dengan mempelajari, mengetahui dan mengerti beberapa kemungkinan risiko yang dihadapi, selebihnya apapun yang terjadi setelah itu, bersikaplah tawakal kepada Allah. Karena manusia hanya bisa memprediksi, sedangkan Allah Maha Menetapkan Qadha dan Qadar atas hamba-hamba-Nya.

Dalam mengelola investasi, Allah memerintahkan kepada manusia untuk dapat mengukur risiko sesuai dengan kemampuannya. Manusia dilarang untuk mengambil risiko yang melebihi kemampuan yang wajar dalam menanggung risiko. Walaupun investasi tersebut kemungkinan memberikan manfaat, namun jika risiko yang harus ditanggung terlalu besar melampaui kemampuannya untuk mendapatkan manfaat, maka hal tersebut harus dihindari.

Scperti termaktub dalam Al-Qur'an surat Al- Baqarah ayat 219, yaitu:

﴿ سَأَلُونَكَ عَنِ الْخَمْرِ وَالْمَيْسِرِ قُلْ فِيهِمَا إِثْمٌ كَبِيرٌ وَمَتَفِعٌ لِلنَّاسِ

وَإِثْمُهُمَا أَكْبَرُ مِنْ نَفْعِهِمَا ۗ وَسَأَلُونَكَ مَاذَا يُنْفِقُونَ قُلِ الْعَفْوَ

كَذَلِكَ يُبَيِّنُ اللَّهُ لَكُمْ آيَاتِهِ لَعَلَّكُمْ تَتَفَكَّرُونَ ﴿٢١٩﴾

Artinya: “ Mereka bertanya kepadamu tentang khamr dan judi. Katakanlah: “Pada keduanya terdapat dosa yang besar dan beberapa manfaat bagi manusia, tetapi dosa keduanya lebih besar dari manfaatnya”. Dan mereka bertanya kepadamu apa yang mereka nafkahkan. Katakanlah: “Yang lebih dari keperluan”. Demikianlah Allah menerangkan ayat-ayat-Nya kepadamu supaya kamu berfikir.”.

2.4 Hubungan Risiko dengan Imbal Hasil Reksadana

Sebagaimana instrumen investasi yang lainnya, selain memberikan tingkat imbal hasil, reksadana juga memiliki risiko yang perlu dipelajari dan dipertimbangkan sebelum seorang investor berinvestasi di reksadana. Risiko yang dapat terjadi atas

suatu reksadana selalu diuraikan dan dijelaskan dalam prospektusnya, sehingga dapat menjadi pertimbangan para investor sebelum melakukan investasi.

Risiko adalah suatu estimasi yang dapat diukur diatas kertas melalui perhitungan yang tepat. Oleh karena itu, semakin akurat perhitungan untuk memprediksi besarnya risiko yang akan terjadi maka akan semakin baik pengambilan keputusan yang dilakukan oleh Manajer Investasi dalam mengelola portofolionya. Sehingga apabila hal ini dilakukan dapat memperkecil kerugian yang dapat terjadi bahkan akan meningkatnya imbal hasil reksadana tersebut.

Adapun beberapa risiko yang bisa terjadi menurut Ubaidillah (2001), dibedakan menjadi 2 jenis, yaitu risiko kerugian karena berkurangnya nilai NAB per unitnya dan risiko likuiditas. Sedangkan Achsien (2003) menyatakan bahwa risiko yang bisa terjadi adalah:

1. Risiko Politik dan Ekonomi

Perubahan kebijakan ekonomi dan politik dapat dan sangat mempengaruhi kinerja bursa dan perusahaan sekaligus. Dengan demikian harga sekuritas akan terpengaruh yang kemudian mempengaruhi portofolio yang dimiliki reksadana.

2. Risiko Pasar

Hal ini terjadi karena nilai sekuritas di pasar efek memang berfluktuasi sesuai dengan kondisi ekonomi secara umum. Mengingat kenyataan bahwa portofolio memungkinkan terdiri atas efek-efek dari pasar saham, obligasi, komoditi, mata uang, dan lain-lain, maka terjadinya fluktuasi di pasar efek ini akan berpengaruh langsung pada nilai bersih portofolio, terutama jika terjadi koreksi atau pergerakan negatif.

3. Risiko Inflasi

Total real return investasi dapat menurun karena terjadinya inflasi. Pendapatan yang diterima dari investasi dalam reksadana bisa jadi tidak dapat menutup kehilangan karena menurunnya daya beli (*loss of purchasing*).

4. Risiko Nilai Tukar

Risiko ini dapat terjadi jika terdapat sekuritas luar negeri dalam portofolio yang dimiliki. Pergerakan nilai tukar akan mempengaruhi nilai sekuritas yang termasuk *foreign investment* setelah dilakukan konversi dalam mata uang domestik.

5. Risiko Spesifik

Risiko ini adalah risiko dari setiap sekuritasnya yang dimiliki. Disamping dipengaruhi pasar secara keseluruhan, setiap sekuritas mempunyai risiko sendiri-sendiri. Setiap sekuritas dapat menurun nilainya jika kinerja perusahaannya sedang tidak bagus, atau juga adanya kemungkinan mengalami default, tidak dapat membayar kewajibannya.

6. Risiko Menurunnya Nilai Unit Penyertaan

Nilai unit penyertaan yang dinyatakan dengan *net asset value (NAV/NAB)* dipengaruhi oleh turunnya harga efek-efek yang menyusun portofolionya. Ini berkaitan juga dengan kemampuan *management company* dalam mengelola dana. Dapat juga disebut sebagai risiko spesifik perusahaan manajemen investasi, atau *fund management risk*, sebagai akibat kinerja yang buruk.

7. Risiko Likuiditas

Penjualan kembali sebagian besar unit penyertaan oleh pemilik kepada *fund manager* secara bersamaan dapat menyulitkan pihak manajemen pengelola reksadana dalam menyediakan kas untuk pembayaran tersebut secara cepat. Risiko ini dikenal juga dengan nama *redemption effect*.

Nilai NAB perunit reksadana tentunya dicapai sebagai titik pertemuan antara permintaan dan penawaran, namun bagaimana menentukan harga penawaran maupun permintaan perlu memperhitungkan berbagai hal yang berkaitan dengan unsur-unsur risiko atas suatu barang yang ditawarkan.

Nilai NAB perunit yang terbentuk setelah terjadinya mekanisme pasar, yakni harga bergerak sesuai dengan kekuatan permintaan dan penawaran sehingga

dengan demikian pasar adalah bagian dari keteraturan alami. Kepayahan perjalanan, risiko bisnis, dan ancaman keselamatan diri si pedagang, menjadikannya sangat wajar jika seseorang memperoleh keuntungan yang merupakan kompensasi dari risiko yang ditanggungnya.

Risiko dari sisi penjual bisa menjadi alasan untuk mengatur komposisi portofolio reksadana, sebaliknya risiko dalam sudut pandang investor adalah ancaman yang dapat menurunkan nilai NAB perunit. Menurut Keown (hal:204, 2001) risiko adalah variabilitas arus kas dimasa yang akan datang. Menurut Muslich (2003, hal 3) risiko adalah volatilitas dari hasil yang tidak diharapkan, yang umumnya adalah nilai asset atau kewajiban.

Risiko dapat dikelompokkan dalam dua kelompok besar risiko, yaitu *systematic risk* yang merupakan risiko yang lebih kepada faktor makro dalam pasar atau perekonomian yang dapat berpengaruh kepada instrument investasi dan *non systematic risk* yaitu lebih kepada faktor unik yang berpengaruh terhadap instrument investasi tertentu dan biasanya disamakan dengan risiko bisnis dan risiko finansial atau risiko likuiditas perusahaan.

Risiko yang perlu diperhatikan dalam memprediksi nilai NAB per unit reksadana kiranya antara lain adalah risiko atas perubahan tingkat suku bunga bebas risiko, risiko atas tingkat suku bunga pasar, risiko atas perubahan nilai tukar mata uang, risiko politik, tingkat risiko yang dimiliki perusahaan dan risiko atas key person perusahaan serta kemungkinan risiko lainnya.

Company risk atau bagaimana pasar menilai suatu tingkat risiko yang unique atas perusahaan pengelola reksadana adalah sangat penting untuk diperhatikan. Sebagai contoh misalnya adanya penurunan performance keuangan perusahaan atau perusahaan bergerak dibidang usaha yang berisiko tinggi sehingga ancaman default atas pembayaran *return* dan *principal* reksadana juga tinggi. Semua hal tersebut dapat dilihat dari rating perusahaan yang dibuat oleh beberapa perusahaan pemeringkat untuk dijadikan sebagai acuan.

2.5 Pengukuran Risiko dengan Metode Risk Metrics

Metode pengukuran risiko dengan menggunakan *Risk Metrics* diperkenalkan oleh JP Morgan. Secara umum di definisikan sebagai pengukuran potensi kerugian maksimum dari suatu portofolio pada kondisi pasar normal pada interval waktu yang spesifik dengan tingkat kepercayaan tertentu. Menurut Morgan (hal.6:1996), metode ini digunakan untuk menjawab pertanyaan tentang besarnya kerugian maksimum yang akan dialami dengan tingkat kepercayaan sebesar x% dalam jangka waktu tertentu kedepan. Data yang digunakan adalah data masa lalu (*historical data*) untuk memprediksi perubahan nilai di masa yang akan datang.

Perhitungan risiko penurunan imbal hasil reksadana dapat dilakukan salah satunya dengan menggunakan metode *Risk Metrics*. *Risk Metrics* merupakan ukuran statistik dalam bilangan tunggal yang menyatakan besarnya potensi kerugian maksimum yang mungkin terjadi atas kepemilikan suatu sekuritas atau exposure instrument keuangan.

Menurut Jorion (2000:108), *Risk Metrics* merangkum kerugian terbesar yang diharapkan terjadi dalam rentang waktu tertentu dan dalam interval kepercayaan yang telah ditentukan. Pengertian Risk Metrics juga diberikan oleh Crouchy dan Galai, yaitu jumlah kerugian terbesar yang diharapkan akan terjadi atas portofolio yang dimiliki pada periode waktu tertentu dan pada tingkat kepercayaan tertentu.

Sehingga dari definisi yang telah dijabarkan diatas, dapat disimpulkan bahwa terdapat 3 parameter atau patokan penting dalam model *Risk Metrics*, yaitu:

1. Potensi kerugian maksimum
2. *Time Horison* atau rentang waktu
3. *Confidence Level* atau tingkat keyakinan yang diinginkan.

2.5.1 Keunggulan Metode Risk Metrics

Risk Metrics merupakan salah satu metode pengukuran risiko pasar yang sedang berkembang belakangan ini. Perkembangan metode *Risk Metrics* ini tidak terlepas dari berbagai keunggulan yang ditawarkan. Keunggulan dari metode *Risk Metrics* ini adalah antara lain:

- a. Mudah dipahami untuk mengukur risiko pasar dari suatu portofolio karena ukuran risiko disajikan secara kuantitatif dalam bentuk bilangan berupa satuan mata uang yang dapat dengan mudah dibandingkan dengan *expected return portfolio*.
- b. Memperhitungkan korelasi antar risiko yang berbeda serta dilengkapi dengan probabilitas atau kemungkinan terjadinya kerugian.
- c. *Risk Matrics* digunakan untuk mengukur risiko jangka pendek dan juga panjang dengan konsep yang sederhana dan fleksibel.

2.5.2 Tahap-tahap Perhitungan Risiko

Tahap-tahap yang harus dilakukan untuk menghitung *Risk Matrics* adalah:

1. Menentukan nilai exposure (nilai portofolio)
2. Menentukan Variabilitas faktor risiko (*volatilitas return*)
3. Menentukan tingkat kepercayaan (*confidence level*)
4. Menentukan rentang waktu pengukuran
5. Melaporkan potensi kerugian maksimum

Sehingga menurut Jorion (hal.109:2000), besarnya potensi risiko yang dapat terjadi atas imbal hasil reksadana dapat dihitung menggunakan persamaan:

$$\text{Risk Matrics} = V_0 * \alpha * \sigma * \sqrt{t}$$

Dimana,

V_0 = nilai exposure atau nilai portofolio

α = *confidence level*

σ = *volatilitas*

\sqrt{t} = *time horizon* atau rentang waktu

2.5.3 Back Testing

Menurut Muslich (2007:165), *Back testing* merupakan suatu prosedur pengujian yang digunakan untuk mengetahui keakruatan model pengukuran risiko yang digunakan dalam memproyeksi potensi kerugiannya. *Back Testing* atau biasa

disebut dengan *reality checks* sangat penting bagi manajemen risiko untuk menguji kelayakan model perhitungan risiko yang digunakan.

Uji validitas ini dilakukan dengan membandingkan setiap nilai risiko yang diperoleh yang telah dihitung dengan profit/loss yang sebenarnya dan kemudian mencatat tingkat kegagalan (*failure rate*) yang terjadi. Pada penelitian ini menggunakan model *Loglikelihood Ratio* dengan confidence level 95% selama periode waktu minimal 3 tahun untuk data bulanan. Data yang dibutuhkan adalah sebagai berikut :

1. Jumlah data waktu pengujian
2. Jumlah failure rate
3. Tingkat Kepercayaan
4. Besarnya *critical value* dengan tingkat *degree of freedom* nya.

Adapun rumus yang dipergunakan untuk melakukan *backtesting* ini adalah:

$$LR = -2 \ln [(1-\alpha)^{T-V} \alpha^V] + 2 \ln [(1-V/T)^{T-V} (V/T)^V]$$

Dimana:

T : jumlah data waktu pengujian

V : jumlah failure rate atau tingkat kegagalan

α : tingkat kepercayaan

Apabila didapatkan nilai LR yang diperoleh lebih kecil dari nilai *critical value* (CV), maka model risiko yang digunakan adalah Valid atau layak untuk dipergunakan. Sedangkan apabila nilai LR yang diperoleh lebih besar dari nilai CV, maka model risiko yang digunakan adalah Tidak Valid atau tidak layak untuk dipergunakan.

2.6 Faktor-faktor Makro Ekonomi

Lingkungan ekonomi makro adalah lingkungan yang mempengaruhi operasi perusahaan sehari-hari. Kemampuan investor dalam memahami dan meramalkan kondisi ekonomi makro di masa datang akan sangat berguna dalam pembuatan keputusan investasi yang menguntungkan. Untuk itu, seorang investor harus memperhatikan beberapa indikator ekonomi makro yang bisa membantu mereka

dalam memahami dan meramalkan kondisi ekonomi makro. Berikut ini akan dibahas beberapa variabel ekonomi makro yang perlu diperhatikan investor. (Tandelilin, 2001: 211-217).

2.6.1 Suku Bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI)

Pengertian dasar dari tingkat suku bunga yaitu harga dari penggunaan uang untuk jangka waktu tertentu. Bunga merupakan imbalah atas ketidaknyamanan karena melepas uang, dengan demikian bunga adalah harga kredit yang diberikan. Tingkat suku bunga berkaitan dengan peranan waktu didalam kegiatan-kegiatan ekonomi.

Instrumen SBI diterbitkan oleh Bank Indonesia pertama kali pada tahun 1984 berdasarkan Keppres No. 5 tahun 1984 sebagai alternatif investasi bagi pemilik dana dengan jaminan keamanan. Dana yang diberikan oleh bank sentral serta pemberian tingkat suku bunga yang cukup, kompetitif. Fungsi SBI tidak jauh berbeda dengan *treasury bill* yaitu surat utang yang diterbitkan oleh pemerintah. Karena diterbitkan oleh bank sentral, peringkat SBI merupakan instrumen investasi yang likuid dan aman untuk investasi serta tidak perlu rujukan dari lembaga pemeringkat. (Syaffridi, 2006:27-28)

Pemerintah sering menggunakan dua instrumen untuk mempengaruhi tingkat suku bunga di dalam negeri. Kedua instrumen yang dimaksud adalah Sertifikat Bank Indonesia (SBI) dan Surat Berharga Pasar Uang (SBPU). Melalui tingkat suku bunga kedua instrumen inilah, pemerintah melalui Bank Indonesia dapat menentukan tinggi rendahnya tingkat suku bunga perbankan dalam negeri meskipun dalam batas-batas tertentu.

SBI diterbitkan dengan sistem diskonto dan tanpa warkat (*scriptless*) dengan penyelesaian transaksi satu hari (*one day settlement*). Satuan unit SBI adalah sebesar 1 juta dengan transaksi terkecil di pasar perdana sebesar 1000 unit atau 1 Milyar. Jangka waktu SBI terdiri dari 1,2,3,6 dan 12 bulan. Metode perdagangan dilakukan melalui sistem lelang dan non lelang.

Lelang dilakukan secara periodik misel, setiap hari Rabu dengan sistem ABS (*Automatic Bidding System*) dari Bloomberg yang bersifat *online real time* lelang SBI dengan jangka waktu 3 bulan pernah mencapai Rp. 16 Triliun rupiah

pada Januari 2003. Prospek perdagangan SBI sangat cerah karena kualitas surat utang ini dijamin langsung oleh Bank Indonesia, selain itu tingkat suku bunga SBI dijadikan rujukan oleh kalangan perbankan untuk memberikan tingkat suku bunga deposito kepada nasabah dan dapat juga dijadikan agunan.

Tingkat suku bunga menurut Keynes sebagai faktor yang membawa keseimbangan antara permintaan investasi dan keinginan menabung. Dalam hal ini investasi mewakili permintaan akan sumber daya yang dapat ditanam, sedangkan tabungan mewakili penawarannya. Jadi tingkat suku bunga adalah "harga" dari sumber daya yang dapat ditanam yang menyeimbangkan kedua sumber tersebut. Dan sebagaimana halnya harga suatu barang, yang akan mencapai keseimbangan pada suatu titik dimana permintaan sama dengan penawaran maka tingkat suku bunga melalui kekuatan-kekuatan pasar juga akan mencapai suatu titik dimana jumlah investasi menurut suatu tingkat bunga menjadi sama dengan jumlah tabungan pada tingkat bunga yang berlangsung. Seperti halnya dengan barang-barang yang harganya ditentukan berdasarkan penawaran dan permintaan, tingkat suku bunga tidak lain adalah harga uang. Sebagai "harga uang", maka tingkat bunga juga ditetapkan dari interaksi antara penawaran dan permintaan dari uang. Karena besarnya penawaran dan permintaan uang pada umumnya dipengaruhi oleh besarnya arus uang yang beredar, maka tingkat suku bunga juga akan dipengaruhi oleh jumlah uang beredar dalam suatu perekonomian.

Selain jumlah uang beredar, secara analisis fundamental ada beberapa faktor utama lain yang turut mempengaruhi besarnya tingkat suku bunga. Faktor tersebut adalah perkembangan ekonomi dan kebijaksanaan pemerintah.

Perkembangan ekonomi sebagai faktor yang mempengaruhi tingkat suku bunga, dibagi menjadi empat tahap yaitu tahap *expansion*, *inflation*, *contraction*, dan *recession*. Pada tahap *economic contraction*, tingkat bunga cenderung untuk turun. Hal itu disebabkan oleh interaksi antara penawaran dan permintaan yang cenderung menurun pada tahap *economic contraction*. Dalam perkembangan ekonomi yang meningkat permintaan uang akan semakin meningkat karena pada produsen berusaha untuk meningkatkan tingkat produktivitasnya dalam rangka memenuhi peningkatan permintaan atas produknya. Meningkatnya permintaan

uang memberikan tekanan pada suku bunga yang mengakibatkan naiknya suku bunga. Sebaliknya dalam ekonomi yang mengalami kontraksi (*economic contraction*), tingkat suku bunga akan cenderung menurun sebagai akibat dari menurunnya kegiatan ekonomi. Biasanya pada tahap itu kondisi tingkat suku bunga sudah mencapai puncaknya sehingga perkembangan ekonomi menalami penurunan.

Pada kondisi ekonomi yang mengalami inflasi, ada kecenderungan tingkat suku bunga akan mencapai puncaknya. Hal ini terjadi karena salah satu cara menurunkan laju inflasi adalah menaikkan tingkat suku bunga. Ini antara lain dimaksudkan agar pertumbuhan ekonomi yang memacu laju inflasi dapat diturunkan. Sebaliknya, dalam masa resesi, tingkat bunga akan mengalami masa terendahnya. Karena setelah masa kontraksi ekonomi mencapai puncaknya, maka terjadilah resesi ekonomi yang memerlukan pertumbuhan ekonomi yang tinggi. Dan untuk mendorong pertumbuhan tersebut, pemerintah akan berusaha mendorong perkembangan produksinya dengan menurunkan tingkat suku bunga serendah mungkin.

Kebijaksanaan pemerintah yang sangat berpengaruh pada besarnya tingkat bunga berkaitan dengan *tight* dan *expansionary monetary policy* (ketat/longgarnya kebijakan moneter), serta kebijakan bank sentral dalam menentukan besarnya tingkat bunga. *Tight monetary policy* adalah kebijakan pemerintah melakukan pengetatan likuiditas dengan menekan jumlah uang beredar. Dengan berkurangnya jumlah uang yang beredar maka penawaran atas uang akan berkurang yang akan berdampak pada naiknya tingkat suku bunga. Sedangkan *expansion monetary policy* merupakan hal sebaliknya di mana pemerintah melakukan pelonggaran likuiditas. Dengan ditambahnya jumlah uang yang beredar, maka penawaran uang akan meningkat yang pada gilirannya akan mendorong penurunan tingkat suku bunga. Selain mengendalikan kebijakan moneter, pemerintah melalui bank sentral juga dapat mempengaruhi tinggi rendahnya tingkat suku bunga yang berlaku. Sebagai bankirnya perbankan, bank sentral memegang peranan penting dalam penentuan suku bunga melalui suku bunga instrumen perbankan. Atau dengan kata lain bank sentral merupakan lembaga keuangan yang dapat mengendalikan pasar uang suatu negara melalui

kebijakan suku bunganya. Sebagai penguasa moneter, segala kebijakan yang dilaksanakan oleh lembaga itu akan sangat berpengaruh dan menjadi andalan pemerintah dalam mengatasi gejolak pasar uang. (Nupramana, 2005:35-36)

Bank Indonesia sebagai bank sentral mempunyai kekuasaan untuk mengatur tingkat suku bunga dan mengontrol jumlah uang beredar dengan tujuan agar dapat menstabilkan perekonomian jangka pendek sehingga investasi dapat dilakukan pada sektor swasta dijalankan dan dapat menggerakkan perekonomian di sektor riil.

