

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Teori Reksadana

2.1.1 Definisi Reksadana

Undang-undang nomor 8 tahun 1995 pasal 1 ayat 27 tentang Pasar Modal menyebutkan bahwa reksadana merupakan kumpulan dana dari masyarakat pemodal (investor) yang kemudian diinvestasikan lagi oleh manajer investasi dalam bentuk portofolio efek (portofolio investasi) yang dapat berbentuk saham, obligasi, deposito, dan jenis instrumen lainnya. Secara umum, reksadana adalah suatu kumpulan dana dari masyarakat, pihak pemodal, atau pihak investor untuk kemudian dikelola oleh manajer investasi dan diinvestasikan pada berbagai jenis portofolio investasi efek atau produk keuangan lainnya.

Seorang investor yang ingin berinvestasi di reksadana, dapat menitipkan dananya untuk dikelola oleh manajer investasi. Sebagai buktinya, manajer investasi akan memberikan bukti penanaman modal oleh investor. Bukti ini dinamakan “unit penyertaan” yang diterbitkan oleh manajer investasi tersebut. Manajer investasi akan menginvestasikan dana tersebut pada portofolio yang telah dibentuk berdasarkan kebijakan investasi yang telah dibentuknya sendiri. Untuk mengetahui keuntungan atau kerugian investasi di reksadana, investor akan mendapatkan informasi dari Nilai Aktiva Bersih (NAB) reksadana yang dipilihnya.

Manajer investasi adalah pihak yang memiliki bidang usaha dalam pembentukan dan pengelolaan portofolio. Manajer investasi tidak diizinkan memegang atau menyimpan aset efek. Aset ini disimpan oleh lembaga kustodian yang biasanya berbentuk bank umum di mana tanggung jawabnya adalah melindungi kepentingan investor sebagai pemegang Unit Penyertaan.

2.1.2 Manfaat Reksadana

Akbar (2007) menyebutkan bahwa individu yang mempunyai niat berinvestasi, pada dasarnya mengacu pada satu hal, yaitu keuntungan (*profit*). Akbar (2007) juga memaparkan beberapa manfaat berinvestasi di reksadana:

- Dikelola oleh manajer investasi yang berpengalaman

Reksadana merupakan instrumen investasi yang dikelola oleh profesional yang mempunyai pengalaman kerja dan latar belakang pendidikan dari para manajer investasi yang kompeten, yang akan mendukung pola kerja untuk memberikan hasil investasi yang maksimal dan aman.

- Jumlah dana investasi yang relatif kecil

Reksadana dapat membantu calon investor yang memiliki hambatan dana untuk berinvestasi di pasar modal sebab reksadana memungkinkan jumlah investasi yang relatif kecil. Investor yang akan membeli reksadana tidak harus memiliki jumlah dana yang besar, cukup disesuaikan dengan nilai setiap unit penyertaan reksadana yang akan dibelinya.

- Portofolio yang terdiversifikasi

Diversifikasi yang terwujud dalam bentuk portofolio akan menurunkan tingkat risiko dan mengoptimalkan hasil investasi. Konsep diversifikasi yang dimaksud adalah apabila satu jenis investasi yang dibeli investor mengalami kerugian, masih ada kemungkinan jenis investasi lain yang tidak merugi atau bahkan mendapatkan keuntungan. Hal ini akan memberikan rasa aman bagi investor, baik investor yang memiliki dana besar maupun kecil.

- Informasi pengelolaan yang transparan

Calon investor mendapatkan informasi tentang strategi investasi, pemilihan instrumen investasi, profil dan kompetensi manajer investasi dan berbagai informasi penting lainnya.

- Likuiditas yang tinggi

Reksadana merupakan instrumen investasi yang cukup likuid. Hal ini disebabkan pihak pemegang unit penyertaan reksadana dapat melakukan penjualan kembali (*redemption*) kepada pihak manajer investasi. Pemegang unit penyertaan akan mendapatkan pembayaran sesuai tingkat NAB yang dihitung berdasarkan hari atau periode penjualan reksadana tersebut.

- Prosedur Investasi

Dengan berinvestasi di reksadana, prosedur berinvestasi akan menjadi mudah. Investor hanya perlu memantau peningkatan kinerja NAB atas unit penyertaan reksadana yang dibelinya.

- Biaya transaksi relatif murah

Konsekuensi membeli sebuah instrumen investasi tentu saja adalah biaya yang dikenakan. Biaya transaksi yang murah, praktis dan sederhana merupakan alasan penting bagi banyak investor untuk memilih reksadana sebagai salah satu instrumen investasinya.

