

BAB II

KAJIAN LITERATUR

Berinvestasi pada Reksa Dana sama dengan mengambil manfaat dari kekuatan investasi bersama. Uang investor yang disatukan dengan investor lainnya akan menciptakan “*buying power*” yang jauh lebih besar daripada berinvestasi sendiri.

Selain itu, berinvestasi pada Reksa Dana akan secara langsung melakukan diversifikasi investasi, karena batasan dan kebijakan investasi yang telah diatur oleh regulator, dalam hal ini Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) dan tercantum dalam setiap prospektus Reksa Dana.

Reksa Dana adalah wadah investasi yang paling transparan, para investor dapat dengan mudah mengetahui isi dari portofolionya dan dapat memperoleh laporan keuangan dari Reksa Dana tersebut yang telah diaudit oleh akuntan publik.

Jika dianalisa lebih jauh, mekanisme transaksi Reksa Dana sudah mencerminkan transaksi syariah. Manajer Investasi hanya berfungsi sebagai pengelola dana yang memperoleh *fee* atas jasa pengelolaannya. Dana investor tidak disimpan pada Manajer Investasi tetapi ada pihak ketiga yang melakukan fungsi pemelihara harta yaitu Bank Kustodian, Bank Kustodian pulalah yang melakukan administrasi perhitungan harta para investor.

Dengan demikian, berinvestasi pada Reksa Dana juga harus mempertimbangkan Manajer Investasi yang mengelola Reksa Dana dan Bank Kustodian sebagai administrator atau sang penjaga kekayaan Reksa Dana. Adapun informasi mengenai Manajer Investasi, Bank Kustodian dan perincian Reksa Dana dapat diperoleh dalam Prospektus Reksa Dana.

2.1 Kerangka Teori

Beberapa penelitian tentang perbandingan antara kinerja Reksa Dana Syariah & Reksa Dana Konvensional telah dilakukan, dimana hasilnya menunjukkan bahwa Reksa Dana Syariah di Indonesia memiliki *return* yang lebih rendah dari pada Reksa Dana Konvensional. Demikian pula tentang mekanisme *purification* atau pembersihan dari unsur non halal telah dibahas baik dikalangan akademisi maupun praktisi.

Samdani, 2006, dalam Tesisnya yang berjudul *Islamic Mutual Fund*, halaman 27–29 menulis tentang *Shariah Compliance* untuk *Islamic Mutual Fund* dimana menurutnya *Islamic Mutual Funds* adalah produk investasi yang disetujui dan dapat diterima karena telah sesuai dengan prinsip-prinsip ajaran Islam dimana *underlying assetnya* telah dipilih melalui proses penyaringan oleh para ahli keuangan Islam. Dimana hasil investasinya (*return*) tidak dijamin pada *rate* tertentu tetapi dibagikan secara prorata sesuai dengan keuntungan yang dihasilkan oleh *fund* tersebut. Para investor harus betul-betul memahami bahwa tidak hanya keuntungan yang dibagikan secara prorata tetapi juga kerugiannya. Namun jika kerugian diakibatkan oleh kesalahan pengelolaan atau *mismanagement*, *Fund Manager* bertanggung jawab untuk memberikan kompensasi sebagai pengganti kesalahan tersebut.

Underlying asset dalam portofolio *Islamic Mutual Fund* harus lulus dari proses penyaringan yang memiliki kriteria yang sesuai dengan prinsip-prinsip Islam, saham yang memiliki kriteria kegiatan usaha berikut tidak dapat di masukan dalam investasi Reksa Dana Syariah atau *Islamic Mutual Fund* :

- a) Bank, Asuransi dan kegiatan yang berhubungan dengan tingkat suku bunga
- b) Memproduksi Alkohol, Rokok, Menerapkan perjudian, senjata & amunisi (walaupun tidak dilarang tetapi harus dihindari)
- c) Kegiatan yang berhubungan dengan Babi
- d) Kegiatan yang menyerang Islam
- e) Sektor atau perusahaan yang memiliki operating income 5% sebagai hasil dari kegiatan yang termasuk dalam kriteria diatas.

Penyaringan tidak hanya dari bidang usahanya tetapi dari Rasio Hutang terhadap modal dari emiten yang menerbitkan saham , jika *Interest-Bearing Debt* dibagi dengan *Assets* sama dengan atau lebih besar dari 33.33% maka tidak dapat diterima (yang diterima <33.33%).

Dow Jones Shari'ah board memasukan *accounts receivables* dan juga sejumlah kas dan *interest-bearing securities* dimana jika dibagi 12 bulan, maka rata-rata kapitalisasi pasarnya harus dibawah 33%.