Menurut Bakri (2004:25-36), suku bunga dalam teori ekonomi memiliki peranan yang sangat strategis dalam menentukan pertumbuhan perekonomian suatu negara karena tingkat bunga akan menentukan biaya investasi sehingga akan menjadi faktor penentu penting atas investasi dalam permintaan agregat. Tingkat bunga adalah harga yang harus dibayar oleh pengguna dana kepada pemilik dana (Samuelson). Dari pengertian tersebut tingkat bunga merupakan harga pasar yang terbentuk dari mekanisme penawaran dan permintaan akan modal. Bunga bagi pemilik dana merupakan penerimaan atau return dari suatu keputusan investasi karena telah menyerahkan sejumlah dananya kepada pihak lain, sementara bagi penerima dan pengguna dana bunga merupakan biaya yang harus diserap oleh pendapatan investasi. Dengan mendasarkan diri pada dua sisi pandangan tentang bunga tersebut maka suatu perubahan akan tingkat bunga (naik turun dan tingginya bunga) akan membawa implikasi yang besar pada suatu perekonomian.

2.6.2 Nilai Tukar (*kurs*)

Exchange Rate (nilai tukar) adalah perbandingan nilai antara mata uang suatu negara dengan mata uang negara lain. Masalah nilai tukar muncul manakala suatu negara melakukan pertukaran dengan negara lain dimana masing-masing negara mempergunakan mata uang yang berbeda. Jadi nilai tukar adalah harga yang harus dibayar oleh mata uang suatu negara untuk memperoleh mata uang negara lain. Harga yang harus dibayar itu yang disebut dengan *kurs*.

Seperti diketahui bahwa perdagangan pasar uang adalah sangat global dan luas sekali jangkauannya sehingga tingkat jangkauan perdagangan produk keuangan diluar negeri juga sangat mempengaruhi likuiditas produk *fixed income*

didalam negeri. Pergerakan foreign exchange rate sangat menentukan pergerakan harga dan perdagangan di pasar modal. (Syafirdi:2006)

Laju pertumbuhan ekonomi dunia belakangan ini melambat. Negara-negara industri masih melakukan proteksi karena resesi yang berkepanjangan sebagai dampak melonjaknya harga minyak dunia. Lesunya pasar dan proteksi di negara industri, menurunkan ekspor Indonesia sehingga ikut mendorong melemahnya rupiah. (Maryatmo:2005)

Sejak berlakunya Bretton Woods System pada tahun 1944, pada umumnya dikenal dua macam sistem penerapan kurs valuta asing atau *forex rate*, diantaranya adalah:

1. Sistem kurs tetap adalah kurs sebuah mata uang suatu negara dunia lainnya dipatok pada angka tertentu secara tetap.
2. Sistem kurs mengambang adalah kurs atau nilai mata uang suatu negara dengan mata uang negara lain yang sifatnya mengambang dalam arti dapat dipengaruhi oleh faktor lain seperti income ataupun pengeluaran pemerintah.

Jenis-jenis sistem kurs mengambang yaitu.

- a. Sistem mengambang secara murni (*clean float/freely floating system*) yaitu penentu kurs valas di bursa valas terjadi campur tangan pemerintah.
- b. Sistem kurs mengambang terkendali (*managed float system*) yaitu kurs valas di bursa valas terjadi dengan campur tangan pemerintah yang mempengaruhi permintaan dan penawaran valas melalui berbagai kebijakan dan perdagangan luar negeri.
- c. Sistem kurs terkait (*pegged exchange rate system*) yaitu sistem nilai tukar yang ditetapkan dengan cara mengaitkan nilai tukar mata uang suatu negara dengan mata uang negara lain atau sejumlah nilai mata uang tertentu.

Sejak terjadinya krisis moneter pada tahun 1997, Indonesia merubah sistem nilai kursnya dari sistem kurs tetap kedalam sistem kurs bebas. Pada sistem kurs bebas, nilai tukar mata uang asing (kurs) akan selalu mengalami perubahan dari waktu ke waktu. Perubahan yang terus menerus akan berlaku disebabkan oleh perubahan yang selalu terjadi atas permintaan dan penawaran di pasar uang. Mata

uang rupiah akan mengalami apresiasi apabila terjadi penguatan dan mengalami depresiasi apabila terjadi pelemahan pada rupiah.

Dengan semakin luasnya transaksi pertukaran antar negara telah mengakibatkan masalah nilai tukar mata uang antar negara menjadi faktor yang berpengaruh terhadap risiko investasi. Peningkatan nilai mata uang suatu negara terhadap mata uang negara lain berakibat harga barang-barang negara lain menjadi lebih mahal. Dari sudut pandang pasar modal maka penurunan nilai mata uang suatu negara akan menjadikan return investasi pada negara tersebut menjadi turun bila diukur dengan mata uang negara lain.

Dari prespektif investasi seharusnya suatu investasi yang dilakukan dinegara manapun akan memiliki nilai yang sama dan karena itu menuntut imbal hasil yang sama karena berlakunya *interest rate parity*. Dengan demikian harga-harga jenis reksadana akan menunjukkan perkembangan yang seimbang dengan perkembangan nilai tukar mata uang dimana investasi berada (Bakri:2004).

Risiko ini berkaitan dengan fluktuasi nilai tukar mata uang domestik dengan nilai mata uang negara lainnya. Risiko ini dikenal juga sebagai risiko mata uang (*currency risk*) atau risiko nilai tukar (*exchange rate risk*).

Menguatnya kurs rupiah terhadap mata uang asing merupakan sinyal positif bagi perekonomian yang mengalami inflasi. Menguatnya kurs rupiah terhadap mata uang asing akan menurunkan biaya impor bahan baku untuk produksi dan akan menurunkan tingkat suku bunga yang berlaku.

2.6.3 Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Perubahan kebijakan ekonomi politik dapat dan sangat mempengaruhi kinerja bursa dan perusahaan sekaligus. Dengan demikian harga sekuritas akan terpengaruh yang kemudian mempengaruhi portofolio yang dimiliki reksa dana. Perubahan-perubahan yang terjadi bisa sangat cepat mempengaruhi NAB hal ini terkait dengan tingkat sensitivitas reksa dana tersebut dengan dan perubahan yang terjadi. Sehingga apabila terjadi perubahan yang signifikan terhadap IHSG maka bisa di pastikan imbal hasil reksadana pun akan terpengaruh.

Untuk melihat perubahan-perubahan yang terjadi digunakan indikator IHSG, hal ini melihat bahwa dalam perdagangan bursa terdapat saham-saham

yang mewakili setiap sektor perekonomian, mulai dari pertambangan, komoditi, infrastruktur, komunikasi, properti, dan industri lainnya. Bahkan dalam Bursa Efek Jakarta (BEJ) terdapat pengelompokan saham-saham yang sejenis dalam bidang usahanya. Sehingga dapat dikatakan bahwa jika terjadi perubahan-perubahan kebijakan atau perubahan politik dalam suatu sektor usaha akan berakibat pada perubahan IHSG. (Syafirdi, 2006:32)

2.7 Hubungan Suku Bunga dan Sektor Riil

Hubungan antara tingkat suku bunga (dalam pasar modal) dan sektor riil (dalam pasar uang) secara teoritis dijelaskan dengan menggunakan kurva IS dan LM yang intinya adalah bila bunga turun (naik) maka permintaan akan investasi naik (turun) sementara pada pasar barang, kenaikan (penurunan) investasi akan menaikkan (menurunkan) pendapatan dan permintaan agregat (Fisher dan Donbusch 1987). Kenaikan suku bunga akan menyebabkan biaya investasi meningkat dan jumlah pengeluaran investasi akan menurun akibat selanjutnya adalah ekspektasi penghasilan dari investasi akan menurun.

Dalam Islam, segala sesuatu yang berhubungan dengan bunga adalah haram, begitu juga dengan bunga dari penempatan dana di SBI. Namun karena SBI merupakan instrumen yang digunakan oleh pemerintah dalam memengaruhi dan mengatasi gejolak pasar uang serta menjadi *benchmark* dalam perekonomian, maka SBI masih menjadi pertimbangan dalam melakukan investasi. Sehingga jika seorang investor ingin berinvestasi sesuai syariah, SBI akan dijadikan sebagai salah satu faktor pertimbangan dalam proses investasinya. (Nurpramana, 2005:37)

Sedangkan menurut Karim (2006:272), risiko tingkat bunga adalah risiko yang timbul sebagai akibat dari fluktuasi tingkat bunga. Meskipun reksa dana syariah tidak menetapkan tingkat bunga tetapi reksa dana syariah tidak akan terlepas dari risiko tingkat bunga.

2.8 Hubungan Antara IHSG, Suku Bunga dan Kurs

Suku bunga merupakan salah satu indikator utama yang dijadikan tolok ukur seorang investor untuk memilih salah satu dari sekian banyak instrumen investasi. Tinggi atau rendahnya suku bunga bisa menjadi cerminan dari kesempatan bagi

pemodal untuk memperhitungkan *opportunity cost* atau biaya yang timbul sebagai hilangnya kesempatan untuk mendapatkan sesuatu yang lain.

Sebagaimana telah diketahui bahwa imbal hasil reksadana disebutkan dalam teori adalah ditentukan oleh faktor yang mempengaruhi *interest rate* antara lain *inflation rate*. Di Indonesia Bank Indonesia selaku Bank Sentral dan pengambil kebijakan di bidang moneter menggunakan suku bunga SBI sebagai alat untuk dapat mengendalikan tingkat inflasi yang terjadi.

Tingkat suku bunga perbankan yang rendah bisa jadi tidak menarik bagi pemilik modal untuk menginvestasikan dana yang dimilikinya pada instrument investasi di sektor perbankan sehingga meningkatkan kecenderungan berinvestasi pada alternatif investasi lain yang lebih menarik dan salah satunya adalah investasi pada reksadana sehingga nilai NAB akan meningkat yang merupakan pencerminan meningkatnya pula imbal hasil reksadana.

Kinerja di pasar modal dapat dilihat dengan menggunakan salah satu indikator yang lazim digunakan yaitu perkembangan Indeks Harga Saham Gabungan. Semakin tinggi IHSG dapat diartikan bahwa kinerja di pasar modal semakin membaik.

Kinerja di pasar uang, khususnya antar negara diukur dengan menggunakan kurs rupiah, terutama terhadap mata uang US Dollar. Kurs Rupiah yang semakin menguat memperlihatkan kinerja di pasar uang yang semakin menunjukkan adanya perbaikan.

Beberapa pendapat menyatakan bahwa kurs berhubungan erat dan signifikan dengan IHSG, namun pada beberapa periode waktu antara lain Pebruari 2005 terlihat adanya anomali dari hubungan tersebut dimana pada saat IHSG semakin menguat tapi kurs rupiah justru semakin melemah.

Susiyanto (2004) juga mencatat bahwa Indeks harga saham gabungan tidak ditentukan oleh kurs rupiah terhadap dollar AS, tapi perpindahan investasi di Bursa milik dana asing ke dalam dan keluar negeri dapat mengakibatkan IHSG dan Kurs meningkat atau menurun. Pada Agustus 2004, perekonomian Indonesia dalam sentimen negatif dengan meningkatnya inflasi, ketidak pastian politik dan keamanan seputar pemilihan presiden, melemahnya nilai tukar rupiah sebagai dampak malambungnya harga minyak dunia, meningkatnya beban APBN serta

meningkatnya suku bunga SBI, namun dalam kondisi seperti itu, IHSG tampil beda dengan naik 1.009 poin.

Apabila diperbandingkan dengan Kurs Rupiah, terlihat pada awal bulan Januari 2005, IHSG pada posisi 1.000,9 dan akhir Januari meningkat ke posisi 1.045. Pada pasar uang luar negeri, kurs rupiah bergerak searah yaitu pada awal bulan Januari sebesar Rp.9.305 per dollar AS dan pada akhir Januari menguat menjadi Rp.9.165 per dollar AS. Namun pada bulan Pebruari 2005 yang terjadi justru sebaliknya dimana IHSG meningkat tetapi kurs rupiah melemah. Pada bulan Pebruari 2005 IHSG pada posisi 1.047,5 dan meningkat 1.074 pada akhir bulan, sedangkan kurs rupiah pada awal bulan sebesar Rp.9.165 per dollar AS dan pada akhir bulan melemah menjadi Rp.9.260 per dollar AS.

Berdasarkan uraian diatas dimana turun naiknya suku bunga SBI, bagus tidaknya kinerja bursa efek yang terlihat dari naik turunnya IHSG, serta surplus defisitnya Neraca Pembayaran Indonesia dan tingginya cadangan devisa Indonesia yang tercermin dari turun naiknya Kurs Rupiah terhadap dollar AS, maka penulis mencoba merumuskan bahwa imbal hasil reksadana yang secara teoritis dipengaruhi atau berbanding terbalik dengan suku bunga namun dalam penelitian ini penulis mencoba menambahkan faktor IHSG, Kurs Rupiah dan Risiko sebagai faktor yang mempengaruhi. Penambahan faktor selain suku bunga adalah dimaksudkan untuk melihat faktor lain selain suku bunga yang secara tegas diharamkan dalam ekonomi Islam. Dengan demikian fungsi yang dicoba buat adalah :

$$\text{Imbal Hasil Reksadana} = f(\text{IHSG, SBI, Kurs, Risiko})$$

2.6 Pengaruh IHSG, Suku Bunga dan Kurs terhadap Pertumbuhan Imbal Hasil Reksadana

2.9.1 Pengaruh IHSG terhadap Perubahan Imbal Hasil Reksadana

IHSG digunakan sebagai data yang menggambarkan perubahan kondisi politik dan ekonomi yang terjadi di Indonesia. Perubahan akan tergambarkan dengan naik turunnya IHSG jika terjadi keputusan dalam dunia politik dan ekonomi maka akan terjadi respon dari IHSG apakah akan naik ataupun turun.

Akibat naiknya tingkat suku bunga SBI menyebabkan investor pasar modal melakukan aksi ambil untung terhadap saham-saham yang memiliki kapitalisasi besar (*blue chips*) seperti Astra sehingga membuat indeks komposit IHSG turun dari 1200 poin tahun 2004 hingga batas psikologis yaitu mencapai batas 1000 poin pada tahun 2005 (Republika, 9 Agustus 2005).

Jika IHSG melemah maka akan menyebabkan investor menginvestasikan dananya di pasar uang dengan harapan hasil yang diperoleh investor akan lebih besar atau menginvestasikan pada *real assets* seperti tanah, bangunan atau emas. Sebaliknya pada saat IHSG menguat maka investor akan menginvestasikan dananya di pasar modal karena imbal hasilnya lebih besar. Begitu juga pada imbal hasil reksa dana syariah.

2.9.2 Pengaruh Suku Bunga terhadap Perubahan Imbal Hasil Reksadana

Secara teoritis terdapat hubungan yang negatif antara suku bunga dengan imbal hasil reksa dana syariah. Hal ini disebabkan investor selalu dihadapkan pada berbagai macam alternatif investasi.

Meningkatnya suku bunga akan menyebabkan investor menginvestasikan dananya di pasar uang dengan harapan hasil yang diperoleh investor dari bunga akan lebih besar atau menginvestasikan pada *real assets* seperti tanah, bangunan, atau emas. Sebaliknya pada saat suku bunga turun maka investor akan menginvestasikan dananya di pasar modal karena imbal hasilnya lebih besar. Dengan demikian, pada kondisi suku bunga tinggi pasar modal bukanlah tujuan yang baik bagi investor.

Pentingnya suku bunga dalam investasi menjadi perhatian bagi beberapa ahli. Bodie et al (1993: 213), menyatakan bahwa variabel makroekonomi yang paling penting dalam pengambilan keputusan investasi adalah suku bunga dan keputusan yang akan diambil tergantung pada keakuratan dalam memprediksikan suku bunga di masa yang akan datang. Sementara Amling (1989:56) dan Reily et al (1995: 154) menyatakan bahwa meningkatnya suku bunga akan menyebabkan penurunan harga bond dan jatuhnya harga-harga saham. Dengan demikian, pada kondisi suku bunga tinggi, pasar modal bukanlah tujuan yang baik bagi investor.

2.9.3 Pengaruh Kurs terhadap Perubahan Imbal Hasil Reksadana

Dengan meluasnya transaksi pertukaran antar negara telah mengakibatkan masalah nilai tukar mata uang antar negara menjadi faktor yang berpengaruh terhadap risiko investasi. Peningkatan nilai mata uang suatu negara terhadap mata uang negara lain berakibat harga barang-barang negara lain menjadi lebih mahal. Dari sudut pandang pasar modal maka penurunan nilai mata uang suatu negara akan menjadikan return investasi pada negara tersebut juga menurun bila diukur dengan mata uang negara lain.

Didalam perdagangan di pasar modal yang sangat luas jangkauannya juga sangat mempengaruhi likuiditas produk di pasar modal yang salah satunya adalah reksadana syariah. Dengan tidak stabilnya fluktuasi di foreign exchange maka otomatis perdagangan reksadana syariah juga ikut terpengaruh.

Jika mata uang rupiah mengalami depresiasi atau pelemahan maka dari sudut pandang pasar modal maka penurunan nilai mata uang suatu negara akan menjadikan return investasi negara tersebut juga menurun bila diukur dengan mata uang negara lain sehingga imbal hasil yang diperoleh juga akan menurun.

2.10 Kajian Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian tentang reksadana yang sudah dilakukan tentang pengaruh suku bunga terhadap nilai aktiva bersih reksadana syariah dan non syariah dengan studi kasus PT. BNI sekuritas tahun 2004-2006 oleh Susanna (2006). Dari penelitian yang dilakukannya didapatkan hasil bahwa suku bunga akan berpengaruh apabila terjadi kenaikan yang signifikan yaitu mencapai 12% sehingga menimbulkan redemption effect pada semua jenis reksadana baik itu syariah dan juga konvensional. Sedangkan apabila kenaikan suku bunga wajar yaitu sebesar 1% maka NAB reksadana tidak akan berpengaruh. Bisa jadi banyak variabel lain yang amat menentukan sedangkan pada penelitian ini tidak terwakili dalam model.

Widya Sylvana (2006) melakukan penelitian kinerja seluruh Reksadana yang dikelola oleh Manajemen Investasi PT. BNI Sekuritas untuk periode waktu

November 2004 sampai dengan Juni 2006 dimana pada saat itu kondisi ekonomi makro di Indonesia khususnya sedang tidak stabil. Data yang dipergunakan adalah data sekunder dengan jumlah data 20 periode. Fokus penelitian yang dilakukan adalah pada analisis fundamental khususnya yang berkenaan dengan dampak dari kondisi makro ekonomi sebagai pengaruh eksternal yang mempengaruhi imbal hasil reksadana syariah. Sedangkan variabel makroekonomi yang digunakan yaitu suku bunga SBI, nilai tukar rupiah dan IHSG. Sebenarnya peneliti ingin memasukkan variabel GNP dan inflasi. Tetapi berhubung data GNP yang tersedia dalam bentuk triwulanan sehingga tidak dapat dimasukkan.

Penelitian yang dilakukan oleh widya ini menggunakan data panel. Adapun jenis reksadana yang digunakan adalah reksadana pendapatan tetap dan campuran yang masih tetap ada selama periode penelitian ini yaitu dari November 2004 sampai dengan Juni 2006. Dalam pengujian pemilihan model dalam pengolahan data dipergunakan metode Chow test yang terdiri dari *fixed effect* (efek tetap), *random effect* (efek campuran) dan *pooled least square* (penyatuan akhir kuadrat). Dari hasil pengujian dalam pemilihan model diperoleh hasil untuk mempergunakan model efek tetap. Yang setelah itu di test dengan menggunakan *Hausman test* atau *LM test*. Berdasarkan metode efek tetap yang dipergunakan diperoleh bahwa variabel suku bunga SBI, nilai tukar rupiah terhadap US Dollar dan IHSG mempengaruhi pertumbuhan imbal hasil reksadana syariah dan kedua variabel tersebut dapat menjelaskan variabel dependennya hanya sebesar 20,77%. Jika dilakukan uji-t diperoleh bahwa suku bunga SBI pada lag 4, nilai tukar rupiah terhadap US Dollar pada lag 1 dan IHSG pada lag 2 signifikan mempengaruhi perubahan imbal hasil reksadana syariah. Perbedaan dengan yang peneliti lakukan sekarang adalah pada pemilihan jenis data yang diteliti. Selain lebih lama jangka waktunya, juga dengan menggunakan jenis reksadana yang sama sehingga hasil yang diperoleh lebih obyektif dalam melakukan perbandingan.

Firdiansyah (2005) melakukan pengukuran kinerja Reksadana Syariah Campuran, periode April 2004 – Juli 2005. Data yang diambil merupakan jenis reksadana campuran di market share industri periode 15 bulan dari produk PNM syariah, Danareksa Syariah Berimbang, Batasa Syariah dan BNI Dana Plus Syariah. Penelitian ini bertujuan untuk memberikan gambaran mengenai tingkat

pengembalian dan risiko yang terkandung pada masing-masing produk dibandingkan dengan instrumen lain, seperti saham dan reksadana itu sendiri. Metode penelitian yang dilakukan adalah menggunakan 3 parameter risk adjusted return yakni indeks Sharpe, Treynor dan Jansen. Berdasarkan hasil analisa didapat kesimpulan bahwa menurut perhitungan return harian, reksadana syariah campuran tidak menunjukkan kinerja yang baik. Buruknya penilaian ini disebabkan rendahnya tingkat pengembalian portofolio reksadana. Nilai risk premium yang negatif menunjukkan bahwa tingkat pengembalian bebas risiko, selain itu tingkat pengembalian aktual juga lebih rendah dari asumsi CAPM.

Berdasarkan penelitian oleh Wahyudi (2005) dengan menggunakan pengujian statistik, keadaan bulan Pebruari 2005 menunjukkan hasil yang tidak signifikan pengaruh Kurs rupiah terhadap IHSG. Artinya Kurs Rupiah tidak dapat menjelaskan terhadap adanya penguatan pada IHSG.

Berdasarkan laporan Bank Indonesia pada triwulan II terlihat BI Rate turun dari 8,50% menjadi 8,25%, IHSG di Bursa Efek Jakarta yang kembali menempati rekor tertinggi pada posisi 2.220,9. Surplus Neraca Pembayaran Indonesia mencapai 3,7 milyar dollar, sehingga mengakibatkan meningkatnya cadangan devisa mencapai 51 milyar dollar yang merupakan cadangan devisa tertinggi sepanjang sejarah Indonesia. Hal lain yang perlu dicermati adalah meningkatnya aliran dana asing yaitu per April 2007 dana asing pada portofolio SBI mencapai 1,36 miliar dollar AS, SUN 847 juta dollar AS dan di saham 623 juta dollar AS.