2.1.3 Risiko Investasi Reksadana

Untuk melakukan investasi reksadana, investor harus mengenal jenis risiko yang berpotensi timbul saat membeli reksadana. Dengan mengetahui berbagai risikonya, diharapkan setiap investor lebih berhati-hati dalam memilih berbagai macam jenis reksadana yang ditawarkan. Risiko tersebut di antaranya:

- Tingkat Pengembalian Fluktuatif / Turunnya Nilai Aktiva Bersih

Harga setiap surat berharga memiliki risiko naik atau turun (fluktuatif), tergantung pada permintaan (*demand*) dan penawaran (*supply*) surat berharga tersebut. Hal tersebut mengakibatkan naik turunnya NAB unit penyertaan.

- Risiko Likuiditas

Likuiditas merupakan salah satu syarat penting dalam melakukan investasi agar pengelolaan dana dapat dikelola dengan maksimal. Tanpa likuiditas, investor dapat mengalami kesulitan dana dalam bentuk kerugian tunai akibat tidak dapat menjual portofolio investasinya.

- Risiko Pasar

Risiko pasar dapat terjadi ketika harga instrumen investasi mengalami penurunan akibat menurunnya kinerja pasar saham atau pasar obligasi secara drastis. Risiko pasar yang terjadi secara tidak langsung akan mengakibatkan NAB pada unit penyertaan mengalami penurunan.

- Risiko Gagal Bayar (*Default*)

Reksadana berinvestasi pada kumpulan surat berharga yang dikenal dengan istilah “portofolio efek”. Setiap instrumen investasi ini (baik berupa saham maupun obligasi) memiliki risiko yang berbeda. Salah satunya adalah tidak kembalinya dana yang telah disetor investor.

2.1.4 Jenis-Jenis Reksadana

Terdapat beberapa jenis reksadana, yaitu reksadana pasar uang, reksadana pendapatan tetap, reksadana saham, reksadana campuran dan reksadana khusus. Berikut penjelasan untuk masing-masing jenis reksadana tersebut.

1. Reksadana Pasar Uang (*Money Market Funds*)

Reksadana pasar uang adalah reksadana di mana *underlying asset* atau instrumen investasinya berupa produk keuangan pasar uang, yang dinamakan produk pasar uang, yaitu produk investasi jangka pendek yang memiliki jatuh tempo maksimal 1 tahun. Contoh produk pasar uang adalah rekening giro, tabungan, deposito, *on-call*, *overnight*,

commercial paper (CP), *promissory notes* (PN), dan obligasi yang memiliki jatuh tempo kurang dari 1 tahun.

Hasil investasi pada reksadana ini diharapkan dapat memberikan hasil investasi lebih besar dibandingkan produk perbankan. Tingkat pengembalian yang diharapkan dari reksadana pasar uang ini relatif kecil tetapi memiliki tingkat risiko yang relatif rendah bahkan paling rendah bila dibandingkan dengan jenis reksadana yang lainnya. Reksadana jenis ini sesuai untuk investor yang ingin berinvestasi jangka pendek dan dananya dapat dicairkan sewaktu-waktu.

2. Reksadana Pendapatan Tetap (*Fixed Income Funds*)

Reksadana pendapatan tetap adalah reksadana dengan *underlying asset* atau instrumen investasinya berupa surat utang atau efek pendapatan tetap (obligasi). Reksadana jenis ini cocok bagi investor yang ingin belajar berinvestasi tetapi belum berani mengambil risiko yang besar atas hilangnya pokok investasi. Cocok untuk investasi jangka menengah dengan tujuan investasi yang ingin dicapai antara 1-3 tahun.

Investasi pada reksadana pendapatan tetap jenis ini dilakukan dengan diversifikasi portofolio pada instrumen surat utang jangka menengah dan jangka panjang, baik obligasi pemerintah maupun obligasi korporat. Tingkat pengembaliannya relatif stabil. Selain memperoleh *capital gain*, investor juga memperoleh bunga. Namun, dibanding reksadana pasar uang, reksadana jenis ini memiliki risiko yang relatif lebih tinggi. Hal ini terjadi karena adanya risiko fluktuasi harga obligasi. Reksadana pendapatan tetap cocok untuk investor yang konservatif.

3. Reksadana Saham

Reksadana saham adalah jenis reksadana yang menempatkan mayoritas dana milik investor pada efek saham. Komposisi dana kelolaan pada reksadana saham ini biasanya di atas 75% dana kelolaan diinvestasikan pada efek saham. Reksadana jenis ini memiliki risiko yang relatif lebih tinggi dibandingkan jenis reksadana lainnya. Risiko yang relatif lebih tinggi ini umumnya dikompensasi dengan tingkat pengembalian yang tinggi. Risiko yang relatif tinggi ini disebabkan oleh sifat dasar *underlying asset*-nya (yaitu saham) yang merupakan *risky-assets*. Investor memperoleh tingkat pengembalian dari besarnya pembagian dividen yang dilakukan emiten dan *capital gain*. Reksadana jenis ini sesuai untuk investor yang memiliki karakteristik berani terhadap risiko investasi.