Selain itu, adanya proses ***Purification*** atau proses pemisahan dan pembersihan atas "*Tainted dividend*" atau dividen yang tercemar oleh unsur yang tidak halal atau yang tidak sesuai dengan prinsip-prinsip Islam, yang diterima oleh *fund* maka harus disedekahkan untuk membersihkan pendapatan (*earning*) tersebut.

Manfaat proses *screening* atau penyaringan adalah memberikan arahan pada Fund Manager, saham-saham apa saja yang dapat dipilih sebagai instrumen investasi dalam portofolio Reksa Dana Syariah. Dengan demikian *Shari'ah advisor* memiliki tanggung jawab sebagai berikut:

- Membuat *guidelines* untuk *fund manager*
- Memonitor *fund operations* (biasanya *review* dilakukan secara triwulanan)
- Meng *updates guidelines* tersebut jika dibutuhkan
- Mengatur prosedur *accounting/dividend* pada proses *cleansing*

Memberikan kenyamanan dan ketenangan pada investor bahwa investasinya telah dikelola sesuai dengan prosedur

Pada halaman 108, *Samdani* menuliskan tentang *purification* yang bertujuan untuk membersihkan *Islamic Fund* dari kontaminasi yang tidak halal:

There might be other issues & constant supervision of an already screned fund also to be required. The issue of purification of mutual fund earning is also very significant. The process of removing percentage of income earned through interest bearing securities/or unlawful activity from mutual fund earnings is termed as purification of a fund.

Menurut *Samdani*, proses *purification* atau pembersihan sangatlah penting namun *Samdani* tidak menjelaskan berapa besar yang harus di keluarkan untuk membersihkan *earning* dari unsur non halal ini.

Penelitian ini mendasari teori adanya hubungan negatif antara Dana *Cleansing* dengan *return* Reksa Dana Syariah. Dimana, secara logika semakin banyak Dana *Cleansing* yang dikeluarkan maka *return* Reksa Dana akan semakin tergerus karena porsi aset non halal Reksa Dana menjadi besar maka aset yang diperhitungkan dalam Nilai Aktiva Bersih akan berkurang.

Iggi Achsien, 2003, melakukan penelitian di Malaysia, dimana Reksa Dana Syariah di negeri jiran ini memiliki kinerja lebih tinggi daripada Reksa Dana Konvensional. Penelitiannya dibukukan dan diberi judul *Investasi Syariah di Pasar Modal*, lebih jauh memaparkan hasil penelitinya di Malaysia pada saat krisis ekonomi yang melanda hampir semua negara di Asia Timur, *Islamic Funds* memperlihatkan kinerja (dalam bentuk *return*) yang lebih baik dibandingkan produk

pembandingan konvensional. Demikian pula pada kondisi perekonomian makro yang normal, *Islamic Funds* tetap memiliki kinerja yang lebih baik dari Reksa Dana berbasis konvensional.

Hal ini sangat menarik untuk dipelajari dan sangat berkaitan dengan penelitian yang akan dilakukan dimana memiliki tujuan untuk mengembangkan kinerja Reksa Dana Syariah di Indonesia. Dari hasil penelitian yang dilakukan di dalam negeri (Indonesia), Reksa Dana Syariah masih menunjukkan kinerja yang kurang memuaskan jika dibandingkan dengan kinerja Reksa Dana konvensional.

Untuk itulah penelitian terhadap Reksa Dana Syariah dari berbagai aspek dirasakan perlu agar dapat dimanfaatkan guna mengembangkan Reksa Dana Syariah di Indonesia sehingga lebih diminati para investor dalam dan luar negeri.

Berkenaan dengan *Cleansing Fund*, dibagian akhir bukunya Achsien menjelaskan bahwa pada *Syariah Fund*, proses pembersihan atau *Cleansing* bukanlah suatu kewajiban di Malaysia, praktek ini banyak dijalankan di Timur Tengah. Pada kenyataannya di Malaysia ditemukan keragaman, artinya ada beberapa *Unit Trust* yang melakukan ada pula yang tidak. Ada indikasi bahwa proses *cleansing* dipraktikkan untuk memenuhi persyaratan yang diajukan oleh para investor muslim Timur Tengah, baik individu maupun institusi yang ingin melakukan investasi di Malaysia. Hal ini juga dipergunakan untuk memberikan kesan lebih islami sebagai suatu aspek pemasaran untuk menarik minat para investor agar berinvestasi pada Unit Trust tersebut.

Achsien pun menegaskan bahwa *Cleansing* tidak wajib argumennya adalah karena sekuritas yang dibeli telah mendapatkan pengesahan halal oleh Security Commission (SC). Kalau ingin melakukan pembersihan maka instrumennya adalah zakat, karena sudah jelas wajibnya.