Aliran dana asing yang masuk dengan tujuan investasi pada pasar modal juga secara tidak langsung membuat posisi rupiah semakin menguat mencapai Rp.8.968,- dari sebelumnya Rp.9.017,-. Dengan kondisi seperti ini dimana peningkatan IHSG di picu oleh derasnya aliran dana asing yang masuk, maka akan terlihat adanya hubungan yang signifikan antara kenaikan kurs rupiah terhadap dollar AS dengan kenaikan IHSG.

Elrieta (2003) pada tesisnya dengan topik "Analisa Kinerja dan Penilaian Portofolio Reksadana Pendapatan Tetap dan Reksadana Saham". Dampak dari krisis moneter menurut Elrieta sangatlah besar, dimana kinerja seluruh reksadana tidak ada yang baik (underperformed terhadap pertumbuhan pasar) baik reksadana

pendapatan tetap maupun campuran. Untuk itu disarankan membentuk reksadana baru yang merupakan penggabungan sehingga mendapatkan return yang lebih baik dibandingkan dengan berinvestasi pada salah satu reksadana saja.

Bukti lain bahwa instrumen reksa dana syariah menawarkan return investasi yang cukup menjanjikan seperti dikemukakan oleh Wibowo (2004) dalam penelitiannya tentang "penelitian efek syariah sebagai dasar manajemen portofolio terhadap kinerja reksa dana syariah". Penelitian ini dikembangkan untuk mengetahui kinerja reksa dana konvensional dan syariah serta apakah ada pengaruh batasan syariah terhadap kemampuan *market timing* dan selektivitas reksa dana syariah relatif terhadap reksa dana konvensional.

Sampel yang digunakan sebagai objek penelitian adalah reksa dana campuran yang didalamnya termasuk Danareksa Syariah Berimbang dan PNM Syariah. Metode penelitian kinerja adalah model Sharpe, Treynor, Jensen dan metode penilaian kemampuan *market timing* dan selektivitasnya adalah model Treynor-Mazzuy dengan menggunakan dua teknik regresi yaitu OLS dan GARCH (1,1). Selama periode Januari 2001-November 2003, menunjukkan bahwa batasan syariah tidak mengurangi kinerja reksa dana syariah yang hampir sama dengan kinerja reksa dana konvensional. Selain itu batasan syariah juga tidak menghilangkan kemampuan *market timing* reksa dan syariah.

Rata-rata imbal hasil dari masing-masing reksa dana cukup bervariasi yaitu antara 0,04% - 0,49% perminggu. Tanpa memperhitungkan risiko portofolio, reksa dana konvensional lebih mampu menghasilkan imbal hasil yang lebih tinggi (*outperform*) daripada syariah. Hal ini terlihat dari posisi reksa dana syariah yang hanya menempati posisi ketiga belas (PNM Syariah dengan tingkat imbal hasil 0,19%) dan ketujuh belas (Danareksa Syariah Berimbang dengan imbal hasil 0,11%) dari 18 dana campuran. Dari sisi portofolio, reksa dana syariah ternyata memiliki kemampuan yang lebih baik dalam menekan risk portofolio.

Perbedaan penelitian ini adalah untuk mengetahui kinerja reksa dana konvensional dan syariah dan apakah ada pengaruh batasan syariah terhadap reksa dana konvensional. Sampel yang digunakan sebagai objek penelitian adalah reksa dana campuran metode penilaian kinerja adalah model Sharpe, Treynor, Jensen dan metode penilaian kemampuan *market timing* dan selektivitasnya adalah model

Treynor-Mazzuy dengan menggunakan dua teknik regresi yaitu OLS dan GARCH (1,1).

Demikian pula halnya dengan penelitian Machpudin (2006) yang membahas tentang analisis kinerja reksa dana berdasarkan kinerja historis. Dalam penelitian tersebut dijelaskan bahwa reksa dana merupakan cara berinvestasi yang relatif baru di Indonesia. Reksa dana muncul karena umumnya pemodal mengalami kesulitan melakukan investasi sendiri pada surat-surat berharga. Kesulitan yang dihadapi antara lain adalah perlunya melakukan berbagai analisis dan memonitor kondisi pasar secara terus menerus yang menyita waktu. Melalui reksa dana, seorang investor dapat mempercayakan dananya untuk dikelola oleh manajer investasi profesional yang selanjutnya melakukan diversifikasi secara luas dan memberi keuntungan bagi para investor.

Banyak faktor yang perlu sikaji sebelum seseorang melakukan investasi pada reksa dana. Salah satu faktor yang paling banyak dipilih oleh investor adalah kinerja historis reksa dana tersebut. Metode analisis kinerja reksa dana telah banyak dikembangkan oleh para ahli, diantaranya adalah metode Sharpe, Treynor, dan Jensen.

Hasil analisis kinerja historis reksa dana di Indonesia, dengan periode pengamatan 2001 s/d 2003 adalah untuk reksa dana saham kinerja rata-rata yang dihasil 17,13% per tahun, untuk reksa dana pendapatan tetap 8,26% per tahun, dan untuk reksa dana campuran 16,96% per tahun.

Reksa dana yang menjadi *top performer* selama 3 tahun pengamatan adalah PNDS, PNDM, SIDS, MPIP, dan ABNS (reksa dana saham); INDO,NONS, dan BAID (reksa dana pendapatan tetap); DUIT, SAMD, JSWM, dan BDIS (reksa dana campuran).

Perbedaan penelitian ini adalah menganalisis kinerja reksa dana berdasarkan kinerja historis periode 2001 s/d 2003. metode yang dipakai adalah metode Sharpe, Treynor, dan Jensen. Objek penelitiannya pada reksa dana konvensional.

Adapun hasil penelitian oleh Supobo dan Yuliana (2006) pun turut mendukung dan memperkuat kesimpulan dari kedua penelitian sebelumnya. Dari judul penelitian "Perbandingan Kinerja Reksa Dana Syariah dan Reksa Dana

Konvensional Periode 2001-2003". Perbedaan mendasar antara reksa dana konvensional dan syariah dari segi aturan pengelolaan adalah: pengelola reksa dana syariah harus memiliki Dewan Pengawas Syariah, adanya batasan fatwa ulama dalam memilih instrumen investasi yang tidak bertentangan dengan syariat Islam dan hasil yang didapatkan investor harus bersih dari unsur non halal.

Beberapa hal yang menjadi pertimbangan investor dalam memilih reksa dana adalah biaya, alokasi dana dan kinerja historis. Dari tiga reksa dana yang diamati (Anggrek, Syariah Berimbang, dan PNM Syariah), syariah berimbang menawarkan biaya investasi yang sama dengan Anggrek, sedangkan PNM Syariah menawarkan biaya yang lebih mahal.

Dari segi alokasi dana, sebelum tahun 2002, reksa dana syariah tidak dapat menempatkan dana pada instrumen obligasi karena tidak tersedianya obligasi yang sesuai dengan syariat Islam, namun dengan terbitnya obligasi syariah, saat ini reksa dana syariah dapat melakukan alokasi dana yang tidak jauh berbeda dengan reksa dana konvensional.

Dari segi kinerja, Syariah Berimbang dan PNM Syariah memberikan rasio Shape, Treynor dan Jensen dibawah Danareksa Anggrek untuk pengukuran dengan metode *single benchmark*, tetapi memberikan hasil lebih baik untuk pengukuran dengan metode *multiple benchmark*. Reksa dana syariah juga memberikan angka koefisien variasi yang lebih baik daripada reksa dana konvensional.

Dengan berkembangnya instrumen investasi syariah, reksa dana syariah dapat menjadi alternatif investasi yang tidak kalah menarik secara ekonomis dibandingkan dengan reksa dana konvensional.

Perbedaan penelitian ini adalah membandingkan kinerja reksa dana syariah dan reksa dana konvensional periode 2001-2003. Instrumen yang dipakai adalah biaya, alokasi dana dan kinerja historis. Hanya tiga reksa dana yang diamati yaitu Anggrek, Syariah Berimbang, dan PNM Syariah. Persamaannya adalah objek yang diteliti yaitu reksa dana syariah.

Kebanyakan penelitian tentang reksadana syariah adalah mengukur kinerja yang dibandingkan dengan kinerja pasar berdasarkan jenis reksadananya. Dan kebanyakan melakukan perhitungan dengan metode Risk Adjusted Return yang

salah satu kelemahannya adalah investor maupun perusahaan hanya bisa mendapatkan penyimpangan dan bukan merupakan nilai nominal kerugian dalam notasi mata uang. Hal ini dapat ditutupi dengan perhitungan metode Risk Matrics, yang secara jelas menunjukkan besaran nilai kerugian yang mungkin dimiliki oleh reksadana yang dimaksud.

Sedangkan untuk faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja reksadana secara makro adalah kondisi ekonomi yang stabil atau tidak, untuk itu pada penelitian kali ini variabel yang digunakan adalah IHSG, suku bunga dan juga kurs untuk mengetahui apakah sama pengaruhnya pada reksadana syariah dan konvensional. Dengan demikian diharapkan jika memang reksadana syariah tidak berpengaruh terhadap naiknya suku bunga dan melemahnya kurs rupiah terhadap dollar Amerika, masyarakat tidak perlu lagi untuk berinvestasi di reksadana syariah jenis campuran khususnya juga untuk jangka panjang.

Moammer Natalo (2007) melakukan penelitian dengan melihat pengaruh dan hubungan antara return Reksadana syariah (sebagai investasi dengan instrumen portofolio berbasis syariah) dengan return Reksadana konvensional (sebagai investasi dengan instrumen portofolio konvensional) dengan mengambil sampel Reksadana jenis pendapatan tetap dan jenis campuran. Teknik analisis untuk membuktikan hubungan antara kedua return jenis reksadana syariah dan konvensional adalah dengan menggunakan pengujian Granger Causality, Vector Autoregression (VAR) dan model Distributed Lag. Dari hasil penelitian ini diperoleh hasil bahwa instrumen investasi yang membentuk portofolio Reksadana Syariah seperti obligasi syariah masih dipengaruhi oleh pergerakan return instrumen-instrumen investasi konvensional yang ada dipasar seperti suku bunga, saham dan obligasi konvensional. Return reksadana selain dipengaruhi oleh pergerakan return instrumennya juga bisa dipengaruhi oleh perilaku investor sendiri dan gaya investasi dari manajer investasi, kemudian penentuan harga wajar pasar obligasi yang masih blum transparan merupakan persoalan tersendiri dalam menentukan Nilai Aktiva Bersih (NAB) Reksadana yang pada akhirnya akan mempengaruhi besarnya return yang dihasilkan. Perbedaan penelitian diatas dengan penelitian yang sekarang dilakukan penulis terletak pada inti masalah yang diteliti hanya pada hubungan antara reksadana syariah dan konvensional

saja. Sedangkan penulis saat ini melakukan penelitian yang berhubungan juga dengan kondisi pasar yang mempengaruhi return atau imbal hasil reksadana syariah dan konvensional serta risiko yang dapat terjadi diantara kedua jenis reksadana tersebut.

Azizah Fitriyani (2004) melakukan penelitian dengan melakukan analisa faktor-faktor yang mempengaruhi reksadana syariah khususnya pada reksadana yang dikelola oleh PT. PNM Investment Management yaitu PNM Syariah. Penelitian dimaksudkan untuk mengukur risiko pasar, yaitu risiko harga dari Nilai Aktiva Bersih per unit reksadana PNM Syariah. NAB per unit sebagai tola ukur kinerja investasi pada reksadana, nilainya dipengaruhi oleh harga pasar dari masing-masing efek yang dimiliki oleh reksadana tersebut.

Dalam penelitian tersebut, disebutkan bahwa peneliti menggunakan model *Value at Risk* (VaR) untuk menghitung risiko pasarnya alasan menggunakan model ini karena VaR mudah dipahami, relatif sederhana dan ukuran risiko disajikan secara kuantitatif dalam bentuk bilangan berupa satuan mata uang.

Data yang digunakan adalah data time series dari harga Nilai Aktiva Bersih (NAB) per unit penyertaan selaman periode 3 februari 2003 - 27 Februari 2004, sebanyak 257 data. Setelah data NAB terkumpul, kemudian menghitung *return* masing-masing efek. Selanjutnya dari data return dilakukan uji stationaritas data return dengan *Augmented Dickey Fuller (ADF) Test*. Dari hasil perhitungan VaR yang dilakukan diperoleh suatu kesimpulan bahwa nilai VaR portofolio jauh lebih kecil dibandingkan sebelum terbentuk portofolio. Karena dengan membentuk portofolio, telah dilakukan diversifikasi pada setiap sekuritas/efek untuk menyebarkan risiko. Pada reksadana telah dilakukan diversifikasi langsung pada setiap unit penyertaan sehingga dapat meminimalkan risiko. Dan dari pengujian back testing diperoleh hasil bahwa model yang dipergunakan valid. Perbedaan dengan penelitian yang dilakukan saat ini adalah terletak pada adanya faktor makro yang mempengaruhi kinerja imbal hasil reksadana baik itu yang syariah dan juga konvensional. Sehingga diharapkan mendapatkan gambaran yang lebih mudah untuk dipahami dalam melakukan investasi di reksadana konvensional dan syariah.

BAB III

DATA DAN METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Pengantar

Penelitian dilakukan dengan menganalisis apakah imbal hasil reksadana syariah dan konvensional dipengaruhi oleh IHSG, suku bunga SBI, Kurs mata uang rupiah terhadap Dollar Amerika dan risiko secara bersama-sama. Bagaimana pengaruh dan hubungan antara faktor suku bunga IHSG, suku bunga SBI, Kurs dan risiko terhadap pertumbuhan imbal hasil kedua jenis reksadana tersebut akan dilihat melalui serangkaian uji ekonometrika menggunakan *multiple linear regression test* dengan menggunakan data NAB per unit masing-masing reksadana syariah dan konvensional secara rata-rata perbulan serta data *time series* IHSG, suku bunga SBI, kurs dan risiko pada periode yang sama. Dari uji ini akan diketahui diantara kedua reksadana tersebut manakah yang memiliki risiko yang lebih tinggi, kemudian juga akan diketahui faktor apa saja dari faktor-faktor tersebut yang diuji secara signifikan berpengaruh terhadap imbal hasil reksadana syariah dan konvensional sehingga diketahui kenapa kedua jenis reksadana tersebut bergerak dengan pola perubahan yang sama dan seberapa besar kontribusi kedua faktor tersebut secara bersama-sama mempengaruhi keduanya.

IHSG, suku bunga SBI, kurs dan risiko secara bersamaan dikaitkan dengan imbal hasil reksadana syariah dan konvensional gunanya untuk memudahkan peneliti dalam melakukan analisis terhadap faktor apa saja dari kedua faktor tersebut yang dapat mempengaruhi harga kedua jenis reksadana tersebut. Apabila terdapat faktor yang sama mempengaruhi kedua jenis reksdana tersebut, maka hal itu dapat menjadi dasar kenapa imbal hasil reksadana syariah mengalami pergerakan yang sama dengan pergerakan imbal hasil konvensional. Selanjutnya untuk mengetahui seberapa signifikan semua faktor-faktor tersebut secara bersama-sama mempengaruhi pertumbuhan imbal hasil reksadana konvensional dan syariah.

Imbal hasil reksadana syariah dan konvensional sangat tergantung dari bagaimana Manajer Investasi mengkomposisikan portofolio reksadana dengan melihat kondisi pasar secara real time untuk memperoleh hasil yang optimal.

Sebelum data digunakan untuk estimasi perlu dilakukan serangkaian tahapan pengujian terhadap data penelitian, yaitu menguji apakah data sudah merupakan data stasioner? Kemudian untuk lebih meyakinkan hasil pengujian, perlu diteliti ada atau tidak adanya multikolinieritas, heteroskedastisitas dan auto korelasi diantara regressor.

Mengutip pernyataan Gubernur Bank Indonesia Burhanuddin Abdullah (2006) mayoritas Investor di Indonesia umumnya berorientasi jangka pendek dan sangat sensitif terhadap *return* yang dihasilkan (*interest minded*). Dengan kata lain prinsip-prinsip syariah bagi investor reksadana syariah masih belum merupakan alasan utama bagi investor dalam memilih reksadana.

Dengan demikian berdasarkan pada apa yang telah dijabarkan pada Bab I yang terdapat pada Sub Bab Perumusan Masalah dijelaskan bahwa permasalahan yang menjadi fokus penelitian dan kajian tesis ini adalah :

1. Mengukur risiko yang mudah untuk dipahami oleh perusahaan khususnya publik guna menghadapi potensi pertumbuhan negatif imbal hasil reksadana konvensional dan syariah dengan menggunakan metode *Risk Matrix*
2. Apakah IHSG, suku bunga SBI, kurs dan risiko memiliki pengaruh yang kuat atas imbal hasil reksadana syariah dan konvensional khususnya pada reksadana berjenis campuran dari dua perusahaan perusahaan sekuritas yang merupakan anak perusahaan dari dua buah bank terbesar milik pemerintah yang mengeluarkan reksadana tersebut.

Sehingga pada Bab ini, penulis berusaha untuk menjelaskan tentang metodologi penelitian yang digunakan untuk menganalisis pertanyaan-pertanyaan tersebut. Sebagai alat untuk menganalisis digunakan model ekonometrika untuk mengestimasi variabel-variabel yang ada dalam model. Pada bab ini akan dibahas mengenai model yang digunakan. Selain itu juga akan dibahas mengenai data

yang digunakan dalam penelitian. Data-data tersebut diidentifikasi berkaitan dengan jenis data, pengolahan data, periode waktu data, sumber data serta perkembangan data tersebut.

3.2 Objek dan Periode Penelitian

Objek penelitian dalam tesis ini adalah IHSG, suku bunga SBI, kurs dan risiko yang diduga memiliki pengaruh yang kuat terhadap imbal hasil reksa dana syariah dan konvensional. Penelitian ini dilakukan dalam periode penelitian data-data mulai Maret 2005 sampai November 2007. Total observasi data sebanyak 33 data bulan.

3.3 Jenis dan Sumber data

Dalam penelitian ini, data yang digunakan adalah data sekunder yang diambil atau diperoleh dari *website* yang tersedia. Data sekunder adalah merupakan data yang dikumpulkan bukan dari sumber pertamanya, tetapi sumber kedua dan seterusnya, antara lain diperoleh melalui jurnal-jurnal yang relevan dan sesuai dengan penelitian meliputi prospektus reksadana, buku-buku ilmiah dan laporan lainnya yang membantu serta berkaitan erat dengan kelancaran penelitian.

3.4 Metodologi Penelitian

Untuk menjawab pertanyaan dan hipotesis yang telah dibangun pada tesis ini digunakan metode penelitian yang bersifat kuantitatif. Adapun teknik yang digunakan adalah dengan menggunakan model regresi linier. Pada prinsipnya model regresi linier merupakan suatu model yang parameternya linier dan secara kuantitatif dapat digunakan untuk menganalisis pengaruh suatu variabel terhadap variabel lainnya. Menurut Usman (2002, hal 15) analisa regresi merupakan metode yang digunakan untuk menganalisis hubungan antar variabel. Karena dalam penelitian ini digunakan empat buah variabel bebas yaitu IHSG, SBI, kurs dan risiko, dan juga satu variabel terikat yaitu imbal hasil, dan hubungan parameternya linier maka disebut model regresi linier berganda.

Adapun model regresi berganda ini dituliskan sebagai berikut:

$$\text{Imbal Hasil} = \beta_0 + \beta_1 \text{IHSG} + \beta_2 \text{SBI} + \beta_3 \text{KURS} + \beta_4 \text{Risiko}$$

Dimana:

Imbal Hasil = nilai pertumbuhan imbal hasil reksadana

IHSG = indeks harga saham gabungan

SBI = tingkat suku bunga SBI

KURS = nilai kurs rupiah terhadap dollar Amerika

Risiko = nilai potensi kerugian yang dapat terjadi

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ = parameter

Kemudian untuk mengukur risiko reksadana campuran masing-masing reksadana digunakan metode Risk Matrics yang dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Risiko} = V_0 * \alpha * \sigma * \sqrt{t}$$

keterangan:

Risiko = potensi penurunan nilai imbal hasil reksadana

V_0 = nilai eksposure atau nilai dari portofolio reksadana

α = tingkat keyakinan, dalam penelitian ini dipakai 95 %

σ = volatilitas atau standar deviasi

\sqrt{t} = rentang waktu

3.4.1 Penjelasan masing-masing variabel:

Imbal Hasil : Imbal hasil adalah nilai dari pertumbuhan harga NAB bulan ini dibandingkan dengan harga NAB sebelumnya. Data NAB yang diteliti merupakan data NAB reksadana berjenis campuran. Data NAB ini merupakan data harian dan time series, yang dimulai dari periode Maret 2005 sampai dengan November 2007.

IHSG: adalah gambaran pergerakan saham-saham perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Jakarta. Yang digunakan adalah data time series bulanan yang akan berubah setiap bulannya.

Suku bunga : menunjukkan tingkat suku bunga yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia. Merupakan data time series yang berubah-ubah nilainya setiap bulan.

Kurs : besaran nilai kurs rupiah terhadap mata uang dollar Amerika. Merupakan data time series yang berubah-ubah nilainya.

Risiko : besaran potensi kerugian yang digunakan untuk memprediksikan besaran kerugian kedepannya yang dapat ditanggung.

V_0 : merupakan nilai pasar dari reksadana atau biasa disebut dengan nilai NAB per unit nya. NAB per unit ini akan dipergunakan untuk dilakukan perhitungan risiko.

α : adalah tingkat kepercayaan, yang dalam penelitian ini akan digunakan tingkat confidence level 95 %.

σ : adalah standar deviasi atau bisa disebut dengan tingkat volatilitas, merupakan simpangan dari data yang akan di estimasi.

\sqrt{t} : adalah merupakan satu periode pengukuran, dalam penelitian ini VaR dihitung untuk periode 1 bulan kedepan.

Variabel-variabel yang terdapat dalam model diuji secara ekonometrik. Untuk mengestimasi model tersebut digunakan penerapan metode kuadrat terkecil (*ordinary least square*), yang biasa disingkat dengan OLS. Metode tersebut digunakan untuk mencari penyimpangan atau *error* yang minimum, sehingga diperoleh suatu fungsi regresi yang terestimasi dekat sekali dengan model regresi sesungguhnya. Data yang digunakan berbentuk *time series*.