4. Reksadana Campuran (*Balanced Funds*)

Reksadana campuran (di Malaysia dikenal dengan *Asset Allocation - Unit Trust Funds*) adalah jenis reksadana yang menempatkan dana investasi milik investor pada surat utang atau obligasi dan pada efek saham. Tujuannya adalah memperoleh tingkat pengembalian yang moderat, yaitu tidak setinggi reksadana saham tetapi lebih tinggi dari reksadana pendapatan tetap.

Reksadana jenis ini sesuai untuk investor yang menginginkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dari reksadana pendapatan tetap tetapi menghindari tingkat risiko yang lebih tinggi seperti reksadana saham. Reksadana campuran ini cocok untuk investor yang memiliki tujuan investasi jangka menengah ke jangka panjang antara 3-10 tahun⁶.

⁶ Aidil Akbar, *Rich Game: Cara Kaya dengan Investasi, Membangun Pondasi Portofolio Keuangan yang Kokoh* (Jakarta, 2007), hal. 130.

5. Reksadana Khusus (Reksadana Terproteksi)

Krisis reksadana di Indonesia pada tahun 2003 dan 2005 mendorong praktisi di industri ini mengeluarkan reksadana baru yang disebut reksadana terproteksi. Reksadana ini memberikan perlindungan 100% pada nilai investasi awal unit penyertaan. Perlindungan ini akan diberikan apapun kondisi pasar saat itu (positif atau negatif), dengan catatan investor menempatkan dan menarik dananya pada saat jatuh tempo (mirip dengan deposito). Apabila investasi tersebut ditarik sebelum jatuh tempo maka investor akan terkena risiko pasar. Saat penarikan sebelum jatuh tempo tersebut, nilai investasi akan dihitung berdasarkan harga pasar. Apabila harga surat berharga di dalam reksadana tersebut naik, investor akan untung. Sebaliknya, bila nilai surat berharga turun maka investor merugi.

2.1.5 Nilai Aktiva Bersih (NAB) Reksadana

Nilai Aktiva Bersih (NAB) atau *Net Asset Value* (NAV) merupakan tolak ukur dalam memantau hasil portofolio suatu reksadana. NAB per unit dihitung setiap hari oleh bank kustodian berdasarkan data yang diberikan manajer investasi. NAB per unit ini dipublikasikan setiap hari.

NAB mencerminkan keuntungan atau kerugian reksadana yang diterima investor dari portofolio yang dibentuk manajer investasi. Kenaikan NAB berarti peningkatan nilai investasi pemegang unit penyertaan dan penurunan NAB berarti penurunan nilai investasi yang dimiliki investor.

NAB per unit diperoleh dengan mengurangi harga pasar portofolio reksadana dengan kewajiban atau biaya operasional reksadana. Kemudian hasilnya dibagi dengan jumlah unit penyertaan yang beredar pada saat tertentu. NAB per unit diperoleh dari formula berikut⁷:

$$\text{NAV/unit} = \frac{(\text{MVA}_t - \text{LIAB}_t)}{\text{NSO}_t}$$

di mana:

NAV / unit = *Net Asset Value* (Nilai Aktiva Bersih) pada waktu t

MVA_t = *Market Value of Asset* (Nilai pasar wajar dari aktiva) pada waktu t

LIAB_t = *Liabilities* (kewajiban) reksadana pada waktu t

NSO_t = *Number of Shares Outstanding* (jumlah saham / unit penyertaan yang beredar pada waktu t)

2.1.6 Pihak-pihak yang Terlibat dalam Reksadana

1. Investor

Investor merupakan pihak yang memiliki dana untuk kemudian menginvestasikan dananya pada produk-produk investasi. Investor sebagai pemegang unit penyertaan pada reksadana memiliki hak-hak sebagai berikut:

- Hak mendapat bukti penyertaan dalam reksadana
- Hak memperoleh informasi tentang NAB harian reksadana

⁷ Hussnan, Suad (1998), *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisa Sekuritas*, dalam Firdiansyah, M (2005). *Analisis Kinerja Reksadana Syariah Campuran*.

- Hak pembagian uang tunai atau tambahan unit penyertaan atas keuntungan reksadana
- Hak memperoleh laporan keuangan yang telah diaudit, informasi transaksi dan perubahan prospektus.
- Hak menjual kembali baik sebagian maupun seluruh unit penyertaan yang dimilikinya kepada manajer investasi
- Hak atas hasil likuidasi secara proporsional dengan kepemilikan unit penyertaan bila reksadana dibubarkan.