Pengolahan data regresi dilakukan dengan menggunakan program Eviews. Pengolahan dengan Eviews ditujukan untuk melihat semua hasil uji yang dilakukan. Mulai dari uji stationeritas, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan juga otokorelasi antara masing-masing variabel bebas.

Secara umum tahapan metodologi ekonometri terdiri atas enam tahapan (Nachrowi dan Usman hal. 5, 2006), yaitu :

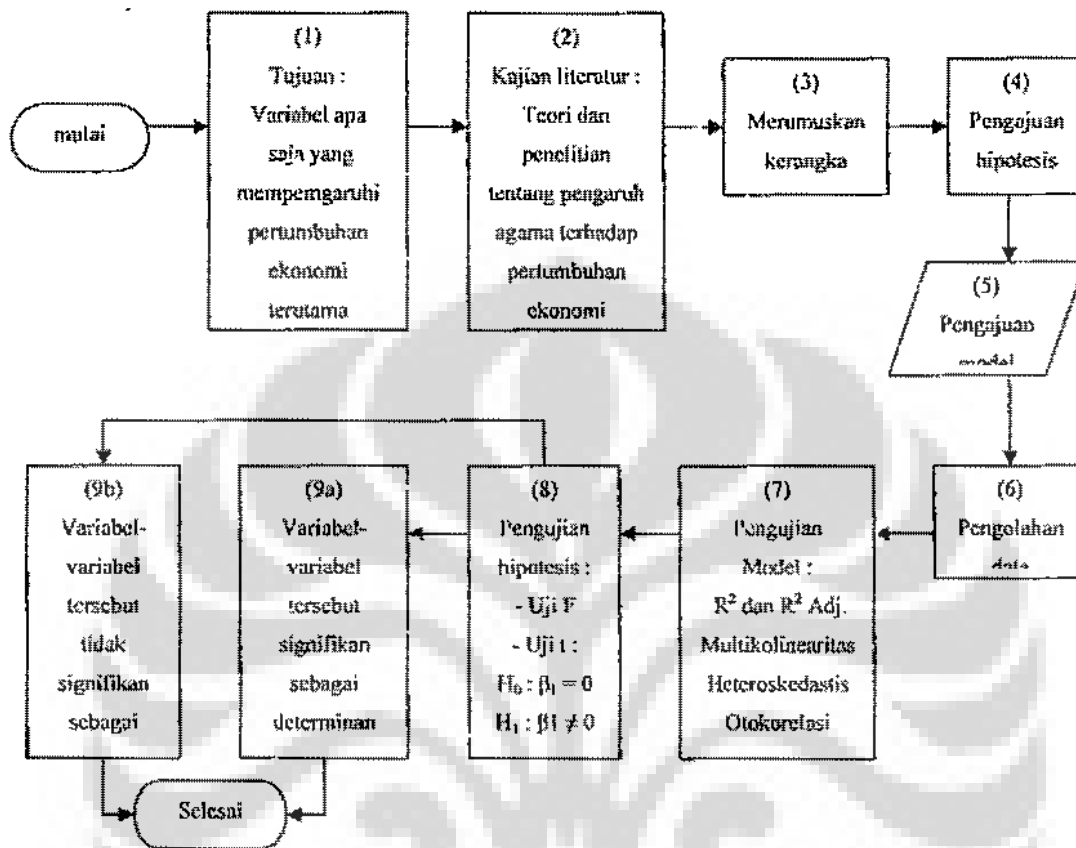
- a. Dengan mengacu kepada teori, dibuat suatu hipotesis atau pertanyaan.
- b. Untuk menjawab pertanyaan atau hipotesis tersebut, diajukan model ekonometri yang dapat digunakan untuk menguji hipotesis.

- c. Setelah model terbangun, parameter dari model tersebut diestimasi dengan suatu *software* komputer.
- d. Hasil dari estimasi parameter perlu diverifikasi terlebih dahulu apakah hasilnya sesuai dengan model atau tidak.
- e. Jika dari hasil verifikasi mengatakan model sudah layak, maka model tersebut digunakan untuk memprediksi pergerakan atau memprediksi nilai suatu variabel
- f. Prediksi tersebut dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan suatu keputusan atau suatu kebijakan.

Secara keseluruhan, metode penelitian digambarkan pada *flow chart* di bawah ini :



Gambar 3.1
Bagan Metodologi Penelitian



Sumber : Sekaran (2000), diolah

Berdasarkan Gambar 3.1, latar belakang masalah penelitian, perumusan masalah, batasan penelitian serta tujuan penelitian telah dibahas pada Bab 1. Identifikasi faktor-faktor yang diduga mempengaruhi pembiayaan bagi hasil telah dibahas pada Bab 2. Metodologi penelitian dan pengumpulan data akan dibahas pada Bab 3 ini, sedangkan analisis akan dibahas pada Bab 4, serta simpulan dan saran di Bab 5.

Agar proses pengumpulan data berjalan efektif dan dapat dipercaya (*reliable*), akan ditempuh pendekatan melalui evaluasi langsung atas arsip dokumentasi sampel.

3.5 Metode dan Teknik Analisis Data

Dalam penelitian ini akan dilakukan analisis data dengan langkah-langkah diantaranya dalam teknik analisis data sebagai berikut:

3.5.1 *Unit Root Test*

Analisis *Uji root test* dengan menggunakan Eviews 4.1 untuk melihat apakah data yang sudah dilakukan analisis faktor dilakukan uji stasioneritas. Uji stasioneritas dilakukan untuk melihat apakah masing-masing variabel stasioner baik itu pada level, 1st different maupun 2nd level. Jika sudah signifikan dalam *uji root test* maka variabel bisa dikatakan bagus dan siap dilakukan regresi lebih lanjut.

3.5.2 Pengujian Hipotesis

a. Uji t

Untuk menganalisis variabel secara parsial (individu) digunakan uji t statistik. Pengujian t statistik dimaksudkan untuk meneliti pengaruh variabel bebas secara parsial terhadap variabel terikat. Tujuan tesis ini untuk mengetahui variabel-variabel yang mempengaruhi pertumbuhan ekonomi, oleh sebab itu hipotesis yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$H_0 : \beta_1 = 0$$

$$H_1 : \beta_1 \neq 0$$

Dari hipotesis tersebut akan dilakukan pengujian terhadap koefisien β_1 . Nilai t hitung tersedia dalam program Eviews. Kemudian nilai t hitung tersebut dibandingkan dengan nilai t tabel. Karena dalam tesis ini bertujuan untuk melihat apakah masing-masing variabel tersebut mempengaruhi pertumbuhan ekonomi atau tidak, maka digunakan uji t statistik dua arah dengan $\alpha = 5\%$, sehingga kriteria yang berlaku :

- Jika nilai $|t|$ hitung $>$ t tabel, maka H_0 ditolak (*reject H_0*), artinya variabel bebas secara individu mempengaruhi variabel terikat secara signifikan.

- Jika nilai $|t|$ hitung $< t$ tabel maka *do not reject H₀*, artinya secara individu tidak ada pengaruh yang signifikan antara variabel bebas terhadap variabel terikat.

b. Uji F

Uji F digunakan untuk melakukan uji hipotesis koefisien regresi secara bersama-sama. Secara umum hipotesisnya adalah :

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 \dots \beta_k = 0$$

H_1 : tidak demikian (paling tidak ada satu koefisien $\neq 0$)

Dalam pengolahan data dengan Eviews, nilai F hitung secara otomatis tersedia. Jika nilai F Hitung diperoleh, langkah selanjutnya adalah membandingkannya dengan nilai F Tabel. Dengan *degree of freedom* sebesar k dan $n-k-1$, di mana k adalah jumlah variabel bebas (*koefisien slope*) dan n adalah jumlah observasi (sampel). Dengan menggunakan $\alpha = 5\%$, maka :

- Jika diperoleh F hitung $> F$ tabel, maka tolak H_0 , artinya variabel bebas secara bersama-sama mempengaruhi variabel terikat.
- Jika F hitung $< F$ tabel, maka *do not reject H₀*, artinya variabel bebas secara bersama-sama tidak mempengaruhi variabel terikat.

3.5.3 Pemeriksaan Model

Untuk mengetahui baik atau tidaknya model regresi yang diestimasi (*Goodness of Fit*), dilakukan uji secara statistik. Pengujian statistik yang dilakukan dengan melihat koefisien determinasi, yang dinotasikan dengan *R square* (R^2). R^2 ini memberikan proporsi atau persentase variasi total dalam variabel terikat yang dijelaskan oleh variabel bebas. Besarnya R^2 antara 1 dan 0. Model akan dianggap baik apabila koefisien determinasinya mendekati satu, artinya semakin besar variasi variabel bebas dalam menjelaskan variabel terikat. Jika $R^2 = 0$, maka variasi dari variabel terikat tidak dapat diterangkan oleh variabel bebasnya sama sekali.

Dalam regresi linier berganda, asumsi-asumsi yang harus dipenuhi agar taksiran parameter dalam model tersebut bersifat *Best Linier Unbiased Estimator* (BLUE) adalah sebagai berikut:

1. Nilai harapan dari rata-rata kesalahan adalah nol
2. Varians tetap (*homoskedasticity*)
3. Tidak ada hubungan antara variable bebas dan error term
4. Tidak ada korelasi serial antara error (*no-autocorrelation*)
5. Pada regresi linier berganda tidak terjadi hubungan antar variable bebas (*multikolinieritas*), lihat (Modul basic, FEUI, hal 10).

Untuk menentukan model yang paling tepat yang akan digunakan dalam estimasi, selain berdasarkan tujuan penelitian atau hipotesis awal yang dibangun, model juga harus dipilih berdasarkan uji statistik. Selain berdasarkan ketiga uji statistik seperti yang disebutkan di atas, sebuah model regresi harus bersifat BLUE (*Best Linier Unbiased Estimate*), di mana sebuah model harus mempunyai sifat yang linier, tidak bias dan varian minimum. Berdasarkan hal tersebut sebuah model regresi harus terbebas dari masalah :

a. Multikolinieritas

Interpretasi dari persamaan regresi ganda secara implisit bergantung pada asumsi bahwa variabel-variabel bebas dalam persamaan tersebut tidak saling berkorelasi. Interpretasi tersebut akan menjadi tidak benar apabila terdapat hubungan yang linier antara variabel bebas dalam model tersebut. Jika ada variabel yang berkorelasi, maka setiap perubahan dalam variabel bebas akan mengakibatkan pula variabel bebas lainnya berubah. Hubungan linier antar variabel bebas inilah yang disebut multikolinieritas. Secara umum terdapat multikolinieritas jika nilai R^2 tinggi, tetapi hanya sedikit variabel bebas yang signifikan berdasarkan uji t.

b. Heteroskedastis

Salah satu asumsi yang harus dipenuhi agar taksiran parameter dalam regresi bersifat BLUE, maka semua residual atau error mempunyai varian yang sama. Kondisi ini disebut dengan homoskedastis. Jika

varian tidak konstan atau berubah-ubah disebut heteroskedastis. Jika terdapat heteroskedastis dalam persamaan regresi yang dibuat, akan memberikan dampak kepada hasil regresi. Akibat tidak konstannya variansi, akan menyebabkan lebih besarnya variansi dari taksiran, sehingga uji t dan uji F akan terpengaruh yang berakibat uji hipotesis tidak akurat, sehingga kesimpulan yang diambil dari persamaan regresi tersebut menjadi tidak akurat. Heteroskedastis umumnya terdapat pada data *cross section*.

Cara untuk mendeteksi adanya heteroskedastis di antaranya :

– Uji White (*White's General Heteroscedasticity Test*)

Uji formal dibutuhkan karena tidak jarang pengujian dengan metode grafik meragukan. Salah satu uji formal untuk mendeteksi heteroskedastis adalah dengan uji White. Uji White tersebut tersedia dalam Program Eviews. Hipotesis yang digunakan :

H_0 = homoskedastis

H_1 = heterokedastis

Jika nilai probabilitas melebihi nilai kritis dengan $\alpha = 5\%$, diputuskan tidak terdapat heteroskedastis.

c. Otokorelasi

Dalam menduga parameter dalam regresi majemuk, OLS mengasumsikan bahwa error merupakan variabel random yang independen atau tidak berkorelasi agar estimasi bersifat BLUE. Sehingga otokorelasi merupakan korelasi antar variabel itu sendiri pada pengamatan yang berbeda waktu atau individu. Umumnya kasus otokorelasi banyak terjadi pada data *time series*. Dampak otokorelasi dengan menggunakan OLS adalah taksiran tidak lagi BLUE, namun masih tak bias dan konsisten. Oleh karena itu, interval kepercayaan menjadi lebar dan uji signifikansi kurang kuat. Akibatnya uji t dan uji F menjadi tidak tepat lagi atau hasilnya tidak akan baik. Di samping itu, pemeriksaan terhadap residual biasanya juga akan menemui permasalahan.

Untuk mendeteksi otokorelasi salah satu cara dengan metode *Durbin Watson Statistik*. Uji tersebut tersedia dalam program SPSS dan Eviews. Untuk menguji nilai DW, maka dibandingkan dengan Tabel DW. Tabel DW terdiri atas dua nilai, yaitu batas bawah (d_L) dan batas atas (d_U). Nilai-nilai tersebut dapat digunakan sebagai pembanding uji DW. Dalam membandingkan hasil penghitungan DW dengan Tabel DW, mempunyai aturan tersendiri, yaitu :

1. Bila $DW < d_L$; berarti ada korelasi yang positif
2. Bila $d_L \leq DW \leq d_U$; tidak dapat diambil kesimpulan apakah terdapat otokorelasi atau tidak
3. Bila $d_U < DW < 4 - d_U$; tidak ada korelasi positif maupun negatif
4. Bila $4 - d_U \leq DW \leq 4 - d_L$; tidak dapat diambil kesimpulan apapun
5. Bila $DW > 4 - d_L$; terdapat korelasi negatif

Pada umumnya jika nilai Durbin Watson Statistik (DW) mendekati angka 2, maka cenderung tidak ada otokorelasi. Tetapi uji DW ini mempunyai kelemahan di mana jika nilai DW berada di daerah yang tidak dapat diambil kesimpulan apakah terdapat otokorelasi atau tidak. Oleh sebab itu digunakan metode *Lagrange Multiplier (LM)* yang dikembangkan oleh Breusch-Godfrey, sehingga uji tersebut dikenal juga dengan sebutan *The Breusch-Godfrey Test*. Metode LM tersebut tersedia pada program Eviews. Adapun hipotesis yang digunakan :

H_0 : tidak ada otokorelasi

H_1 : ada otokorelasi

Jika nilai probabilitas melebihi nilai kritis dengan $\alpha = 5\%$, diputuskan tidak terdapat otokorelasi.

3.6 Menghitung Return

Menurut Achsien (2003, hal 98) return adalah persentase dalam harga. Untuk mendapatkan *daily average return*, perubahan yang dihitung adalah hari t terhadap hari $t-1$. Pengukuran dalam penelitian ini hanya akan menghitung *capital gain (loss)* saja tanpa memasukkan dividen didalamnya.

Adapun untuk melakukan perhitungan return dapat dilakukan dengan menggunakan rumus berikut:

$$\text{Return bulanan } (R_t) = \text{Ln} (NAB_t/NAB_{t-1})$$

(dengan menggunakan bantuan program excel)

Adapun:

Ln = Natural Log

NAB_t = Harga bulan ini

NAB_{t-1} = Harga satu bulan sebelumnya

3.7 Alur Proses Penelitian

Guna lebih memudahkan penelitian dalam melakukan proses pengolahan data dalam melakukan data analisa, diperlukan alur *chart* yang sesuai dengan metode yang akan digunakan. Dengan *flowchart* ini diharapkan sistematika metode penelitian menjadi ringkas, sederhana dan terarah. Secara ringkas metode penelitian ini dalam melihat sejauh mana pengaruh yang ditimbulkan oleh adanya perubahan IHSG, suku bunga SBI dan kurs apabila diurutkan menjadi:

1. Pengumpulan data IHSG, suku bunga SBI, kurs dan juga NAB per unit selama periode penelitian yakni dimulai dari Maret 2005 sampai dengan November 2007.
2. Mengolah data NAB dengan menghitung return untuk masing-masing reksadana. Merubah nilai return dengan fungsi logaritma natural $\text{Ln} (NAB_t/NAB_{t-1})$ dengan menggunakan program excel.
3. Melakukan uji Stasioneritas data yang sudah diubah tersebut dengan menggunakan *Augmented Dicky Fuller* test guna mengetahui apakah variabel tersebut merupakan variabel yang sudah stasioner, jika nilai $\text{ADF} < \text{Critical Value } 5\%$, sehingga bisa diuji lebih lanjut. Jika tidak stasioner pada level maka dilanjutkan dengan 1^{st} *differences*. Jika dalam 1^{st} *diference* juga belum stasioner maka dilakukan dengan 2^{nd} *diference*. Dengan merubah apakah *change* pada *level* atau *intercept* dengan menggunakan *software Eviews 4.1*.
4. Kemudian dilakukan Uji Normalitas data dengan membandingkan *Jarque Berra* dengan *Chi Square*. Jika nilai *Jarque Berra* $>$ dari *Chi*

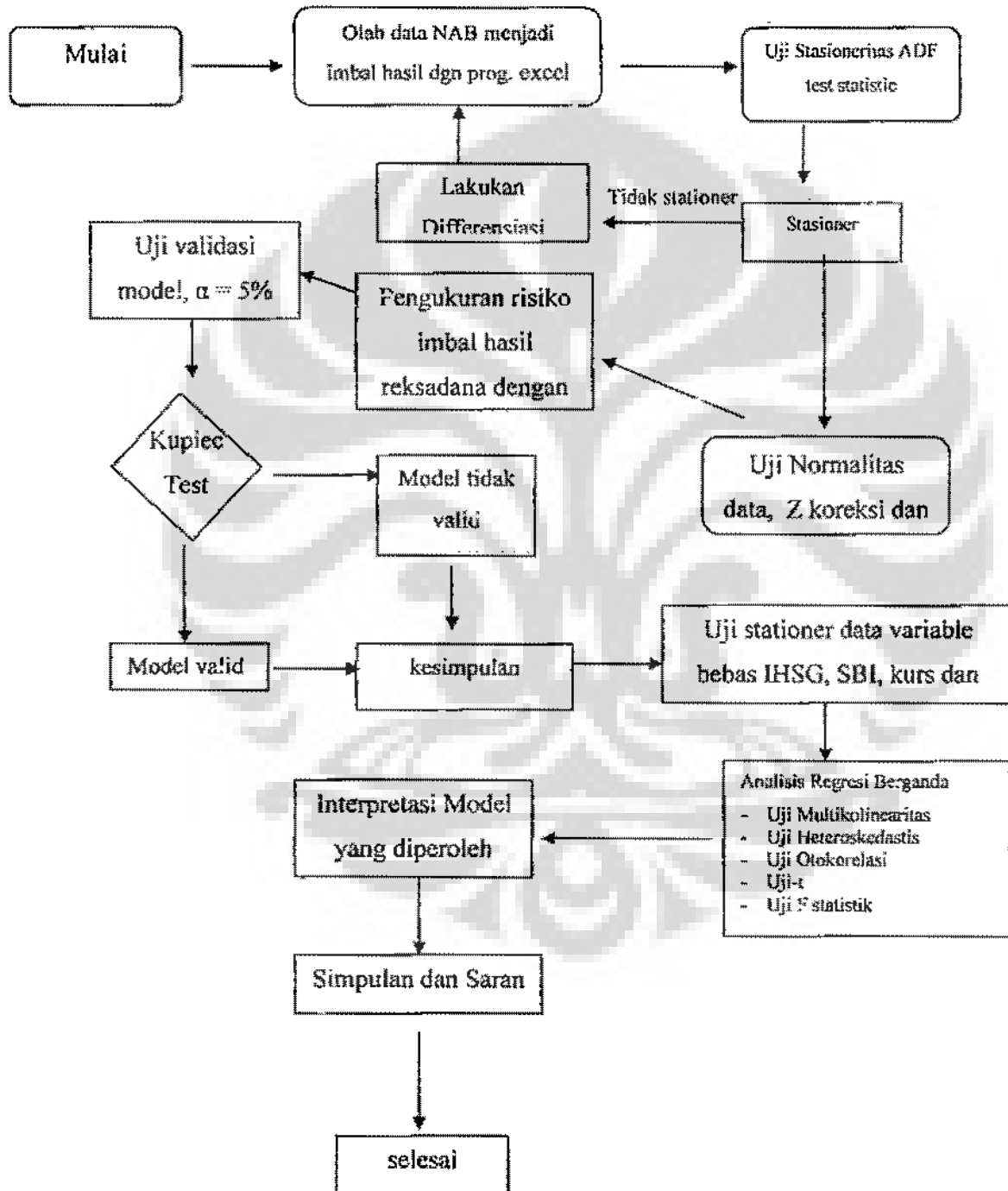
Square berarti data tidak normal atau jika probabilitanya $>$ dari 5% berarti data normal. Jika data normal, menggunakan Alpha dari Z score pada Alpha = 5%. Sedangkan apabila data tidak normal atau skewness, dilakukan penghitungan dengan Z koreksi menggunakan *Cornish Fisher Expansion*.

5. Melakukan Uji White Heteroskedastik untuk melihat apakah data berjenis homoskedastik atau heteroskedastik.
6. Melakukan perhitungan risiko pada masing-masing reksadana dengan menggunakan metode *Risk Matrics*.
7. Pengujian Validitas model perhitungan dengan menggunakan Kupiec Test model *Likelihood* dengan tingkat kepercayaan 95% dan pengambilan kesimpulan.
8. Melakukan Uji stasioneritas untuk variabel bebas yaitu IHSG, suku bunga SBI, Kurs dan risiko yang telah didapatkan.
9. Setelah uji stationeritas dilanjutkan analisis uji Blue (*Best Linear unbiased estimated*) untuk melihat apakah model yang didapat sudah BLUE atau belum, jika belum maka dilakukan *treatment* dengan melakukan *white heteroscedastis*. Jika nilai probabilitas (F-statistik) $>$ 5% berarti data homosedastik dan sebaliknya.
10. Jika data homosedastik maka tahap selanjutnya adalah menghitung volatilitas menggunakan deviasi standar. Kemudian juga dilakukan uji multikolinearitas yang bertujuan untuk melihat apakah ada hubungan linear antara masing-masing variabel bebas. Ditandai dengan nilainya harus dibawah 0,8. Dan terakhir juga dilakukan uji otokorelasi dengan melihat uji DW nya harus mendekati nilai 2.
11. Data yang sudah bagus dari uji BLUE maka dilanjutkan dengan uji hipotesis, untuk melihat variabel mana yang signifikan mempengaruhi imbal hasil reksadana syariah dan konvensional.
12. Pengujian hipotesis dengan beberapa uji diantaranya uji-t, uji-F dan uji R^2 .

13. Setelah model diuji dengan berbagai alat uji dan telah memenuhi kriteria standar dalam statistik maka dilakukan interpretasi akan hasil yang akan diperoleh.

Gambar 3.2

Flow chart Proses Analisis Data



BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Pengantar

Dalam bab ini akan dianalisis dan dibahas hasil estimasi dari model yang ada. Model akan dianalisis secara statistik dan teori ekonomi yang ada. Untuk analisis ekonomi dengan melihat konsistensi masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikat pada tiap-tiap persamaan. Setiap variabel bebas dikatakan konsisten apabila arah pergerakan variabel tersebut sesuai dengan prediksi dan hasilnya secara statistik signifikan. Variabel bebas yang perlu dilakukan analisis terlebih dahulu adalah variabel risiko. Untuk itu diperlukan perhitungan awal untuk mencari besarnya potensi risiko yang dapat terjadi pada masing-masing reksadana yang kemudian nilai yang didapat akan digunakan dalam model

Untuk mendapatkan model yang terbaik, diperlukan uji secara statistik. Hasil dari estimasi tersebut perlu diverifikasi terlebih dulu apakah hasilnya sesuai dengan model atau tidak. Hal tersebut bertujuan agar parameter yang diestimasi dapat digunakan untuk menganalisis dan menguji hipotesis yang telah dibuat. Dalam menguji hipotesis digunakan uji t dan uji F. Sedangkan untuk melihat kelayakan model dilihat dari nilai R^2 , R^2 *Adjusted*, dan model tersebut sudah bebas dari masalah multikolinieritas, heteroskedastis, otokorelasi.

4.2 Pengukuran Risiko dengan *Risk Matrics*

4.2.1 Pendahuluan

Perhitungan risiko reksadana syariah dan konvensional dengan menggunakan *Risk Matrics* adalah dengan menggunakan data NAB per unit hariannya. Kemudian data tersebut dirubah kedalam bentuk imbal hasil (*return*) dengan *logaritma normal* (\ln) menggunakan program excel.

Data imbal hasil masing-masing reksadana ini kemudian diuji untuk melihat bagaimanakah karakteristiknya. Dan selanjutnya dilakukan analisis dengan tahapan sesuai dengan metodologi yang diuraikan pada bab sebelumnya.

Dalam sub bab ini akan dibahas mengenai analisis hasil penelitian yang meliputi uji stationeritas data, analisis uji normalitas data, perhitungan penyesuaian α' dengan menggunakan *Cornish-Fisher Expansion*, analisis uji volatilitas heteroskedastik dengan *white Heteroscedasticity test (no cross term)*, analisis perhitungan risiko, dan analisis hasil uji validitasnya.

Untuk melakukan perhitungan risiko reksadana terlebih dahulu dilakukan beberapa analisa awal terhadap data return dari masing-masing reksadana, diantaranya adalah

4.2.1 Uji Stationeritas

Adalah uji tahap awal yang harus dilakukan untuk melakukan analisa time series. Hal ini dilakukan untuk membuktikan apakah nilai tengah, varians dan covarians pada berbagai lags tetap sama pada berbagai waktu pengukuran. Dalam uji ini diketahui dengan membandingkan nilai ADF Test dengan Critical Value pada alpha 5%. Berdasarkan data deskriptif return pada masing-masing reksadana terlihat bahwa ADF Test < CV 5% sebagaimana pada tabel.

Tabel 4.1
Stationeritas Reksadana

Reksadana	ADF	CV pada $\alpha = 5\%$	Keterangan
Mandiri Investa Aktif	-5.159007	-2.960411	Stationer
Mandiri Investa Syariah Berimbang	-4.014804	-2.957110	Stationer
BNI Dana Fleksibel	-3.764827	-2.967767	Stationer
BNI DanaPlus Syariah	-6.592145	-2.957110	Stationer

Sumber: bapepam.go.id, data dioiah

Dari hasil tabel diatas didapatkan bahwa nilai ADF test < dari nilai CV nya. Sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa data adalah stationer.

4.2.2 Uji Normalitas Data

Salah satu cara untuk menguji normalitas data yaitu dengan Chi-Square. Uji normalitas data dilakukan dengan membandingkan nilai Jarque-Bera. Jika nilai Jarque berra > Chi-Square berarti data tidak normal, atau jika probabilitanya > 5% berarti data normal, demikian sebaliknya.

Tabel 4.2

Tabel Uji Normalitas Reksadana

No	Reksadana	Std. Dev	Skewness	Jarque-Bera	Prob.	Keterangan
1	Mandiri Investa Aktif	0,044890	-0,695271	2,810114	0,245353	Normal
2	Mandiri Investa Syariah Berimbang	0,031260	-0,496318	14,44575	0,000730	Tdk Normal
3	BNI Dana Fleksibel	0,44633	-0,651903	4,525515	0,062748	Normal
4	BNI DanaPlus Syariah	0,031921	-0,728006	5,726656	0,057078	Normal

Sumber: bapepam.go.id, data diolah

Dari tabel tersebut diketahui bahwa nilai Jarque Berra masing-masing reksadana baik itu syariah dan konvensional nilai Jarque Berra > nilai Chi-Square (5,991). Maka dapat diambil kesimpulan bahwa hanya data Mandiri Investa Syariah Berimbang yang tidak terdistribusi secara normal.

Karena data Mandiri Investa Syariah Berimbang tidak berdistribusi normal (skewness) maka perlu dilakukan uji *Cornish Fisher Expansion*. Pada distribusi normal, alpha yang digunakan menggunakan nilai Z score ($\alpha = 5\% = 1,6449$). Jika distribusi tidak normal maka nilai α yang digunakan merupakan hasil penyesuaian Z koreksi. Penyesuaian bentuk alpha pada bentuk distribusi yang skewness menggunakan rumus *Cornish Fisher Expansion* seperti pada persamaan di bab sebelumnya.

Berdasarkan data tabel, nilai skewness bertanda positif dan negatif. Nilai negatif berarti kemencengan distribusi kekiri dan bila positif kemencengan kekanan. Untuk data yang berdistribusi normal nilai skewness = 0.

Tabel 4.3
Nilai Z koreksi dan Skewness

Reksadana	Skewness	Alpha 5%	Z Koreksi	Keterangan
Mandiri Investa Syariah Berimbang	-0,496318	1,6449	1,785995	Normal

Sumber: bapepam.go.id, data diolah.

4.2.3 Uji Volatilitas Heteroskedastik Test (No Cross Term)

Untuk *Uji White Heteroskedastik* digunakan untuk melihat apakah volatilitas dari return masing-masing reksadana mempunyai karakteristik homoskedastik atau heteroskedastik. Jika nilai Prob (F-Statistik) lebih besar dari 5% maka volatilitas data return bersifat homoskedastik atau dengan kata lain memiliki varian yang konstan dalam setiap waktu. Perhitungan volatilitas varian yang konstan ini menggunakan deviasi standar.

Pada penelitian kali ini, penulisan menggunakan software Eviews 4.1 dan hal-hal yang berkaitan dengan adanya heteroskedastisitas telah terlebih dahulu dihilangkan secara otomatis oleh system sehingga output yang dihasilkan adalah output yang telah terbebas dari heteroskedastisitas atau dengan kata lain data sudah dalam kategori homoskedastis.

Hipotesis yang berlaku adalah:

H_0 = Data imbal hasil reksadana Homoskedastis

H_1 = Data imbal hasil reksadana Heteroskedastis

Dari output yang diperoleh semua nilai probability Obs*R-squared lebih besar dari $\alpha = 5\%$, Ini berarti tidak dapat menolak H_0 . Sehingga dapat disimpulkan bahwa model tersebut adalah homoskedastis.

4.3 Pengukuran Risiko Reksadana dalam Periode Satu Bulan ke Depan

Dalam melakukan pengukuran risiko pada masing-masing reksadana yang diteliti tersebut dengan time horison 1 bulan didapat nilai risiko sebagai berikut:

Tabel 4.4

Perhitungan Risiko Transaksi tanggal 28 Desember 2006

Tanggal	Reksadana	NAB	Alpha'	St. Deviasi	T=1	Risiko
28-Dec-06	Mandiri Investa Aktif	1818,14	1,6449	0,04489	1	119,48
28-Dec-06	Mandiri Investa Syariah Berimbang	1427,68	1,7859	0,03126	1	79,70
28-Dec-06	BNI Dana Fleksibel	1806,94	1,6449	0,044833	1	132,66
28-Dec-06	BNI DanaPlus Syariah	1327,74	1,6449	0,031921	1	69,72

Sumber: bapepam.go.id, data diolah.

Dari tabel diatas diperoleh hasil sebagai berikut:

1. Mandiri Investa Aktif, memiliki risiko penurunan imbal hasil = 119,48, dengan demikian berarti kerugian maksimum yang akan ditanggung dari kepemilikan reksadana dalam satu bulan kedepan dengan tingkat keyakinan 95% adalah sebesar Rp. 119,48,-
2. Mandiri Investa Syariah Berimbang, memiliki risiko penurunan imbal hasil = 79,70, dengan demikian berarti kerugian maksimum yang akan ditanggung dari kepemilikan reksadana dalam satu bulan kedepan dengan tingkat keyakinan 95% adalah sebesar Rp. 79,70,-.
3. BNI Dana Fleksibel, memiliki risiko penurunan imbal hasil = 132,66, dengan demikian berarti kerugian maksimum yang akan ditanggung dari kepemilikan reksadana dalam satu bulan kedepan dengan tingkat keyakinan 95% adalah sebesar Rp. 132,66,-.
4. BNI DanaPlus Syariah, memiliki risiko penurunan imbal hasil = 69,72, dengan demikian berarti kerugian maksimum yang akan ditanggung dari kepemilikan reksadana dalam satu bulan kedepan dengan tingkat keyakinan 95% adalah sebesar Rp 69,72,-.

Secara ringkas dalam periode Maret 2005 sampai dengan November 2007, perhitungan risiko penurunan imbal hasil dari masing-masing reksadana diatas adalah seperti dapat dilihat dari tabel dibawah ini.

Tabel 4.5
Perhitungan Risiko Reksadana

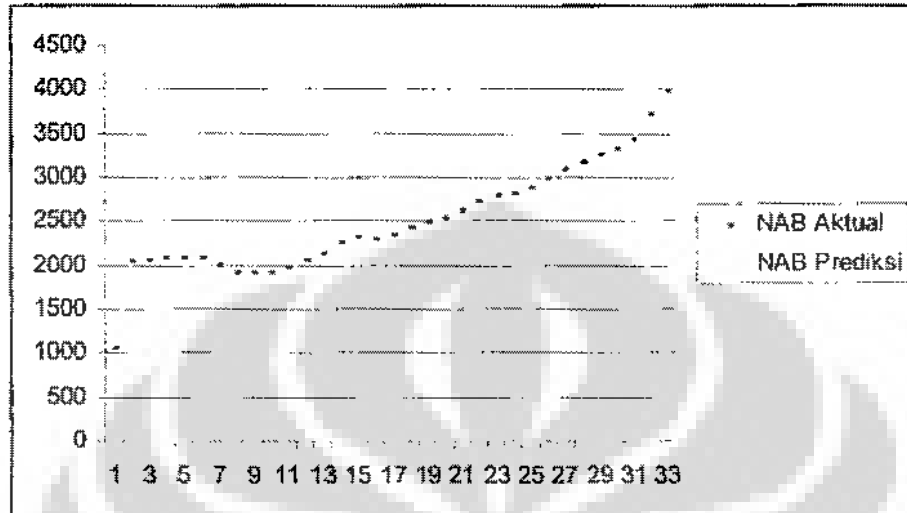
No	Reksadana	Risiko	
		Min	Max
1	Mandiri Investa Aktif	72,50	168,38
2	Mandiri Investa Syariah Berimbang	54,49	115,54
3	BNI Dana Fleksibel	105,51	157,74
4	BNI DanaPlus Syariah	56,21	86,21

Sumber : bapapan.go.id, data diolah

Untuk masing-masing reksadana yang terdiri dari reksadana syariah dan konvensional yang berjenis campuran ini, untuk hipotesa awal (H_0) ditolak, Yang berarti bahwa reksadana jenis syariah memiliki risiko yang lebih rendah dari reksadana konvensional.

Adapun perbandingan nilai pengukuran NAB aktual dan NAB prediksi (metode Risk Matrics) tergambar sebagai berikut:

Grafik 4.1
Perbandingan NAB aktual dan NAB prediksi
Mandiri Investa Syariah Berimbang



Sumber: bapepam.go.id, data diolah.

Digambarkan dari grafik diatas, sangat jelas sekali terlihat bahwa nilai NAB prediksi masih dibawah nilai dari NAB aktual, Hal ini berarti perhitungan risiko pertumbuhan nilai aktiva bersih dengan metode Risk Matrics dapat dipergunakan.

Begitu pula dengan hasil reksadana yang lain, diperoleh hasil bahwa nilai NAB aktualnya berada diatas dari NAB prediksi, dimana dapat disimpulkan bahwa besarnya potensi risiko kerugian (NAB prediksi) yang diperkirakan dapat terjadi, masih dapat dihadapi oleh masing-masing investor. Sehingga apabila garis NAB aktual berada di bawah dari garis NAB aktual harus dilakukan langkah selanjutnya untuk meminimalisasi risiko yang dapat terjadi.

4.4 Hasil Uji Validitas Model

Setelah didapat hasil diatas, bahwa nilai risiko yang dimiliki reksadana syariah lebih rendah daripada reksadana konvensional, maka hal yang selanjutnya dilakukan adalah melakukan uji validitas terhadap model yang sudah didapatkan.

Uji validitas ini dilakukan dengan pengujian *validitas* yang membandingkan setiap nilai *Risk Matrics* yang telah dihitung dengan *profit/loss* yang sebenarnya dan kemudian mencatat tingkat kegagalan (*failure rate*) yang terjadi. Dengan menggunakan model *back-testing* dengan *Loglikelihood Ratio* menggunakan *confidence level 95%*, jumlah data bulanan sebanyak 33 hari dan jumlah *failure rate* (N) rate yang berbeda-beda.

Hasil perhitungan *back-testing* masing-masing produk Reksadana adalah seperti yang dapat terlihat pada tabel dibawah ini:

Tabel 4.7
Pengujian Backtesting dengan Loglikelihood

No	Reksadana	Failure Rate	LR	CV	Keterangan
1	Mandiri Investa Aktif	2	0,07341	3,841459	Valid
2	Mandiri Investa Syariah Berimbang	1	0,311834	3,841459	Valid
3	BNI Dana Fleksibel	3	0,94600	3,841459	Valid
4	BNI DanaPlus Syariah	2	0,07341	3,841459	Valid

Sumber: data diolah.

Dari tabel diatas didapatkan hasil bahwa semua nilai LR < dari nilai CV = 3,841. Sehingga dapat disimpulkan setelah dilakukan uji *beck testing* dengan *Loglikelihood* bahwa *Model Risk Matrics* adalah *Valid* dan dapat digunakan sebagai salah satu metode untuk menghitung risiko imbal hasil masing-masing produk reksadana.

4.5 Analisis Prinsip-prinsip Syariah pada Reksadana Syariah

Berdasarkan pada hasil analisis diatas, di dapatkan hasil bahwa risiko yang terjadi pada reksadana syariah ternyata lebih rendah dari pada risiko pada reksadana konvensional. Salah satu sebabnya adalah karena reksadana syariah tidak terkena imbas dari pergerakan suku bunga SBI dan juga adanya dugaan bahwa investor pada reksadana syariah lebih siap dengan fluktuasi NAB dari reksadana tersebut namun hal ini perlu penelitian lebih lanjut. Karena pada dasarnya reksadana Syariah diluncurkan sebagai upaya untuk memenuhi kebutuhan sekelompok

investor yang menginginkan memperoleh pendapatan investasi dari sumber dan cara yang bersih yang memenuhi prinsip syariah. Tujuan investasinya tidak sekedar mencari imbal hasil yang tinggi tapi juga menginginkan agar investasi yang dimiliki dijalankan dan dikelola sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Sehingga apabila terjadi penurunan atau kenaikan nilai NAB para investor tetap loyal berinvestasi.

Untuk meminimalisasi risiko dari reksadana syariah, bisa juga karena adanya peraturan yang dikeluarkan oleh pemerintah berupa Daftar Efek Syariah (DES). Sehingga, membuat manajer investasi lebih terarah dalam melakukan investasinya. DES ini juga dilakukan evaluasi setiap 6 bulan sekali sehingga ada pemantauan khusus dari pemerintah mengenai efek-efek yang patut untuk masuk kedalam daftar tersebut.

Berdasarkan informasi yang dikumpulkan, bahwa reksadana yang berbasis syariah sudah menerapkan prinsip-prinsip syariah dalam mengelola portofolionya. Penjabaran pelaksanaan prinsip-prinsip syariah dalam investasinya adalah sebagai berikut:

1. Proses penyaringan dalam mengkonstruksi portofolionya atas instrumen-instrumen investasi pada masing-masing efek dari perusahaan-perusahaan yang kegiatan usaha dan hasil usahanya sesuai dengan syariah Islam.
2. Dalam melakukan pengelolaan investasinya, masing-masing manajer investasi yang mengelola reksadana berbasis syariah membuat batasan investasi yang didasarkan pada fatwa DSN dan diimplementasikan dalam portofolio efeknya.

4.6 Pengujian Variabel Bebas Terhadap Imbal Hasil Reksadana Syariah dan Konvensional

4.6.1 Hasil Analisis Data

Sebelum digunakan data terlebih dahulu diuji untuk mengetahui kelayakan data yang akan digunakan sebagai bahan penelitian perlu dilakukan uji stasioneritas terlebih dahulu sehingga sebelum dilakukan uji *regresi* semua data yang akan digunakan diyakini sudah dalam posisi *stasioner* sehingga menghilangkan keraguan akan adanya regresi palsu dari serangkaian test yang akan dilakukan.

4.6.2 Analisis Unit Root Test

Masing-masing variabel dilakukan *unit root test* untuk melihat apakah variabel penelitian tersebut bersifat *stasioner* dan siap untuk dilakukan regresi. *Unit root test* dilakukan dengan menggunakan *eviews 4.1*.

Hasilnya adalah terlihat pada Tabel berikut.

Tabel 4.8
Uji Unit Root Test

No	Data	t-statistik	CV (5%)	Prob.	Ket.
1	Mandiri Investa Aktif	-5.159007	-2.960411	0.0002	Stasioner
2	Mandiri Investa Syariah Berimbang	-4.014804	-2.957110	0.0040	Stasioner
3	BNI Dana Fleksibel	-3.764827	-2.957767	0.0081	Stasioner
4	BNI DanaPlus Syariah	-6.592145	-2.957110	0.0000	Stasioner
5	IHSG	-3.558719	-2.957110	0.0001	Stasioner
6	Kurs	-3.538861	-2.957110	0.0004	Stasioner
7	SBI	-4.949023	-2.960411	0.0000	Stasioner
8	Risiko Mandiri Investa Aktif	-3.469787	-2.957110	0.0008	Stasioner
9	Risiko Mandiri Investa Syariah Berimbang	-3.659390	-2.957110	0.0000	Stasioner

10	Risiko BNI Dana Fleksibel	-4.091928	-2.957110	0.0001	Stationer
12	Risiko BNI DanaPlus Syariah	-5.602619	-2.963972	0.0000	Stationer

Sumber: bapam.go.id, bi.go.id, data diolah.

Unit root test Augmented Dickey fuller terlihat dalam Tabel 4.8 dapat terlihat bahwa masing-masing variabel yang diuji mempunyai tingkat probability signifikansi yang lebih kecil dari tingkat $\alpha = 5\%$, dan juga nilai t-stat < dari nilai critical value (CV) = 5%. Maka dapat diambil kesimpulan bahwa masing-masing variabel bebas dan terikat adalah stasioner dan siap untuk dilakukan regresi lebih lanjut.

4.6.3 Test Multikolinieritas

Setelah data dinyatakan stationer, maka dilakukan tahap selanjutnya adalah uji multikolinieritas. Uji ini dilakukan untuk melihat apakah ada hubungan linier antar variabel bebas. Sehingga didapatkan hasil sebagai mana dibawah ini

Tabel 4.9

Multikolinieritas

	IHSG	KURS	SBI	DNFLKSBL	DNPLSSYARIAH	INVAKTIF
IHSG	1.000000	-0.524160	-0.429301	0.262085	0.258928	0.307718
KURS	-0.524160	1.000000	-0.058989	-0.387887	-0.460885	-0.411479
SBI	-0.429301	-0.058989	1.000000	0.028596	0.030054	0.012828
DNFLKSBL	0.262085	-0.387887	0.028596	1.000000	0.665086	0.816103
DNPLSSYARIAH	0.258928	-0.460885	0.030054	0.665086	1.000000	0.703126
INVAKTIF	0.307718	-0.411479	0.012828	0.816103	0.703126	1.000000
INVSYBERIMBG	0.525355	-0.167698	0.020794	0.639810	0.726590	0.681195
RISKDNFLKSBL	0.228480	-0.104319	-0.505055	0.388466	0.326538	0.390042
RISKDNPLSSY	0.384695	-0.462332	-0.433802	0.266953	0.321440	0.314584
RISKINVAKTIF	0.098682	-0.534733	-0.404429	0.261977	0.256615	0.310269
RISKINVSYBR	0.190842	-0.506947	-0.484600	0.243767	0.223907	0.250183

	INVSYBERIMB	RISKDNFLKSB	RISKDNPLSSY	RISKINVAKTIF	RISKINVSYBR
IHSG	0.525355	0.228480	0.384695	0.098682	0.190842
KURS	-0.167698	-0.104319	-0.462332	-0.534733	-0.506947
SBI	0.020794	-0.505055	-0.433802	-0.404429	-0.484600
DNFLKSBL	0.639810	0.388468	0.266953	0.261977	0.243767
DNPLSSYARIAH	0.726590	0.326538	0.321449	0.256615	0.223907
INVAKTIF	0.681195	0.390042	0.314584	0.310269	0.250183
INVSYBERIMBG	1.000000	0.547063	0.553233	0.534571	0.507142
RISKDNFLKSBL	0.547063	1.000000	0.931872	0.925601	0.932169
RISKDNPLSSY	0.553233	0.931872	1.000000	0.985268	0.985488
RISKINVAKTIF	0.534571	0.925601	0.985268	1.000000	0.989745
RISKINVSYBR	0.507142	0.932169	0.985488	0.989745	1.000000

Sumber : bapepam.go.id dan bi.go.id, data diolah

Semua angka yang dihasilkan oleh proses *views* 4.1 menunjukkan bahwa hubungan diantara masing-masing variable yang dijadikan bahan penelitian berada dibawah 0,8. Dan yang nilai paling tinggi adalah 0,5 yaitu hubungan antara variabel bebas atau masih jauh dibawah batas yang ditetapkan sebagai acuan adanya multikolinieritas.