2. Manajer Investasi

Manajer investasi adalah perusahaan, bukan perorangan, yang kegiatan usahanya mengelola portofolio kolektif milik sekelompok nasabah. Manajer investasi diharuskan mengelola portofolio reksadana menurut kebijakan investasi yang tercantum dalam kontrak di mana kewajiban ini tidak boleh melanggar Undang-Undang Pasar Modal yang berlaku serta peraturan-peraturan pelaksanaannya.

Untuk dapat melakukan kegiatan usahanya, manajer investasi harus memperoleh izin dari pihak terkait. Di Indonesia, izin manajer investasi ada pada Badan Pengawasan Pasar Modal – Lembaga Keuangan (BAPEPAM – LK). Sementara di Malaysia, lembaga yang berwenang mengeluarkan izin manajer investasi adalah *Securities Commission*.

Tugas dari manajer investasi adalah menganalisis dan memilih jenis investasi, mengambil kebijakan-kebijakan investasi, memonitor pasar dan melakukan berbagai tindakan demi kepentingan investor. Bila manajer investasi tidak melaksanakan kewajiban-kewajiban tersebut, seluruh kerugian yang ditimbulkan menjadi tanggung

jawab langsung manajer investasi. Di Indonesia, kewajiban manajer investasi diatur dalam Keputusan Ketua BAPEPAM no. Kep-07/PM/1997 angka 7a tanggal 30 April 1997:

- Menyusun tata cara dan memastikan bahwa semua uang para calon pemegang unit penyertaan disampaikan kepada bank kustodian selambat-lambatnya pada hari kerja berikutnya.
- Mengelola portofolio termaksud menurut kebijakan investasi yang tercantum dalam kontrak dan prospektus.
- Memelihara semua catatan penting yang berkaitan dengan laporan keuangan dan pengelolaan reksadana sebagaimana ditetapkan oleh BAPEPAM.
- Melakukan pembelian kembali unit penyertaan.

3. Bank Kustodian

Bank kustodian adalah pihak yang memberikan jasa penitipan efek dan harta lain yang berkaitan dengan efek serta jasa lain termasuk menerima dividen, bunga dan hak-hak lain, menyelesaikan transaksi efek dan mewakili pemegang rekening yang menjadi nasabahnya.

Bank kustodian berkewajiban untuk:

- Memberikan jasa penitipan kolektif dan kustodian terhadap harta reksadana.
- Menghitung nilai aktiva bersih unit penyertaan dari reksadana pada setiap hari bursa.

- Membayar biaya-biaya reksadana atas perintah manajer investasi.
- Menyimpan catatan secara terpisah yang menunjukkan semua perubahan dalam jumlah unit penyertaan, jumlah unit yang dimiliki setiap pemegang unit, dan nama, kewarganegaraan, alamat, serta identitas lain pemegang unit penyertaan.
- Mengurus penerbitan dan penebusan dari unit penyertaan sesuai kontrak.
- Memastikan unit penyertaan diterbitkan hanya atas penerimaan dana dari calon pemegang unit penyertaan reksadana.

2.2 Reksadana Syariah

2.2.1 Definisi Reksadana Syariah

Reksadana syariah merupakan salah satu bentuk pengelolaan reksadana yang bertujuan untuk memenuhi kebutuhan investor yang menginginkan pendapatan investasi dari sumber dan cara yang bersih yang dapat dipertanggungjawabkan secara religius, yang sejalan dengan prinsip-prinsip syariah (Achsien: 2003). Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) No.20/DSN-MUI/IV/2001 menyebutkan bahwa reksadana syariah adalah reksadana yang beroperasi menurut ketentuan dan prinsip syariah Islam, baik dalam bentuk akad antara pemodal sebagai pemilik harta dengan manajer investasi sebagai wakil *shahib al-mal*, maupun antara manajer investasi sebagai wakil *shahib al-mal* dengan pengguna investasi.

2.2.2 Perbedaan Reksadana Syariah dengan Reksadana Konvensional

Perbedaan fundamental antara reksadana syariah dengan reksadana konvensional terletak pada tujuan investasinya. Tujuan manajer investasi pada reksadana syariah tidak hanya melakukan maksimalisasi kesejahteraan pemilik modal tetapi juga memastikan bahwa portofolio yang dimiliki tetap dalam prinsip-prinsip syariah yang diinginkan investor.