Memperhatikan hasil test multikolinieritas tersebut diatas, disimpulkan bahwa tidak ada hubungan multikolinieritas diantara variable-variabel bebas yang mempengaruhi variable terikat imbal hasil masing-masing reksadana konvensional dan syariah, sehingga dengan demikian data yang diambil sebagai sample penelitian dapat digunakan dalam penelitian ini.

4.6.4 Test Heteroskedastisitas

Untuk melihat apakah dalam model yang dibuat terdapat heteroskedastis atau tidak, maka dilakukan pengujian antara lain dengan menggunakan uji White. Suatu model akan dikatakan heteroskedastis jika residual atau error tidak konstan atau berubah-ubah. Pada umumnya masalah heteroskedastis akan muncul pada data cross section.

Pada penelitian kali ini, penulisan menggunakan software *Views* 4.1 dan hal-hal yang berkaitan dengan adanya heteroskedastisitas telah terlebih dahulu

dihilangkan secara otomatis oleh sistem sehingga output yang dihasilkan adalah output yang telah terbebas dari heteroskedastisitas atau dengan kata lain data sudah dalam kategori homoskedastis.

Hipotesis yang berlaku adalah:

H_0 = Hasil regresi imbal hasil reksadana Homoskedastis

H_1 = Hasil regresi imbal hasil reksadana Heteroskedastis

Dari output yang diperoleh semua nilai probability Obs*R-squared lebih besar dari $\alpha = 5\%$. Ini berarti tidak dapat menolak H_0 . Sehingga dapat disimpulkan bahwa model tersebut adalah homoskedastis.

4.6.5 Test Autokorelasi

Memperhatikan hasil uji *Durbin-Watson* pada eviews 4,1 bahwa pada masing-masing memiliki hasil uji *Durbin-Watson* yang mendekati angka 2. Dengan demikian, jika nilai statistic DW mendekati angka 2, maka kita dapat menduga bahwa residual tidak mempunyai korelasi.

Adapun hasil DW masing-masing reksadana adalah sebagai berikut:

Tabel 4.10
Tabel Hasil Uji *Durbin-Watson*

	Data Penelitian	DW
1	Mandiri Investa Aktif	2,015850
2	Mandiri Investa Syariah Berimbang	2,113375
3	BNI Dana Fleksibel	1,989996
4	BNI DanaPlus Syariah	2,041840

Sumber: bapepam.go.id, data diolah.

Berdasarkan table hasil uji *Durbin-Watson* diatas, didapatkan hasil bahwa nilai statistik DW mendekati angka 2. Dengan melihat nilai batas bawah $d_L = 1,61$ dan batas atas $d_U = 1,74$ (Table *Durbin Watson* pada $\alpha = 5\%$) sehingga nilai masing-masing nilai diatas berada diantara $d_U < DW < 4-d_U$ (tidak ada korelasi positif maupun negatif). Dengan demikian angka statistik *Durbin Watson* berdasarkan hasil analisa yang telah dilakukan menunjukkan tidak adanya autokorelasi diantara regressor.

4.7 Pengujian Hipotesis

4.7.1 Pengujian Hipotesis Faktor yang Mempengaruhi Pertumbuhan Imbal Hasil Masing-masing Reksadana Syariah

Pengujian terhadap hipotesis dilakukan mulai dari uji t, uji F, uji R^2 (koefisien determinasi). Persamaan yang didapat dari hasil regresi sebagaimana terdapat pada tabel koefisien yaitu:

Tabel 4.11
Hasil Regresi Masing-masing Reksadana Syariah

No	Reksadana	C	IHSG	Kurs	SBI	Risiko	R^2	F-stat
1.	Mandiri Investa Syariah Berimbang	-0.027302 (-1.574586)	0.000119 (2.601458)	-5.24E-05 (-2.308607)	-0.781774 (-1.302543)	-0.000612 (-1.587320)	0.621528	10.67434
2.	BNI DanaPlus Syariah	-0.015058 (-0.326816)	0.000206 (3.327670)	-3.29E-05 (-2.292174)	-0.203938 (-0.336582)	0.000231 (1.338206)	0.659150	8.244229

Sumber: bapepam.go.id, data diolah.

Sehingga diperoleh model persamaan untuk reksadana Mandiri Investa Syariah Berimbang adalah:

$$\text{Imbal Hasil} = -0,027302 + 0,000119 \text{ IHSG} - 5,24\text{E-}05 \text{ Kurs} - 0,781774 \text{ SBI} - 0,000612 \text{ Risiko}$$

$$\begin{matrix} (-1,574586) & (2,601458) & (-2,308607) & (-1,302543) & (-1,587320) \end{matrix}$$

Berdasarkan tabel diatas, didapatkan R^2 sebesar 62,15%. Hal ini berarti, semua variabel independen yaitu IHSG, SBI, Kurs dan Risiko secara bersama-sama mampu menerangkan pertumbuhan imbal hasil reksadana Mandiri Investa Syariah Berimbang sebesar 62,15% sedangkan sisanya sebesar 37,85% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model. Atau dengan perkataan lain bahwa secara bersama-sama IHSG, SBI, Kurs dan Risiko mempengaruhi imbal hasil reksadana syariah Mandiri Investa Syariah Berimbang sebesar 62,15%.

Memperhatikan hasil penelitian mengenai faktor yang mempengaruhi reksadana Syariah terlihat bahwa hanya IHSG dan Kurs yang memberikan pengaruh signifikan pada alpha 5%. Faktor-faktor lainnya seperti SBI dan Risiko

tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap imbal hasil reksadana syariah itu sendiri yang didukung oleh uji t-stat yang dibawah nilai $|t_{uji} - T| \leq 2$, yaitu -1,302543 dan -1,587320.

Nilai F_{hitung} sebesar 10,67434 dan F_{tabel} sebesar 2,61 berarti $F_{hitung} > F_{tabel}$ dengan probabilita sebesar 0,000000 maka H_0 ditolak pada $\alpha = 5\%$. Hal ini berarti bahwa semua variabel independen yaitu koefisien regresi variabel IHSG, SBI, Kurs dan Risiko yang diperoleh signifikan.

Sedangkan model persamaan yang diperoleh untuk reksadana BNI DanaPlus Syariah adalah:

$$\begin{array}{cccccc} \text{Imbal Hasil} = & -0,015058 & + & 0,000206 & \text{IHSG} & - & 3,29\text{E-}05 & \text{Kurs} & - & 0,203938 & \text{SBI} & - & 0,000231 & \text{Risiko} \\ & (-0,326816) & & (3,327670) & & & (-2,292174) & & & (-0,336582) & & & (-1,338206) \end{array}$$

Berdasarkan tabel diatas, didapatkan R^2 sebesar 65,91%. Hal ini berarti, semua variabel independen yaitu IHSG, SBI, Kurs dan Risiko secara bersama-sama mampu menerangkan pertumbuhan imbal hasil reksadana BNI DanaPlus Syariah sebesar 65,91% sedangkan sisanya sebesar 34,09% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model. Atau dengan perkataan lain bahwa secara bersama-sama IHSG, SBI, Kurs dan Risiko mempengaruhi imbal hasil reksadana syariah Mandiri Investa Syariah Berimbang sebesar 62,15%.

Memperhatikan hasil penelitian mengenai faktor yang mempengaruhi reksadana Syariah terlihat bahwa hanya IHSG dan Kurs yang memberikan pengaruh signifikan pada alpha 5%. Faktor-faktor lainnya seperti SBI dan Risiko tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap imbal hasil reksadana syariah itu sendiri yang didukung oleh uji t-stat yang dibawah nilai $|t_{uji} - T| \leq 2$, yaitu -0,336582 dan -1,338206.

Nilai F_{hitung} sebesar 8,244229 dan F_{tabel} sebesar 2,61 berarti $F_{hitung} > F_{tabel}$ dengan probabilita sebesar 0,000196 maka H_0 ditolak pada $\alpha = 5\%$. Hal ini berarti bahwa semua variabel independen yaitu koefisien regresi variabel IHSG, SBI, Kurs dan Risiko yang diperoleh signifikan.

4.7.2 Pengujian Hipotesis Faktor yang Mempengaruhi Pertumbuhan Imbal Hasil Masing-masing Reksadana Konvensional

Adapun hasil regresi yang diperoleh untuk reksadana konvensional adalah sesuai dengan yang ada dalam tabel di bawah ini

Tabel 4.12

Hasil Regresi Masing-masing Reksadana Konvensional

No	Reksadana	C	IHSG	Kurs	SBI	Risiko	R ²	F-sial
1.	Mandiri Investa Aktif	0.024483 (1.898855)	0.000425 (11.76061)	-3.99E-05 (-0.680424)	-0.303540 (-2.849306)	-0.000183 (-1.505686)	0.515849	70.74248
2.	BNI Dana Fleksibel	-0.068639 (-0.985934)	0.000297 (3.893348)	-5.99E-05 (-1.980830)	-2.193618 (-2.259197)	0.000488 (0.876051)	0.687614	14.30757

Sumber: bapenam.go.id, data diolah.

Sehingga diperoleh model persamaan untuk reksadana **Mandiri Investa Aktif** adalah:

$$\text{Imbal Hasil} = 0,024483 + 0,000425 \text{ IHSG} - 3,99\text{E-}05 \text{ Kurs} - 0,303540 \text{ SBI} - 0,000183 \text{ Risiko}$$

$$\begin{matrix} (1,898855) & (11,76061) & (-0,680424) & (-2,849306) & (-1,505686) \end{matrix}$$

Berdasarkan tabel diatas, didapatkan R² sebesar 51,58%. Hal ini berarti, semua variabel independen yaitu IHSG, SBI, Kurs dan Risiko secara bersama-sama mampu menerangkan pertumbuhan imbal hasil reksadana **Mandiri Investa Aktif** sebesar 51,58% sedangkan sisanya sebesar 48,42% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model. Atau dengan perkataan lain bahwa secara bersama-sama IHSG, SBI, Kurs dan Risiko mempengaruhi imbal hasil reksadana **Mandiri Investa Aktif** sebesar 51,58%.

Memperhatikan hasil penelitian mengenai faktor yang mempengaruhi reksadana konvensional terlihat bahwa hanya IHSG dan SBI yang memberikan pengaruh signifikan pada alpha 5%. Faktor-faktor lainnya seperti Kurs dan Risiko tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap imbal hasil reksadana

konvensional itu sendiri yang didukung oleh uji t-stat yang dibawah nilai $|uji - T| \leq 2$, yaitu -0.680424 dan -1,505686.

Nilai F_{hitung} sebesar 70,74248 dan F_{tabel} sebesar 2,61 berarti $F_{hitung} > F_{tabel}$ dengan probabilita sebesar 0,000000 maka H_0 ditolak pada $\alpha = 5\%$. Hal ini berarti bahwa semua variabel independen yaitu koefisien regresi variabel IHSG, SBI, Kurs dan Risiko yang diperoleh signifikan.

Sedangkan model persamaan yang diperoleh untuk reksadana BNI Dana Fleksibel adalah:

$$\text{Imbal Hasil} = -0.068639 + 0.000297 \text{ IHSG} - 5.99E-05 \text{ Kurs} - 2.193618 \text{ SBI} - 0.000488 \text{ Risiko}$$

$$(-0.985934) \quad (3.893348) \quad (-1.980830) \quad (-2.259197) \quad (-0.876051)$$

Berdasarkan tabel diatas, didapatkan R^2 sebesar 68,76%. Hal ini berarti, semua variabel independen yaitu IHSG, SBI, Kurs dan Risiko secara bersama-sama mampu menerangkan pertumbuhan imbal hasil reksadana BNI Dana Fleksibel sebesar 68,76% sedangkan sisanya sebesar 31,24% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model. Atau dengan perkataan lain bahwa secara bersama-sama IHSG, SBI, Kurs dan Risiko mempengaruhi imbal hasil reksadana BNI Dana Fleksibel sebesar 68,76%.

Memperhatikan hasil penelitian mengenai faktor yang mempengaruhi reksadana konvensional terlihat bahwa hanya IHSG dan SBI yang memberikan pengaruh signifikan pada alpha 5%. Faktor-faktor lainnya seperti Kurs dan Risiko tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap imbal hasil reksadana syariah itu sendiri yang didukung oleh uji t-stat yang dibawah nilai $|uji - T| \leq 2$, yaitu -1,980830 dan 0,876051.

Nilai F_{hitung} sebesar 14,30757 dan F_{tabel} sebesar 2,61 berarti $F_{hitung} > F_{tabel}$ dengan probabilita sebesar 0,000003 maka H_0 ditolak pada $\alpha = 5\%$. Hal ini berarti bahwa semua variabel independen yaitu koefisien regresi variabel IHSG, SBI, Kurs dan Risiko yang diperoleh signifikan.

4.8 Analisa Ekonomi

4.8.1 Pengaruh IHSG, Suku Bunga dan Kurs terhadap Imbal Hasil Reksadana Syariah

Berdasarkan hasil test regresi linier berganda diatas, faktor-faktor yang mempengaruhi secara signifikan pada alpha 5% bagi reksa dana syariah adalah IHSG dan Kurs rupiah terhadap dollar AS. Sedangkan untuk variabel SBI dan risiko tidak memberikan pengaruh yang signifikan. SBI tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap imbal hasil reksadana syariah ini mengindikasikan adanya upaya memurnikan pelaksanaan prinsip syariah yang mengharamkan bunga bank. Meskipun demikian namun dari hasil regresi memperlihatkan hasil bahwa adanya hubungan yang berkorelasi negatif diantara keduanya hal ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa imbal hasil reksadana syariah berbanding terbalik dengan perubahan suku bunga dalam hal ini suku bunga SBI.

IHSG digunakan sebagai parameter yang menggambarkan perubahan kondisi ekonomi dan politik yang terjadi di dalam negeri. Perubahan yang terjadi akan tergambarkan dengan naik turunnya IHSG jika terjadi keputusan atau kebijakan baru yang dikeluarkan oleh pemerintah dalam dunia ekonomi dan politik maka akan mendapatkan respon baik itu positif maupun negatif dari investor yang kemudian akan berdampak pada menguat atau melemahnya IHSG.

Jika IHSG melemah maka akan menyebabkan investor mengalihkan dananya dari pasar modal ke pasar uang untuk sementara waktu dengan harapan hasil yang diperoleh investor akan lebih optimal. Sebaliknya apabila IHSG menguat maka investor akan menginvestasikan atau menambah nilai investasinya di pasar modal karena mengharapkan hasil yang tinggi. Dengan demikian, apabila IHSG melemah maka bisa dipastikan nilai dari imbal hasil reksadana syariah pun akan ikut turun. Karena seperti diketahui bahwa komposisi reksadana yang diteliti yaitu jenis campuran, memiliki porsi terbesarnya adalah untuk saham.

Manajer Investasi yang mengelola reksadana syariah akan menginvestasikan dana kelolaannya hanya pada saham-saham yang telah melalui penyaringan oleh pihak DSN yang tercermin pada Jakarta Islamic Indeks (JII). Dimana saham-

saham yang tergabung dalam JII ini sebagian besar merupakan saham yang juga tergabung dalam LQ-45 atau sejumlah 45 saham terbaik dalam memberikan keuntungan. Dengan demikian, karena JII dan LQ-45 adalah bagian dari IHSG, maka apabila terjadi penurunan nilai dari IHSG juga akan memberikan dampak penurunan dari saham-saham yang tergabung dalam JII dan LQ-45.

Perubahan nilai tukar rupiah terhadap dollar mencerminkan adanya perubahan transaksi pembayaran luar negeri atau transaksi yang berkaitan dengan valuta dollar. Namun seiring dengan semakin meningkatnya cadangan devisa pada Bank Indonesia dan terakhir mencapai 51 Milyar US Dollar pada Juni 2007 serta surplus Neraca Pembayaran Indonesia pada yang periode yang sama sebesar 3,7 milyar Dollar US, maka volatilitas pergerakan nilai tukar rupiah terhadap dollar dapat dikendalikan dengan lebih baik, hal ini tercermin dari sempitnya jarak antara kurs terendah dan tertinggi yang menandakan stabilnya pergerakan nilai tukar rupiah.

Secara teori dikatakan bahwa imbal hasil reksadana akan menunjukkan perkembangan yang seimbang dengan perkembangan nilai tukar mata uang dimana investasi tersebut berada. Atau dengan kata lain bahwa apabila nilai kurs mata uang dinegara tersebut berada meningkat maka akan diimbangi dengan kenaikan kondisi pasar modal dalam negeri tersebut sehingga menyebabkan peningkatan pada imbal hasil reksadana syariah.

Namun ternyata setelah dilakukan penelitian pada kedua jenis reksadana syariah didapatkan hasil bahwa antara reksadana syariah dan nilai kurs memiliki hubungan berkebalikan. Hal ini memang dimungkinkan karena dengan semakin tinggi nilai kurs akan memberikan dampak negatif bagi investor apalagi dengan adanya efek domino dari kenaikan harga minyak dunia sehingga para investor panik dan melakukan aksi ambil untung. Dengan keadaan tersebut bisa dipastikan bahwa saham-saham perusahaan yang banyak mengkonsumsi minyak industri tentu akan mengalami peluruhan harga. Yang tentunya akan berimbas dengan menurunnya imbal hasil reksadana syariah bagi investor.

Imbal hasil reksadana syariah yang secara teoritis dipengaruhi oleh tingkat bagi hasil, namun pada kesempatan penelitian ini dimana pengujian dilakukan terhadap 2 reksadana berjenis campuran yaitu Mandiri Investa Syariah Berimbang

dan BNI DanaPlus Syariah yang masing-masing dikelola oleh perusahaan Mandiri Manajemen Investasi dan BNI Sekuritas dengan faktor yang mempengaruhi adalah IHSG, SBI, Kurs dan risiko, untuk rentang waktu pengujian Maret 2005 sampai dengan November 2007, didapat hasil bahwa faktor yang signifikan mempengaruhi imbal hasil reksadana syariah adalah IHSG dan Kurs.

4.8.2 Pengaruh IHSG, Suku Bunga dan Kurs terhadap Imbal Hasil Reksadana Konvensional

Pasar modal sangat berpengaruh terhadap variabel bebas suku bunga karena sebagian besar menggunakan instrumen suku bunga sebagai sarana yang dapat menarik dana yang ada di masyarakat. Jika Bank Indonesia menaikkan tingkat suku bunga maka sudah dapat dipastikan investor akan memindahkan dananya bukan lagi pada saham tapi ke sarana investasi perbankan untuk mendapatkan hasil dari tingkat suku bunga deposito. Yang tentunya akan berdampak pada penurunan imbal hasil reksadana konvensional. Sebaliknya, melihat dari Komitmen Bank Sentral menurunkan BI *Rate* ke arah satu digit dan kerja keras pemerintah menurunkan tingkat inflasi menjadi satu digit, memberi sentimen positif bagi para pelaku pasar modal sehingga beberapa kali IHSG menciptakan rekor barunya dan menjadi salah satu Bursa Efek yang memiliki kinerja terbaik di Asia Tenggara dan bahkan dunia. Hal ini memberikan dampak pada meningkatnya imbal hasil reksadana konvensional. Sehingga sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan bahwa antara imbal hasil reksadana konvensional dan suku bunga memiliki hubungan yang negatif untuk masing-masing reksadana dan sangat signifikan nilainya dengan didukung oleh nilai uji t-stat yang diatas nilai $|uji - T| > 2$.

Perubahan kebijakan ekonomi politik dapat cepat berubah dari waktu ke waktu dan sangat mempengaruhi kinerja pasar modal dalam negeri dan perusahaan telah ter *listing* di bursa sekaligus. Melihat IHSH yang terus meningkat selama 2 tahun terakhir, hal ini terjadi karena sinyal dan kebijakan yang jelas mengenai arah pembangunan di bidang perekonomian. Dengan demikian hal tersebut dapat mempengaruhi harga sekuritas yang kemudian

tentunya akan mempengaruhi portofolio yang dimiliki reksadana. Perubahan-perubahan yang terjadi bisa sangat cepat pengaruhnya terhadap imbal hasil reksadana hal ini terkait dengan tingkat sensitivitas reksadana tersebut dengan perubahan yang terjadi. Dalam penelitian ini didapatkan pengaruh positif yang kuat antara perubahan IHSG dan imbal hasil reksadana konvensional sehingga apabila pemerintah mengeluarkan kebijakan yang kurang mendukung dari segi ekonomi maka tentunya akan direspon negatif oleh para investor. Dengan demikian, tentunya para investor akan menarik dana yang ditanamkan pada pasar modal yang mengakibatkan menurunnya nilai IHSG. Yang dapat dipastikan akan terjadi penurunan pula pada imbal hasil reksadana konvensional.

Imbal hasil reksadana konvensional yang secara teoritis dipengaruhi oleh tingkat suku bunga, namun pada kesempatan penelitian ini dimana pengujian dilakukan terhadap 2 reksadana konvensional berjenis campuran yaitu Mandiri Investa Aktif dan BNI Dana Fiksibel yang masing-masing dikelola oleh perusahaan Mandiri Manajemen Investasi dan BNI Sekuritas dengan faktor yang mempengaruhi adalah IHSG, SBI, Kurs dan risiko, untuk rentang waktu pengujian Maret 2005 sampai dengan November 2007, didapat hasil bahwa faktor yang signifikan mempengaruhi imbal hasil reksadana syariah adalah IHSG dan Suku Bunga SBI.

BAB V

SIMPULAN DAN SARAN

5.1 SIMPULAN

Berdasarkan penelitian dapat ditarik beberapa kesimpulan yaitu sebagai berikut:

1. IHSG pada Bursa Efek Jakarta dan Kurs rupiah terhadap dollar US memiliki pengaruh yang signifikan pada $\alpha = 5\%$ terhadap imbal hasil reksadana syariah, sementara suku bunga SBI dan Risiko tidak mempengaruhi secara signifikan pada $\alpha = 5\%$.

Pada reksadana konvensional terlihat hanya IHSG dan suku bunga SBI yang memiliki pengaruh signifikan pada $\alpha = 5\%$. Sedangkan Kurs Rupiah terhadap Dollar US tidak memberikan pengaruh secara signifikan.

Berdasarkan hasil pengujian tersebut, terlihat bahwa pada alpha 5% terdapat satu faktor yang sama-sama secara signifikan mempengaruhi reksadana syariah dan konvensional yaitu IHSG pada Bursa Efek Jakarta.

Suku bunga SBI yang secara teoritis mempengaruhi reksadana konvensional dan tidak berpengaruh pada reksadana syariah dengan korelasi negatif ternyata terbukti.

2. Memperhatikan hasil dari reksadana syariah Mandiri Investa Syariah Berimbang dan BNI DanaPlus Syariah masing-masing memiliki $R^2 = 0,6591$ dan $0,6215$ berarti semua variabel bebas yang diuji yaitu IHSG, SBI, Kurs Rupiah terhadap Dollar US dan Risiko secara bersama-sama memberikan pengaruh sebesar 65,91% dan 62,15% terhadap imbal hasil reksadana syariah. Sedangkan sisanya sebesar 34,09% dan 37,85% diterangkan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan kedalam model.

Variabel bebas yang diuji terhadap kedua reksadana konvensional yaitu Mandiri Investa Aktif dan BNI Dana Fleksibel secara bersama-sama mampu mempengaruhi sebesar masing-masing $R^2 = 0,5158$ dan

0,6876 atau sebesar 51,58% dan 68,76%. Sedangkan sisanya diterangkan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan kedalam model.

3. Secara teori seharusnya potensi risiko yang terjadi pada reksadana syariah lebih besar daripada risiko konvensional. Karena dengan semakin banyaknya instrumen investasi yang dapat dipilih oleh Manajer Investasi dalam membentuk portofolio reksadana konvensional tentunya akan lebih dapat menyebarkan risikonya. Tidak demikian dengan reksadana syariah, dengan terbatasnya instrumen investasi yang dimiliki sehingga seharusnya memiliki potensi risiko yang lebih besar. Namun setelah dilakukan penelitian, didapatkan hasil bahwa potensi risiko yang terjadi pada reksadana syariah dengan tingkat kepercayaan 95 persen ternyata lebih rendah daripada risiko yang terjadi pada reksadana konvensional untuk jangka waktu 1 bulan kedepan. Hal ini disebabkan oleh faktor tidak terimbangnya reksadana syariah terhadap fluktuasi naik turunnya suku bunga yang dijadikan dasar oleh reksadana konvensional. Dan juga adanya kemungkinan investor reksadana syariah lebih loyal dalam menginvestasikan dananya, karena mereka tidak hanya mencari hasil investasi yang tinggi namun juga kehalafan dari investasinya.

5.2 SARAN

Saran-saran yang dapat peneliti berikan untuk investor atau masyarakat pemodal dan peneliti lain yang ingin melakukan penelitian dengan topik yang sama yaitu adalah sebagai berikut:

1. Untuk masyarakat pemodal atau investor

Dalam mengambil keputusan untuk melakukan investasi pada reksadana baik itu syariah maupun konvensional selain melihat pada nilai NAB nya yang mencerminkan imbal hasil reksadana, sebaiknya juga memperhatikan faktor-faktor yang mempengaruhinya antara lain adalah keadaan pasar modal yang tercermin pada Indeks Harga Saham Gabungan, tingkat suku bunga, dan juga kurs rupiah terhadap dollar US. Karena berdasarkan penelitian ini ketiga faktor tersebut signifikan mempengaruhi pertumbuhan

imbal hasil reksadana konvensional dan syariah secara bersama-sama. Hal lain yang tidak kalah pentingnya untuk diperhatikan adalah faktor-faktor internal seperti kemampuan Manajer Investasi dalam mengolah portofolio investasinya dan juga besaran kelolaan yang akan dicapainya.

2. Untuk peneliti selanjutnya

Penelitian ini masih perlu perbaikan untuk kesempurnaan di masa depan dengan tingkat keakuratan yang mendekati sempurna. Bagi peneliti yang berkeinginan untuk melakukan penelitian terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi pertumbuhan imbal hasil reksadana konvensional dan syariah disarankan untuk menambah lagi faktor eksternal selain dari yang sudah diteliti. Dan juga bisa membandingkan apakah faktor eksternal atau internal yang lebih mempengaruhi terhadap imbal hasil reksadana tersebut. Kemudian, perlu dilakukan penambahan periode yang dipakai sehingga bisa dibandingkan kondisi pertumbuhan imbal hasil pada saat ekonomi stabil dan dalam keadaan yang sedang bergejolak.

DAFTAR REFERENSI

- Al-Qur'an dan Terjemahnya, Departemen Agama Republik Indonesia
- Achsien, H. Iggi, 2003, *Investasi Syariah di Pasar Modal: Menggugah konsep dan Praktik Manajemen Portfolio Syariah*, Jakarta, PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Asyari, Mohamad Hasyim, 2004, *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Pembiayaan Perbankan Syariah*. Tesis. Pasca Sarjana, Universitas Indonesia. Jakarta
- Bakri, Syahrul, 2004, *Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Harga Saham (Studi Kasus Perusahaan-perusahaan Jakarta Islamic Index periode Januari 2001- Desember 2001)* Tesis, Jakarta, Pascasarjana KTTI-UI.
- Blanchard, Oliver, 2002, *Macro Economics, New York, Prentice Hall*.
- Chapra, Umer, 2000, *Sistem Moneter Islam*, Jakarta, Gema Insani Press
- Delorenzo, Yusuf Tala, *Shariah Supervision of Islamic Mutual Funds (Makalah yang disampaikan pada 4th Annual Harvard Forum on Islamic Finance)*.
- Firdaus, Muhammad dkk, 2005, *Investasi Halal di Reksadana Syariah*, Jakarta, Renaisan.
- Fitriyani, Azizah, 2004, *Analisis Risiko Pasar Atas Investasi Reksadana PNM Syariah Tahun 2003-2004 dengan model VaR (Tesis)*, Jakarta, Pascasarjana, KTTI-UI.
- FE-UI, *Modul Basic Econometric*, Laboratorium Komputasi
- Husnan, Suad, 1998, *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas, Yogyakarta, Unit Penerbit dan Percetakan (UPP) AMP YKPN*
- Huda, Nurul dan Mustafa Edwin Nasution, 2007, *Investasi Pada Pasar Modal Syariah*, Kencana, Jakarta.
- Karim, Adiwarmam A., 2001, *Ekonomi Islam Suatu Kajian Kontemporer*, Gema Insani Press, Jakarta.
- Keynes, John M, *The General Theory*, 1936, dikutip oleh Bernstein Peter L, *Stock Market Risk in a Post Keynesian World Journal of Post Keynesian Economic*, 1998.

- Kumpulan Fatwa Dewan Syariah Nasional, 2003. Majelis Ulama Indonesia, Edisi Kedua,
- Levin, Richard I. Dan Rubin, David S. , 1998, *Statistics for Management*, Seventh edition , Prentice-Hall International, Inc
- Mankiw, N, 2001, Gregory..*Principle of Economics*. Second Edition. Harcourt College Publishers. United States of America
- Muhammad, 2005, *Ekonomi Mikro dalam Perspektif Islam*, Cetakan Pertama, BPFE-Yogyakarta
- Muslich, Muhammad, 2007, *Manajemen Risiko Operasional: Teori & Praktek*. Cetakan Pertama, Bumi Aksara, Jakarta.
- Mustofa, Amir, 2004, *Analisis Pengaruh Pertumbuhan GDP, Spread Tingkat Bunga dan Spread Kurs Dollar Amerika terhadap Profitabilitas Bank Muamalat Indonesia, Bank BNI dan Bank Bukopin*. Tesis. Pasca Sarjana, Universitas Indonesia. Jakarta
- Nacrowi & Hardius Usman, 2006, *Pendekatan Populer Dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dengan SPSS dan Eviews*. FEUL Jakarta
- Nasution, Mustafa Edwin dkk. 2006. *Pengenalan Eksklusif Ekonomi Islam*. Edisi Pertama, cetakan Pertama, Kencana Prenada Media Group, Jakarta
- Pindyck, Robert S dan Rubinfeld, Daniel L.. 2005. *Microeconomics*. Sixth edition, Prentice-Hall International, Inc
- Psktti-UI. Buku Pedoman Mahasiswa
- Pontjowinoto, P. Iwan, 1997, *Yang Perlu Diketahui Pemodal Tentang Reksadana: Bunga Rampai Reksdana*. Balai Pustaka, Jakarta.
- Raharjo, Supto, 2004, *Panduan Investasi Reksadana-Pilihan Bijak Berinvestasi dan Mengembangkan Dana*. PT. Elex Media Komputindo. Jakarta
- Rosita, Ita, 2004, *Pembiayaan Masyarakat dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya*. Tesis. Pasca Sarjana, Universitas Indonesia. Jakarta,.
- Sekaran, Uma, 2000, *Research Methods for Business*, Third Edition, John Wiley & Sons, Inc.
- Siamat, Dahlan, 2001, *Manajemen Lembaga Keuangan*, Jakarta, FE-UI
- Salvator, Dominic dan Eugene A. Divlio, 1997, *Prinsip-prinsip Ekonomi*, Jakarta, Erlangga

Tamanni, Luqyan, 2003, *Memberdayakan Umat Lewat Rekadana Syariah*, Tazkiaonline.com.

Tandelilin, Eduardus, 2001, *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, Yogyakarta, BPFE

Yasni, M. Gunawan, 2002, Majalah Modal No.1/1 November 2002. Investasi

www.bapepam.go.id.

www.bi.go.id



Universitas Indonesia

data awal

ihsg	sbi	kurs	investa aktif	inv sy berimbang	dana fleksibel	danapius syariah
1,080.17	0.0744	9,480	0	0	0	0
1,029.61	0.0770	9,570	-0.01873	0.00890	0.00372	0.00983
1,088.17	0.0795	9,495	0.04658	0.00887	0.03888	0.01197
1,122.38	0.0825	9,713	0.04602	0.00672	0.00843	0.01039
1,182.30	0.0849	9,819	0.03253	0.00659	0.00659	0.00923
1,050.09	0.0951	10,240	-0.08082	-0.01062	-0.10855	-0.01291
1,079.28	0.1000	10,310	0.00039	-0.08344	-0.02937	-0.07093
1,066.22	0.1100	10,090	-0.00165	-0.00329	0.01208	0.00701
1,096.64	0.1225	10,035	0.02401	0.00133	0.01375	0.00813
1,162.64	0.1275	9,830	0.04941	0.01880	0.01004	0.01635
1,232.32	0.1275	9,395	0.04884	0.04114	0.01029	0.01864
1,230.66	0.1274	9,230	0.00340	0.03680	0.01895	0.02810
1,322.97	0.1273	9,075	0.05674	0.02615	0.05505	0.03915
1,464.41	0.1274	8,775	0.09596	0.08548	0.05584	0.05659
1,330.00	0.1250	9,220	-0.08613	-0.02611	-0.09232	-0.03577
1,310.26	0.1250	9,300	-0.01362	0.00598	0.00768	-0.00405
1,351.65	0.1225	9,115	0.03805	0.03373	0.02616	0.02867
1,431.26	0.1175	9,146	0.05540	0.03287	0.03528	0.00759
1,534.62	0.1125	9,281	0.05706	0.02233	0.04390	0.02458
1,582.63	0.1075	9,156	0.03689	0.02120	0.01061	0.00744
1,718.96	0.1025	9,211	0.04539	0.04757	-0.01496	-0.00935
1,805.52	0.0975	9,065	0.04514	0.03300	0.03661	0.02232
1,757.26	0.0950	9,135	-0.02109	0.00426	-0.02004	-0.01392
1,740.97	0.0925	9,206	-0.02148	0.01285	0.00636	0.01507
1,830.92	0.0900	9,164	0.03227	0.03199	0.02104	0.02169
1,999.17	0.0900	9,128	0.06481	0.04754	0.07641	0.05110
2,084.32	0.0875	8,872	0.05153	0.02335	0.00522	0.00194
2,139.28	0.0850	9,099	0.03206	0.02174	-0.02696	0.02940
2,348.67	0.0825	9,232	0.07327	0.03320	0.01004	0.06775
2,194.34	0.0825	9,457	-0.05009	0.00930	-0.08508	-0.07544
2,359.21	0.0825	9,183	0.06502	0.05772	0.01816	0.07341
2,643.49	0.0825	9,149	0.11029	0.09761	0.11697	0.04134
2,688.33	0.0825	9,423	0.00647	0.03176	0.05104	-0.00194

risk inv aktif	risk inv sy berimbang	risk dana fleksibel	risk danaplusvariabel
75.34	54.69	116.5996136	59.80520532
73.94	55.18	117.0346281	60.39584625
77.46	55.67	121.6745334	61.12303608
81.11	56.05	122.7047915	61.76133525
83.79	56.42	123.5164193	62.33430515
77.29	55.82	110.8111502	61.53482472
77.32	51.35	107.6035733	57.32108631
77.19	51.18	108.9108631	57.72430718
79.07	51.25	110.420311	58.19553476
83.07	52.23	111.5344274	59.15512546
87.23	54.42	112.6874779	60.26786513
87.53	56.46	114.8438321	61.98516635
92.64	57.95	121.3435929	64.4601841
101.97	63.13	128.3120612	68.21286917
93.55	61.50	116.9964427	65.81603436
92.29	61.87	117.8986673	65.54989787
95.86	63.99	121.0238835	67.45622762
101.33	66.13	125.3695362	67.97029406
107.28	67.62	130.996273	69.66189397
111.31	69.07	132.3941596	70.18238624
116.48	72.44	130.4279838	69.52909347
121.85	74.87	135.2917606	71.09860259
119.31	75.19	132.6075488	70.11545051
116.77	76.16	133.4536183	71.17999644
120.60	78.63	136.2913206	72.74093779
128.68	82.46	147.1142721	76.55466825
135.48	84.41	147.8839708	76.70353332
139.90	86.27	143.9501218	78.99219999
150.54	89.18	145.4026659	84.5296595
143.18	90.01	133.5434664	78.38710094
152.80	95.36	135.9903295	84.35776853
170.62	105.14	152.86455	87.91821417
171.72	108.53	160.8700151	87.74739417

Uji unit root test

Null Hypothesis: INVSYBERIMBG has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.014804	0.0040
Test critical values: 1% level	-3.653730	
5% level	-2.957110	
10% level	-2.617434	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: DNPLSSYARIAH has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.592145	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.653730	
5% level	-2.957110	
10% level	-2.617434	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: INVAKTIF has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.159007	0.0002
Test critical values: 1% level	-3.661661	
5% level	-2.960411	
10% level	-2.619160	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: DNFLKSBL has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 3 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.764827	0.0081
Test critical values: 1% level	-3.679322	
5% level	-2.967767	
10% level	-2.622989	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: IHSG has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.558719	0.0001
Test critical values: 1% level	-3.653730	
5% level	-2.957110	
10% level	-2.617434	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: KURS has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.538861	0.0004
Test critical values: 1% level	-3.653730	
5% level	-2.957110	
10% level	-2.617434	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: SBI has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.949023	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.661661	
5% level	-2.960411	
10% level	-2.619160	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: RISKDNFLKSBL has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.091928	0.0001
Test critical values: 1% level	-3.653730	
5% level	-2.957110	
10% level	-2.617434	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: RISKDNPLSSYARIAH has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 2 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.602619	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.670170	
5% level	-2.963972	
10% level	-2.621007	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: RISKINVAKTIF has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)

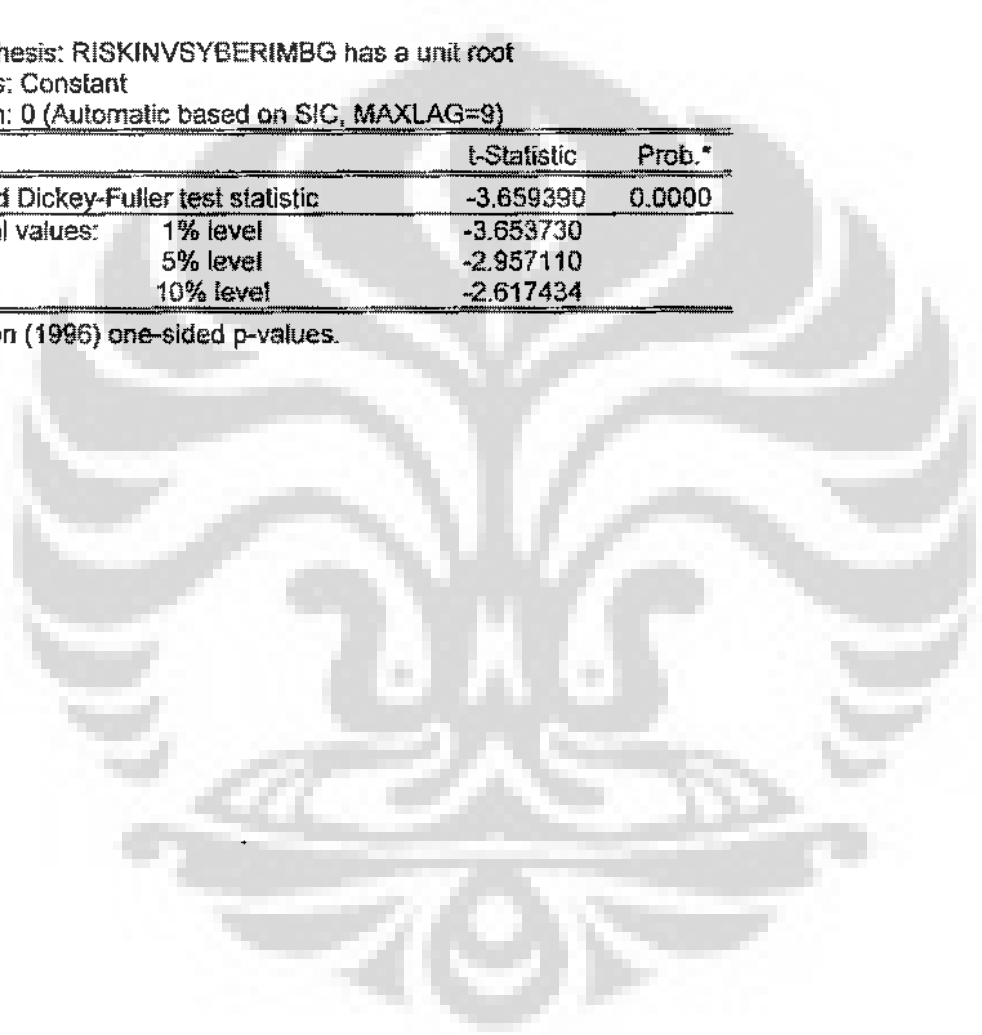
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.469787	0.0008
Test critical values: 1% level	-3.653730	
5% level	-2.957110	
10% level	-2.617434	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

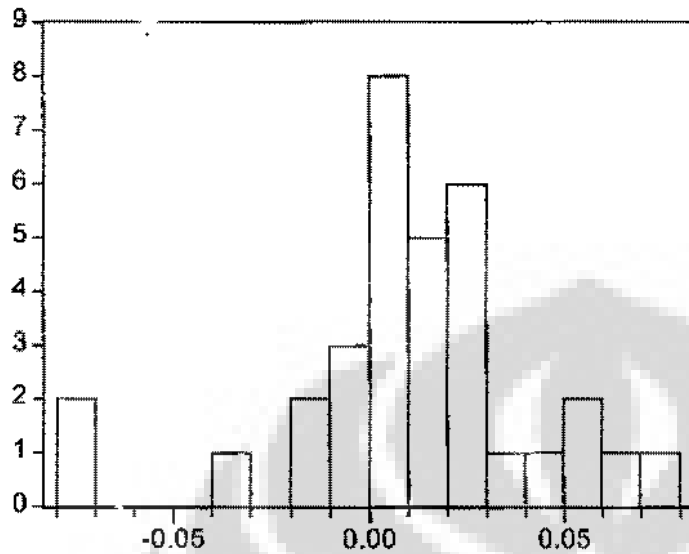
Null Hypothesis: RISKINVSYBERIMBG has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.659390	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.653730	
5% level	-2.957110	
10% level	-2.617434	

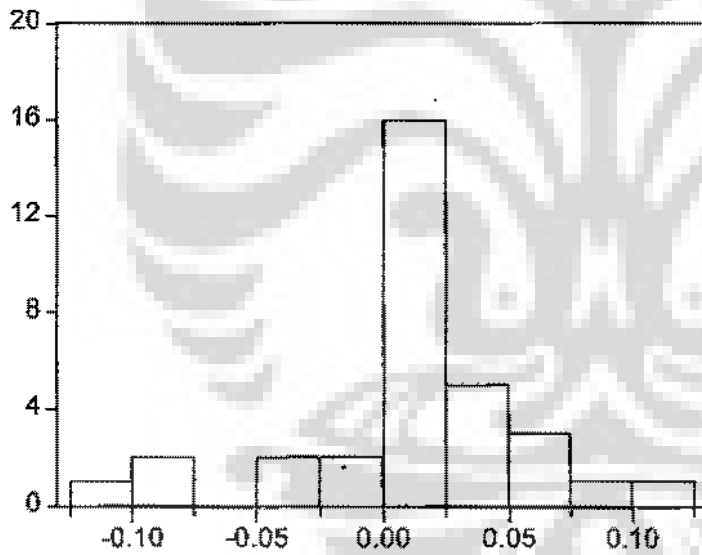
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.