Dalam reksadana konvensional, pengaturan atau penempatan portofolio investasi hanya menggunakan pertimbangan tingkat keuntungan. Sedangkan pada reksadana syariah, selain mempertimbangkan tingkat keuntungan, juga harus mempertimbangkan kehalalan suatu produk keuangan. Sebagai contoh, bila reksadana syariah ingin menempatkan salah satu jenis investasinya ke dalam saham, maka saham yang dibeli tersebut harus termasuk perusahaan yang sudah dibolehkan secara syariat, atau lebih mudahnya sudah termasuk dalam jenis saham yang ada dalam daftar indeks syariah seperti JII (*Jakarta Islamic Index*) untuk Indonesia dan KLSI (*Kuala Lumpur Shariah Index*) untuk Malaysia.

Achsien (2003) memaparkan beberapa perbedaan proses manajemen portofolio reksadana syariah dengan reksadana konvensional. Perbedaan-perbedaan tersebut antara lain adalah proses penyaringan (*filtering*) efek dalam portofolio reksadana dan *benchmarking* kinerja reksadana syariah, serta *cleansing*. Dari sisi *filtering*, saham-saham yang kegiatan usaha emitennya memiliki keterkaitan dengan sesuatu yang diharamkan seperti mengambil riba, melakukan spekulasi, memproduksi minuman keras, judi, rokok, dan daging haram tidak diikutsertakan dalam pembentukan portofolio. Sementara dari sisi *benchmarking*, penilaian kinerja portofolio reksadana syariah belum ada satuan khusus sebagai rujukan perbandingan. Penggunaan *risk adjusted return* seperti indeks Sharpe,

indeks Treynor, indeks Jensen, dan indeks Modigliani dimungkinkan dengan catatan komponen *risk-free return* dianggap sebagai *opportunity cost*, kecuali tersedia instrumen syariah yang memiliki karakter bebas risiko tersebut.

Selain *filtering* dan *benchmarking*, reksadana syariah juga melakukan proses *cleansing*. Proses ini perlu dilakukan karena hasil investasi dapat berasal dari sumber non halal atau mengandung sesuatu yang tidak halal, misalnya bunga bank. Proses ini dilakukan untuk membersihkan dana yang disimpan dalam kas bank kustodian agar bersih dari unsur tidak halal. Caranya antara lain dengan sumbangan atau *zakat mal* (zakat harta) yang digunakan untuk kemaslahatan umat.

Setiap produk investasi masing-masing memiliki keunggulan dan kelemahan. Keunggulan reksadana syariah antara lain dalam hal prinsip pengelolaan yang lebih adil. Hal ini ditunjukkan dengan sistem bagi hasil di mana investor tidak hanya mengambil keuntungan dari investasinya tetapi juga berbagi risiko investasi.

Di samping keunggulan, reksadana syariah juga memiliki kelemahan. Kelemahan utama adalah ketidakpastian tingkat pengembalian atau keuntungan akibat sistem bagi hasil. Dalam hukum Islam, investasi dengan hasil nominal yang pasti dan ditentukan sejak awal (*predetermined return*) baik *return* maupun risikonya, justru sangat tidak diperbolehkan karena dikategorikan *riba*.

Manajer investasi reksadana syariah harus memahami investasi dan mampu melakukan kegiatan pengelolaan yang sesuai dengan syariah. Untuk itu, diperlukan adanya panduan mengenai norma-norma yang harus dipenuhi manajer investasi agar investasi dan hasilnya tidak melanggar ketentuan syariah, termasuk ketentuan yang berkaitan dengan praktik *riba*, *gharar*, dan *maysir*. Dalam praktik syariah maka manajer investasi bertindak

sesuai dengan perjanjian *aqad wakala*. Manajer investasi akan menjadi wakil dari investor untuk kepentingan dan atas nama investor. Sebagai bukti penyertaan dalam reksadana syariah maka investor akan mendapat unit penyertaan dari reksadana syariah.

2.2.3 Akad dalam Reksadana Syariah

Setidaknya terdapat 2 hubungan penting antara beberapa pihak dalam reksadana syariah. Pertama hubungan antara pemilik modal dengan manajer investasi, di mana kontrak yang digunakan adalah *mudharabah*. Kedua, hubungan antara manajer investasi dengan emiten, di mana kontrak yang digunakan dapat berupa *mudharabah*, *musyarakah*, jual beli dan *ijarah*.

a. Kontrak antara Investor dengan Manajer Investasi

1. Akad dilakukan dengan sistem bagi hasil (*mudharabah*)
2. Unit penyertaan reksadana syariah dapat diperjualbelikan sesuai dengan kondisi berikut:
 - Surat *Al Baqarah* ayat 275, “dan Allah menghalalkan jual beli dan mengharamkan *riba*”.
 - Unit penyertaan tersebut merupakan harta (*mal*) milik investor yang dapat dimanfaatkan dan diperjualbelikan.
 - Jual beli unit penyertaan tersebut sudah menjadi kelaziman para investor.