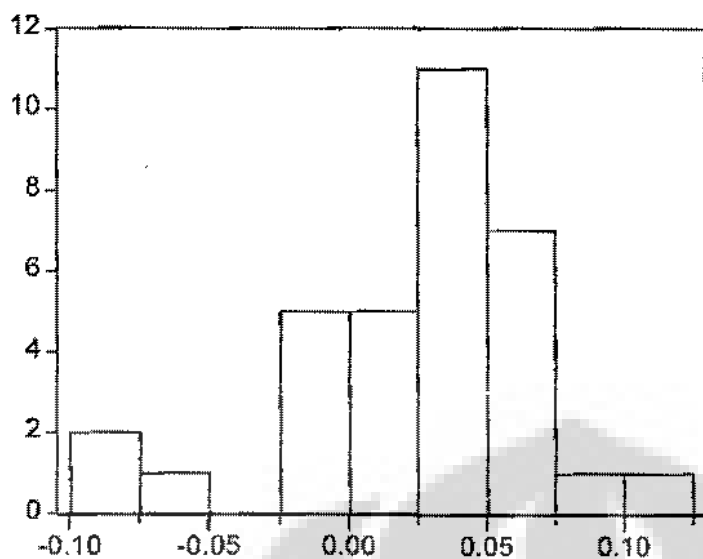
Uji Normalitas Data



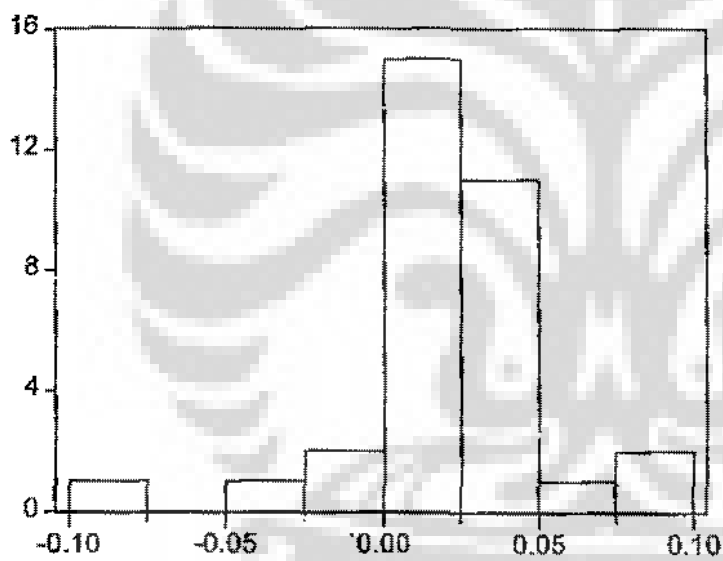
Series: DPLUSYARIAH	
Sample 2005:03 2007:11	
Observations 33	
Mean	0.011617
Median	0.010389
Maximum	0.073408
Minimum	-0.075443
Std. Dev.	0.031921
Skewness	-0.728006
Kurtosis	4.429989
Jarque-Bera	5.726656
Probability	0.057078



Series: DFLEKSIBEL	
Sample 2005:03 2007:11	
Observations 33	
Mean	0.009753
Median	0.010285
Maximum	0.116968
Minimum	-0.108547
Std. Dev.	0.044633
Skewness	-0.651903
Kurtosis	4.525515
Jarque-Bera	5.537268
Probability	0.062748



Series: INVAKTIF	
Sample 2005:03 2007:11	
Observations 33	
Mean	0.024967
Median	0.036895
Maximum	0.110292
Minimum	-0.086135
Std. Dev.	0.044890
Skewness	-0.695271
Kurtosis	3.331828
Jarque-Bera	2.810114
Probability	0.245353



Series: INVSYBERIMBG	
Sample 2005:03 2007:11	
Observations 33	
Mean	0.020768
Median	0.021735
Maximum	0.097608
Minimum	-0.083443
Std. Dev.	0.031260
Skewness	-0.496318
Kurtosis	6.085558
Jarque-Bera	14.44575
Probability	0.000730

Hasil Regresi

Dependent Variable: DFLEKSIBEL				
Method: Least Squares				
Date: 12/28/07 Time: 21:01				
Sample(adjusted): 2005:05 2007:11				
Included observations: 33				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IHSG	0.000297	7.64E-05	3.893348	0.0006
SBI	-2.193618	0.746993	-2.259197	0.0375
KURS	-5.99E-05	3.02E-05	-1.980830	0.0083
RISKDNFLKSBL	0.000488	0.000558	0.876051	0.0090
C	-0.068639	0.069618	-0.985934	0.3333
R-squared	0.687614	Mean dependent var		0.010262
Adjusted R-squared	0.669554	S.D. dependent var		0.046046
S.E. of regression	0.027645	Akaike info criterion		-4.192078
Sum squared resid	0.019870	Schwarz criterion		-3.960790
Log likelihood	69.97722	F-statistic		14.30757
Durbin-Watson stat	1.989996	Prob(F-statistic)		0.000003

Dependent Variable: DPLUSYARIAH				
Method: Least Squares				
Date: 12/28/07 Time: 21:02				
Sample(adjusted): 2005:05 2007:11				
Included observations: 33				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IHSG	0.000206	6.19E-05	3.327670	0.0026
KURS	-3.29E-05	2.55E-05	-2.292174	0.0077
SBI	-0.203938	0.605910	-0.336582	0.7391
RISKDPLUSYA	0.000231	0.000682	1.338206	0.7379
C	-0.015058	0.046075	-0.326816	0.7464
R-squared	0.659150	Mean dependent var		0.012050
Adjusted R-squared	0.641326	S.D. dependent var		0.032896
S.E. of regression	0.023462	Akaike info criterion		-4.520220
Sum squared resid	0.014312	Schwarz criterion		-4.288932
Log likelihood	75.06341	F-statistic		8.244229
Durbin-Watson stat	2.041840	Prob(F-statistic)		0.000196

Dependent Variable: INVAKTIF				
Method: Least Squares				
Date: 12/28/07 Time: 21:02				
Sample(adjusted): 2005:05 2007:11				
Included observations: 33				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IHSG	0.000425	3.61E-05	11.76061	0.0000
KURS	-3.99E-05	1.49E-05	-0.680424	0.0226
SBI	-0.303540	0.357398	-2.849306	0.0035
RISKINVAKTIF	-0.000183	0.000122	-1.505886	0.1442
C	0.024483	0.012894	1.898855	0.0687
R-squared	0.515849	Mean dependent var		0.027182
Adjusted R-squared	0.502903	S.D. dependent var		0.045386
S.E. of regression	0.014143	Akaike info criterion		-5.532567
Sum squared resid	0.005200	Schwarz criterion		-5.301279
Log likelihood	90.75479	F-statistic		70.74248
Durbin-Watson stat	2.015850	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: INVSYBERIMBG				
Method: Least Squares				
Date: 12/28/07 Time: 21:03				
Sample(adjusted): 2005:05 2007:11				
Included observations: 33				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IHSG	0.000119	4.56E-05	2.601458	0.0151
KURS	-5.24E-05	2.27E-05	-2.308607	0.0292
SBI	-0.781774	0.600191	-1.302543	0.0042
RISKINVSYR	0.000612	0.000237	1.587320	0.0156
C	-0.027302	0.017339	-1.574586	0.1274
R-squared	0.621528	Mean dependent var		0.021821
Adjusted R-squared	0.623302	S.D. dependent var		0.031971
S.E. of regression	0.021127	Akaike info criterion		-4.729806
Sum squared resid	0.011605	Schwarz criterion		-4.498518
Log likelihood	78.31199	F-statistic		10.67434
Durbin-Watson stat	2.113375	Prob(F-statistic)		0.000030

Lampiran Hasil Pengujian Back Testing

no	reksadana	NAB	alpha (5%)	std deviasi	t=1	risk matrices	prediksi	selisih
31-Mar-05	investa aktif	1000.4	1.6449	0.04489	1	73.87	-	-
29-Apr-05	investa aktif	981.86	1.6449	0.04489	1	72.50	927.9	53.94
31-May-05	investa aktif	1028.7	1.6449	0.04489	1	75.96	905.9	122.78
30-Jun-05	investa aktif	1077.1	1.6449	0.04489	1	79.53	949.1	127.98
29-Jul-05	investa aktif	1112.7	1.6449	0.04489	1	82.16	995.0	117.77
31-Aug-05	investa aktif	1026.4	1.6449	0.04489	1	75.79	1,037.0	(10.60)
30-Sep-05	investa aktif	1026.8	1.6449	0.04489	1	75.81	950.5	76.21
31-Oct-05	investa aktif	1025.1	1.6449	0.04489	1	75.69	951.1	74.00
30-Nov-05	investa aktif	1050	1.6449	0.04489	1	77.53	947.5	102.44
29-Dec-05	investa aktif	1103.2	1.6449	0.04489	1	81.46	968.5	134.64
30-Jan-06	investa aktif	1158.4	1.6449	0.04489	1	85.53	1,017.6	140.75
28-Feb-06	investa aktif	1162.3	1.6449	0.04489	1	85.82	1,072.5	89.76
29-Mar-06	investa aktif	1230.2	1.6449	0.04489	1	90.84	1,071.5	158.70
28-Apr-06	investa aktif	1354.1	1.6449	0.04489	1	99.98	1,130.2	223.87
31-May-06	investa aktif	1242.3	1.6449	0.04489	1	91.73	1,262.3	(20.02)
30-Jun-06	investa aktif	1225.5	1.6449	0.04489	1	90.49	1,151.8	73.68
31-Jul-06	investa aktif	1273	1.6449	0.04489	1	94.00	1,131.5	141.53
31-Aug-06	investa aktif	1345.5	1.6449	0.04489	1	99.35	1,173.7	171.86
29-Sep-06	investa aktif	1424.6	1.6449	0.04489	1	105.19	1,240.4	184.20
31-Oct-06	investa aktif	1478.1	1.6449	0.04489	1	109.14	1,315.4	162.68
30-Nov-06	investa aktif	1546.7	1.6449	0.04489	1	114.21	1,363.9	182.84
28-Dec-06	investa aktif	1618.1	1.6449	0.04489	1	119.48	1,427.2	190.90
31-Jan-07	investa aktif	1584.4	1.6449	0.04489	1	116.99	1,501.2	83.22
28-Feb-07	investa aktif	1550.7	1.6449	0.04489	1	114.50	1,469.9	80.83
30-Mar-07	investa aktif	1601.6	1.6449	0.04489	1	118.26	1,432.4	169.11
30-Apr-07	investa aktif	1708.8	1.6449	0.04489	1	126.18	1,475.4	233.42
31-May-07	investa aktif	1799.2	1.6449	0.04489	1	132.85	1,575.9	223.22
29-Jun-07	investa aktif	1857.8	1.6449	0.04489	1	137.18	1,662.0	195.80
31-Jul-07	investa aktif	1999	1.6449	0.04489	1	147.61	1,710.2	288.85
31-Aug-07	investa aktif	1901.4	1.6449	0.04489	1	140.39	1,858.6	42.72
28-Sep-07	investa aktif	2029.1	1.6449	0.04489	1	149.83	1,751.5	277.57
31-Oct-07	investa aktif	2265.7	1.6449	0.04489	1	167.30	1,861.8	403.90
30-Nov-07	investa aktif	2280.4	1.6449	0.04489	1	168.38	2,097.3	183.08

Lampiran Hasil Pengujian Back Testing

no	reksadana	NAB	alpha (5%)	std devias	t=1	risk matrix	prediksi	selisih
31-Mar-05	inv syariah berimbang	1042.93	1.7859	0.03126	1	58.22	-	0.00
29-Apr-05	inv syariah berimbang	1052.25	1.7859	0.03126	1	58.74	984.19	68.06
31-May-05	inv syariah berimbang	1061.63	1.7859	0.03126	1	59.27	992.98	68.65
30-Jun-05	inv syariah berimbang	1068.79	1.7859	0.03126	1	59.67	1,001.96	66.83
29-Jul-05	inv syariah berimbang	1075.86	1.7859	0.03126	1	60.06	1,008.73	67.13
31-Aug-05	inv syariah berimbang	1064.5	1.7859	0.03126	1	59.43	1,016.43	48.07
30-Sep-05	inv syariah berimbang	979.28	1.7859	0.03126	1	54.67	1,009.83	(30.55)
31-Oct-05	inv syariah berimbang	976.06	1.7859	0.03126	1	54.49	924.79	51.27
30-Nov-05	inv syariah berimbang	977.36	1.7859	0.03126	1	54.56	921.50	55.86
29-Dec-05	inv syariah berimbang	995.91	1.7859	0.03126	1	55.60	921.76	74.15
30-Jan-06	inv syariah berimbang	1037.74	1.7859	0.03126	1	57.93	937.98	99.76
28-Feb-06	inv syariah berimbang	1076.64	1.7859	0.03126	1	60.11	977.63	99.01
29-Mar-06	inv syariah berimbang	1105.17	1.7859	0.03126	1	61.70	1,014.94	90.23
28-Apr-06	inv syariah berimbang	1203.8	1.7859	0.03126	1	67.20	1,037.97	165.83
31-May-06	inv syariah berimbang	1172.77	1.7859	0.03126	1	65.47	1,138.33	34.44
30-Jun-06	inv syariah berimbang	1179.81	1.7859	0.03126	1	65.87	1,106.90	72.91
31-Jul-06	inv syariah berimbang	1220.28	1.7859	0.03126	1	68.12	1,111.69	108.59
31-Aug-06	inv syariah berimbang	1261.06	1.7859	0.03126	1	70.40	1,149.88	111.18
29-Sep-06	inv syariah berimbang	1289.54	1.7859	0.03126	1	71.99	1,189.07	100.47
31-Oct-06	inv syariah berimbang	1317.17	1.7859	0.03126	1	73.53	1,216.01	101.16
30-Nov-06	inv syariah berimbang	1381.34	1.7859	0.03126	1	77.12	1,240.05	141.29
28-Dec-06	inv syariah berimbang	1427.68	1.7859	0.03126	1	79.70	1,301.64	126.04
31-Jan-07	inv syariah berimbang	1433.77	1.7859	0.03126	1	80.04	1,347.64	86.13
28-Feb-07	inv syariah berimbang	1452.32	1.7859	0.03126	1	81.08	1,352.69	99.63
30-Mar-07	inv syariah berimbang	1499.53	1.7859	0.03126	1	83.71	1,368.61	130.92
30-Apr-07	inv syariah berimbang	1572.54	1.7859	0.03126	1	87.79	1,411.74	160.80
31-May-07	inv syariah berimbang	1609.69	1.7859	0.03126	1	89.86	1,482.68	127.01
29-Jun-07	inv syariah berimbang	1645.06	1.7859	0.03126	1	91.84	1,517.85	127.21
31-Jul-07	inv syariah berimbang	1700.6	1.7859	0.03126	1	94.94	1,550.12	150.48
31-Aug-07	inv syariah berimbang	1716.49	1.7859	0.03126	1	95.83	1,604.77	111.72
28-Sep-07	inv syariah berimbang	1818.49	1.7859	0.03126	1	101.52	1,614.97	203.52
31-Oct-07	inv syariah berimbang	2004.94	1.7859	0.03126	1	111.93	1,706.56	298.38
30-Nov-07	inv syariah berimbang	2069.63	1.7859	0.03126	1	115.54	1,889.40	180.23

Lampiran Hasil Pengujian Back Testing

tanggal	reksadana	NAS	alpha (5%)	std deviasi	t=1	risk matrix	prediksi	selisih
31-Mar-05	dnplus syariah	1116.8	1.6449	0.031921	1	58.64	-	0.00
29-Apr-05	dnplus syariah	1127.9	1.6449	0.031921	1	59.22	1,057.62	70.25
31-May-05	dnplus syariah	1141.5	1.6449	0.031921	1	59.93	1,067.94	73.51
30-Jun-05	dnplus syariah	1153.4	1.6449	0.031921	1	60.56	1,080.89	72.48
29-Jul-05	dnplus syariah	1164.1	1.6449	0.031921	1	61.12	1,092.25	71.82
31-Aug-05	dnplus syariah	1149.1	1.6449	0.031921	1	60.34	1,103.73	45.41
30-Sep-05	dnplus syariah	1070.5	1.6449	0.031921	1	56.21	1,092.93	(22.48)
31-Oct-05	dnplus syariah	1078	1.6449	0.031921	1	56.60	1,013.85	64.13
30-Nov-05	dnplus syariah	1086.8	1.6449	0.031921	1	57.06	1,020.92	65.86
29-Dec-05	dnplus syariah	1104.7	1.6449	0.031921	1	58.00	1,028.78	75.92
30-Jan-06	dnplus syariah	1125.5	1.6449	0.031921	1	59.10	1,045.60	79.88
28-Feb-06	dnplus syariah	1157.6	1.6449	0.031921	1	60.78	1,064.70	92.85
29-Mar-06	dnplus syariah	1203.8	1.6449	0.031921	1	63.21	1,094.34	109.43
28-Apr-06	dnplus syariah	1273.9	1.6449	0.031921	1	66.89	1,136.88	136.97
31-May-06	dnplus syariah	1229.1	1.6449	0.031921	1	64.54	1,209.31	19.78
30-Jun-06	dnplus syariah	1224.1	1.6449	0.031921	1	64.27	1,164.82	59.30
31-Jul-06	dnplus syariah	1259.7	1.6449	0.031921	1	66.14	1,167.98	101.74
31-Aug-06	dnplus syariah	1269.3	1.6449	0.031921	1	66.65	1,193.07	76.25
29-Sep-06	dnplus syariah	1300.9	1.6449	0.031921	1	68.31	1,201.01	99.90
31-Oct-06	dnplus syariah	1310.6	1.6449	0.031921	1	68.82	1,232.09	78.54
30-Nov-06	dnplus syariah	1298.4	1.6449	0.031921	1	68.18	1,242.45	55.98
28-Dec-06	dnplus syariah	1327.7	1.6449	0.031921	1	69.72	1,228.71	99.03
31-Jan-07	dnplus syariah	1309.4	1.6449	0.031921	1	68.75	1,258.99	50.39
28-Feb-07	dnplus syariah	1329.3	1.6449	0.031921	1	69.80	1,239.58	89.68
30-Mar-07	dnplus syariah	1358.4	1.6449	0.031921	1	71.33	1,257.93	100.48
30-Apr-07	dnplus syariah	1429.6	1.6449	0.031921	1	75.07	1,283.34	146.29
31-May-07	dnplus syariah	1432.4	1.6449	0.031921	1	75.21	1,354.42	77.99
29-Jun-07	dnplus syariah	1475.2	1.6449	0.031921	1	77.46	1,354.95	120.20
31-Jul-07	dnplus syariah	1578.6	1.6449	0.031921	1	82.89	1,392.26	186.30
31-Aug-07	dnplus syariah	1463.9	1.6449	0.031921	1	76.86	1,501.70	(37.85)
28-Sep-07	dnplus syariah	1575.4	1.6449	0.031921	1	82.72	1,381.13	194.22
31-Oct-07	dnplus syariah	1641.8	1.6449	0.031921	1	86.21	1,489.14	152.70
30-Nov-07	dnplus syariah	1638.7	1.6449	0.031921	1	86.04	1,555.80	82.85

Lampiran 3 Hasil Pengujian Back Testing

no	reksadana	NAB	alpha (5%)	std deviasi	t=1	risk matrices	prediksi	selisih
31-Mar-05	dn fleksibel	1557.3	1.6449	0.044633	1	114.33	-	0.00
29-Apr-05	dn fleksibel	1563.1	1.6449	0.044633	1	114.76	1,442.53	120.57
31-May-05	dn fleksibel	1625.1	1.6449	0.044633	1	119.31	1,443.79	181.28
30-Jun-05	dn fleksibel	1638.8	1.6449	0.044633	1	120.32	1,504.75	134.08
29-Jul-05	dn fleksibel	1649.7	1.6449	0.044633	1	121.11	1,517.72	131.95
31-Aug-05	dn fleksibel	1480	1.6449	0.044633	1	108.66	1,541.01	(61.03)
30-Sep-05	dn fleksibel	1437.1	1.6449	0.044633	1	105.51	1,374.47	62.67
31-Oct-05	dn fleksibel	1454.6	1.6449	0.044633	1	106.79	1,330.35	124.25
30-Nov-05	dn fleksibel	1474.8	1.6449	0.044633	1	108.27	1,346.33	128.43
29-Dec-05	dn fleksibel	1489.6	1.6449	0.044633	1	109.36	1,365.40	124.24
30-Jan-06	dn fleksibel	1505	1.6449	0.044633	1	110.50	1,379.14	125.90
28-Feb-06	dn fleksibel	1533.8	1.6449	0.044633	1	112.61	1,392.43	141.41
29-Mar-06	dn fleksibel	1620.7	1.6449	0.044633	1	118.98	1,414.86	205.79
28-Apr-06	dn fleksibel	1713.7	1.6449	0.044633	1	125.82	1,494.83	218.89
31-May-06	dn fleksibel	1562.6	1.6449	0.044633	1	114.72	1,599.00	(36.41)
30-Jun-06	dn fleksibel	1574.6	1.6449	0.044633	1	115.61	1,446.98	127.66
31-Jul-06	dn fleksibel	1616.4	1.6449	0.044633	1	118.67	1,455.97	160.41
31-Aug-06	dn fleksibel	1674.4	1.6449	0.044633	1	122.93	1,493.45	180.97
29-Sep-06	dn fleksibel	1749.6	1.6449	0.044633	1	128.45	1,545.97	203.60
31-Oct-06	dn fleksibel	1768.2	1.6449	0.044633	1	129.82	1,619.75	148.49
30-Nov-06	dn fleksibel	1742	1.6449	0.044633	1	127.89	1,640.35	101.63
28-Dec-06	dn fleksibel	1806.9	1.6449	0.044633	1	132.66	1,609.32	197.62
31-Jan-07	dn fleksibel	1771.1	1.6449	0.044633	1	130.03	1,676.91	94.18
28-Feb-07	dn fleksibel	1782.4	1.6449	0.044633	1	130.86	1,640.23	142.16
30-Mar-07	dn fleksibel	1820.3	1.6449	0.044633	1	133.64	1,648.75	171.54
30-Apr-07	dn fleksibel	1964.8	1.6449	0.044633	1	144.25	1,676.04	288.80
31-May-07	dn fleksibel	1975.1	1.6449	0.044633	1	145.01	1,819.83	155.29
29-Jun-07	dn fleksibel	1922.6	1.6449	0.044633	1	141.15	1,833.97	88.61
31-Jul-07	dn fleksibel	1942	1.6449	0.044633	1	142.57	1,780.01	161.97
31-Aug-07	dn fleksibel	1783.6	1.6449	0.044633	1	130.95	1,811.03	(27.44)
28-Sep-07	dn fleksibel	1816.3	1.6449	0.044633	1	133.34	1,650.25	166.02
31-Oct-07	dn fleksibel	2041.6	1.6449	0.044633	1	149.89	1,666.38	375.26
30-Nov-07	dn fleksibel	2148.6	1.6449	0.044633	1	157.74	1,883.90	264.66