- Tidak adanya unsur penipuan (*gharar*) karena nilai unit penyertaan sudah jelas. Pencatatan secara administrasi harus rapi dan penyebutan harga harus dilakukan dengan jelas.

b. Kontrak antara Manajer Investasi dengan Emiten

(1) Jual – Beli (*Bai'*)

Kegiatan jual beli dihalalkan selama tidak terkait dengan sesuatu yang diharamkan dalam hukum Islam. Transaksi jual-beli yang juga diperbolehkan antara lain transaksi secara kredit baik dengan penambahan harga (*bai' mu'ajjal*) dan tanpa penambahan harga (*bai' murabahah bi tahaman ajil*). Dalam transaksi tidak diperbolehkan adanya unsur tipuan. Kedua pihak harus memiliki kesamaan informasi agar dapat memprediksi harga secara rasional dalam melakukan transaksi.

(2) Syarikah

- *Mudharabah*

Yaitu sistem pendanaan bagi hasil di mana investor tidak memiliki hak untuk ikut mengatur pengelolaan usaha atau obyek yang diinvestasikan. Rasio pembagian keuntungan atau kerugian ditentukan di awal berdasarkan kesepakatan kedua pihak (investor dan penerima modal) dan bersifat tetap.

- *Musyarakah*

Yaitu sistem pendanaan patungan berdasarkan sistem bagi hasil di mana investor dapat ikut andil dalam pengelolaan usaha. Rasio pembagian

keuntungan atau kerugian dapat ditentukan berdasarkan rasio kepemilikan modal atau berdasarkan peran masing-masing pihak (pemilik dan penerima modal) dalam pengelolaan usaha sesuai kesepakatan.

(3) *Ijarah*

Yaitu kontrak antara penggunaan jasa dengan ganti balas jasa atau kompensasi. Dalam praktiknya, *ijarah* dapat berbentuk obligasi *ijarah* dan *ijarah* sewa beli (*ijarah bai' ut takjiri*). Produk *ijarah* ini merupakan suatu kontrak sewa yang diakhiri dengan penjualan. *Ijarah* ditawarkan untuk memberikan pelayanan kepada nasabah yang memerlukan aset yang diperoleh dari sewa yang tujuannya untuk pemindahan kepemilikan aset kepada penyewa. Pada intinya, *ijarah bai' ut takjiri* adalah prinsip sewa beli, di mana harga sewa dan harga beli ditetapkan bersama-sama di awal perjanjian.

2.3 Penilaian Kinerja (*Performance Measurement*) Reksadana Syariah

Nilai aktiva bersih (NAB) reksadana pada dasarnya telah mencerminkan kinerja reksadana itu sendiri. Hanya saja, pengukuran ini memiliki kelemahan mendasar yakni hanya sesuai untuk membandingkan kinerja reksadana tersebut dari waktu ke waktu, bukan perbandingan reksadana tersebut dengan reksadana lain dalam periode tertentu. Firdiansyah (2005) menyebutkan bahwa pengukuran tingkat pengembalian reksadana harus mempertimbangkan risiko (*risk-adjusted return*) agar hasil pengukuran ini dapat dibandingkan dan ditafsirkan dengan kinerja reksadana lainnya.

Penggunaan metode *risk-adjusted return* dapat digunakan sebagai parameter yang relevan untuk diperbandingkan dengan asumsi investor bersikap *risk averse* (mentoleransi risiko hingga batas tertentu). Dengan asumsi ini, diharapkan investor akan memilih instrumen yang memaksimalkan hubungan antara tingkat pengembalian dengan risiko, yakni instrumen yang mampu memberikan tingkat pengembalian paling tinggi untuk tingkat risiko tertentu. Maharani (2007) juga menyebutkan terdapat 4 metode pengukuran kinerja reksadana dengan memasukkan unsur risiko yang sering digunakan yaitu indeks Sharpe, Treynor, Jensen dan Modigliani.

2.3.1 Metode Sharpe

Penilaian kinerja (*performance measurement*) menggunakan metode Sharpe adalah mengukur *risk premium* yang dihasilkan setiap unit risiko yang diambil. Dalam hal portofolio reksadana, maka *risk premium* yang dimaksud adalah selisih antara rata-rata imbal hasil (*average return*) reksadana dengan rata-rata tingkat pengembalian aset bebas risiko. Diharapkan reksadana syariah mampu memberikan tingkat pengembalian investasi yang lebih besar bila dibandingkan dengan *risk free asset*, misalnya Sertifikat Wadiah Bank Indonesia (SWBI) untuk Indonesia dan *Government Investment Issues* (GII) untuk Malaysia, di mana dengan kinerja tertentu tidak mengandung risiko. Semakin tinggi nilai indeks Sharpe maka semakin baik kinerja reksadana.

Pengukuran indeks Sharpe merupakan pengukuran portofolio sepanjang periode waktu yang telah ditentukan. Perhitungan indeks Sharpe menggunakan standar deviasi reksadana yang merepresentasikan tingkat risiko suatu reksadana. Indeks Sharpe merupakan metode pengukuran yang relatif sesuai dalam hal penilaian kinerja untuk

keseluruhan portofolio, khususnya bila satu portofolio dibandingkan dengan portofolio lain atau suatu portofolio dibandingkan dengan nilai indeks pasar seperti S&P, KLSI, dan JII. Penggunaan indeks Sharpe lebih tepat digunakan dalam mengevaluasi *well-diversified portfolio* karena indeks Sharpe menggunakan total risiko sebagai salah satu komponen perhitungan.

Metode ini tepat digunakan jika investor meletakkan sebagian besar atau seluruh asetnya dalam satu keranjang portofolio. Hal ini disebabkan karena *Sharpe Ratio* juga menghitung total pengembalian dari portofolio terhadap total risikonya.

Ada tiga variabel yang perlu diketahui untuk dapat menghitung *Sharpe Ratio*, yaitu pengembalian portofolio (R_p), tingkat pengembalian bebas risiko atau *risk free rate of return* (RFR) serta standar deviasi portofolio.

Perhitungan Rasio Sharpe dapat dilakukan dengan menggunakan formula di bawah ini:

$$RVAR = \frac{\overline{R_p} - \overline{R_f}}{\sigma_p}$$

Dengan ketentuan sebagai berikut:

$RVAR$ = Sharpe ratio

$\overline{R_p} - \overline{R_f}$ = rerata *excess return* dari portofolio

σ_p = standar deviasi dari portofolio

2.3.2 Metode Indeks Treynor

Metode ini dikenal juga dengan sebutan *Treynor Index*. Metode ini diperkenalkan oleh Jack L. Treynor pada tahun 1965. Indeks ini mengukur kinerja portofolio sebagai rasio

excess return terhadap beta. Beta merupakan representasi dari risiko sistematis atau risiko pasar. Dalam hal ini parameter beta menunjukkan volatilitas atau kepekaan return portofolio terhadap return pasar. Asumsi yang digunakan dalam *Treynor Index* adalah bahwa portofolio telah terdiversifikasi dengan baik. Sehingga *non systematic risk* diabaikan pada pengukuran kinerja.

Indeks ini menggunakan beta portofolio yang diperoleh dengan melakukan regresi pengembalian portofolio terhadap pengembalian pasar yang dijadikan tolak ukur. Indeks ini cocok digunakan jika portofolio hanya sebagian kecil dari total aset yang dimiliki investor. Adapun formula perhitungan rasio Treynor dapat ditulis dalam persamaan berikut:

$$RVOL = \frac{\overline{R_p} - \overline{R_f}}{\beta_p}$$

di mana:

RVOL = Rasio Treynor

$\overline{R_p} - \overline{R_f}$ = rerata *excess return* dari portofolio

β_p = beta dari portofolio

2.3.3 Metode Indeks Jensen

Metode ini dikembangkan oleh Michael C. Jensen di tahun 1968. Metode Indeks Jensen dikenal juga dengan nama *Jensen Alpha*. *Jensen Alpha* mengukur kinerja dengan menghitung perbedaan pengembalian yang diperoleh dari suatu portofolio (*actual return*) dengan pengembalian yang diharapkan berdasarkan tingkat risiko sistematisnya.

Metode ini digunakan sebagai pelengkap Rasio Sharpe dan Rasio Treynor, di mana *alpha* dari indeks diperiksa sebagai pembanding dari tolak ukur pasar (misalnya JII untuk Indonesia dan KLSI untuk Malaysia), dengan menggunakan persamaan matematis berikut:

$$\begin{aligned} R_{jt} - RFR &= \alpha_j + \beta_j (R_M - RFR) + e_{jt} \\ R_{jt} &= \alpha_j + RFR + \beta_j (R_M - RFR) + e_{jt} \\ \alpha_j &= R_{jt} - [RFR + \beta_j (R_M - RFR) + e_{jt}] \end{aligned}$$

di mana:

R_{it} = pengembalian indeks i selama periode t

R_{ft} = tingkat suku bunga aset bebas risiko selama periode t

R_m = tingkat pengembalian (*return*) pasar untuk periode t

β_i = beta dari portofolio reksadana i

α_i = *alpha* dari portofolio reksadana i

ε_{it} = *random error* untuk indeks i selama periode t dengan nilai yang diharapkan (*expected value*) sama dengan nol.

Pada dasarnya *alpha* ingin mengukur kemampuan *active management* dalam meningkatkan pengembalian yang sejalan dengan risiko pasar. Nilai *alpha* yang bertanda positif mengisyaratkan bahwa indeks terdiri atas saham-saham yang *outperforming*. Sedangkan untuk nilai *alpha* yang bertanda negatif mengindikasikan bahwa indeks terdiri atas saham yang *underperforming*.

2.3.4 Metode Indeks Modigliani

Metode ini dikenal juga dengan nama *M-squared* atau M^2 . Metode *M-squared* dikembangkan oleh Franco Modigliani dan Leah Modigliani pada tahun 1997. Maharani (2007) menyebutkan bahwa metode pengukuran kinerja dengan *risk-adjusted return*

lainnya yang terdiri atas Sharpe Ratio, Treynor Index dan Jensen Index sulit dimengerti oleh sebagian investor karena *output*-nya berbentuk rasio dan analisis regresi. Sementara itu, informasi yang disediakan M^2 dinilai lebih mudah dipahami oleh investor karena disajikan dalam bentuk persentase. Sebagai pengukur risiko, M^2 menggunakan standar deviasi.

Metode ini tepat digunakan jika investor meletakkan seluruh dananya dalam 1 portofolio. *M-squared* mengidentifikasi portofolio yang dikombinasikan dengan R_f yang memiliki *risk-adjusted return* tertinggi pada tingkat risiko apapun.

Pengukuran kinerja dengan metode Modigliani dapat dihitung dengan formula sebagai berikut:

$$M^2 = \left[\frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\sigma_p} \right] \times \sigma_M$$

dengan keterangan sebagai berikut:

$\bar{R}_p - \bar{R}_f$ = *average excess return* dari portofolio

σ_p = *excess return* dari portofolio

σ_M = *excess return* dari pasar

Perbandingan Rasio Sharpe dengan Modigliani

- Keduanya menggunakan *total risk* portofolio sebagai pengukur risiko.
- Keduanya memberi peringkat yang identik bila indeks menggunakan tolak ukur yang sama.
- Keduanya berbeda dalam hal penyajian keluaran (*output*) dari pengukuran kinerja. Rasio Sharpe memberikan hasil berupa rasio, yang dinilai sulit diinterpretasikan

oleh sebagian investor. Sedangkan Modigliani menyajikan *output*-nya dalam bentuk persentase yang lebih dipahami oleh sebagian investor.

Hubungan Rasio Sharpe, Treynor, dan Jensen Alpha

- Dalam mengukur risiko, Treynor dan Jensen *alpha* tidak menggunakan risiko total yang dicerminkan oleh standar deviasi sebagaimana yang dipakai dalam rasio Sharpe, melainkan menggunakan beta sebagai pengukur risiko.
- Jika portofolio telah terdiversifikasi sempurna, maka rasio Sharpe, Treynor dan Jensen Alpha akan memberi peringkat kinerja yang sama bagi portofolio. Hal ini disebabkan oleh *total variance* yang sama dengan *systemic variance* pada portofolio yang terdiversifikasi sempurna.
- Namun jika portofolio belum terdiversifikasi sempurna, maka kinerja portofolio yang kurang terdiversifikasi menjadi lebih tinggi pada rasio Treynor dan Jensen Alpha dibandingkan dengan rasio Sharpe. Hal ini muncul sebagai akibat dari adanya komponen risiko non-sistematis pada rasio Sharpe.

Tabel 2-1

Ringkasan Perbandingan Rasio Sharpe, Treynor, Jensen Alpha dan Modigliani sebagai pengukur kinerja portofolio

Metode	Pengukur Risiko	Penggunaan
Rasio Sharpe	Risiko total	<ul style="list-style-type: none"> • Metode ini digunakan jika sebagian besar atau seluruh aset individu ditempatkan dalam satu keranjang portofolio. • Portofolio yang dimaksud telah terdiversifikasi dengan baik.
Rasio Treynor	Risiko total	<ul style="list-style-type: none"> • Metode ini digunakan jika sebagian besar atau seluruh aset individu ditempatkan dalam satu keranjang portofolio.
Jensen Alpha	Risiko sistematis	<ul style="list-style-type: none"> • Metode ini digunakan jika portofolio yang dimaksud hanya merupakan sebagian kecil dari seluruh aset yang dimiliki seseorang. • Portofolio yang dimaksud telah terdiversifikasi dengan baik.
Modigliani	Risiko total	<ul style="list-style-type: none"> • Cocok untuk portofolio di mana hanya sebagian kecil dari total aset yang dimiliki suatu individu. • Portofolio terdiversifikasi dengan baik.