Zakat sebagai suatu hal yang diwajibkan seharusnya memiliki prioritas lebih besar, sementara *cleansing* atau purifikasi disalurkan sebagai *charity* melalui shadaqah ataupun infaq. Ternyata ditemukan bahwa perusahaan yang ditelitinya melakukan *cleansing* tetapi tidak melakukan zakat.

Rinda Asyuti, 2002, dalam tesisnya yang diberi judul *Analisa Perbandingan Kinerja antara Reksa Dana Syariah dan Reksa Dana Konvensional dalam Menghasilkan Return Optimal Tahun 2001-2002* dimana metode yang dipergunakan adalah metode Sharpe, Treymon dan Jensen. Hasil penelitiannya

membuktikan bahwa Reksa Dana Syariah memiliki kinerja lebih kecil dari Reksa Dana Konvensional.

Hasil penelitian ini menjadi dasar pemikiran untuk mencari variabel-variabel lain terkait yang memungkinkan menjadi variabel yang mempunyai pengaruh negatif pada kinerja Reksa Dana Syariah.

Azizah Fitriyani, 2004, mempergunakan *sampel* Reksa Dana PNM Syariah selama periode 3 Februari 2003 sampai dengan 27 Februari 2004 untuk menghitung Risiko Pasar Reksa Dana Syariah dengan mempergunakan metode Value At Risk (VAR).

Penelitian ini berkaitan erat dengan penelitian yang akan dilakukan mengingat data penelitian mempergunakan obyek penelitian yang sama yaitu mempergunakan data Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana PNM Syariah, namun demikian periode dan obyek penelitian yang akan dilakukan sangatlah berbeda, dimana Fitriyani lebih melihat risiko dari Reksa Dana tersebut sedangkan penelitian yang akan dilakukan lebih melihat pada hubungan kausalitas Dana *Cleansing* dari Reksa Dana tersebut dengan *return* nya disamping kondisi makro yang direpresentasikan oleh IHSG, SWBI dan KURS.

Mery Susanna, 2006, melihat keterkaitan Suku Bunga dengan Risiko terhadap Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana Syariah dan Non Syariah melalui studi kasus di PT. BNI Securities dan mempergunakan sampel dari Reksa Dana yang diterbitkan oleh perusahaan Manajer Investasi tersebut dari tahun 2004 sampai dengan 2006.

Hasil dari penelitian menunjukkan adanya hubungan antara suku bunga dengan Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana yang dikelola oleh PT. BNI Securities baik Syariah maupun non Syariah

Keterkaitan penelitian ini dengan penelitian yang akan dilakukan adalah mengetahui adanya variabel yang sama dalam penelitian walaupun obyek penelitiannya berbeda.

Moammer Natalo Akbar, 2007, meneliti hubungan kausalitas Granger antara *return* Reksa Dana Syariah dan *return* Reksa Dana Konvensional. Penelitian dilakukan dengan melihat hubungan *return* Reksa Dana Syariah dan Reksa Dana konvensional melalui pergerakan instrumen investasi dalam portofolio masing-masing Reksa Dana dan dampak dari perilaku investasi investor dalam menentukan *Time Horizon* dari investasinya. Pada periode sebelum krisis dan sesudah krisis.

Dimana hasil penelitian menjelaskan bahwa pergerakan *return* Reksa Dana Konvensional bisa dijadikan patokan untuk memprediksi pergerakan *return* Reksa Dana Syariah. Namun demikian pergerakan *return* Reksa Dana dipengaruhi juga oleh :

1. Subscription & Redemption
2. Instrumen Investasi yang terbentuk dalam portofolio

Hasil penelitian ini berkaitan dengan penelitian yang akan dilakukan mengingat variabel terikat yang dimasukkan dalam model adalah *return* dari Reksa Dana Syariah.

Budi Setyanto, 2004, meneliti portofolio yang optimal pada Reksa Dana Batas Syariah dengan mempergunakan metode Markowitz. Dimana dalam hasil penelitiannya memaparkan bahwa pemilihan instrumen investasi serta bobot dari instrumen terkait mempengaruhi kinerja serta risiko suatu Reksa Dana.

Pemilihan instrument serta bobot investasi yang tepat dapat mengoptimalkan kinerja serta risiko yang terkandung dalam portofolio Reksa Dana Syariah terkait.

Penelitian Budi Setyanto ini berkaitan dengan penelitian yang akan dilakukan, dari hasil penelitian diperoleh bahwa variabel yang mempengaruhi kinerja suatu Reksa Dana adalah :

1. Pemilihan Instrumen Investasi
2. Pembobotan Instrumen tersebut dalam portofolio Reksa Dana Syariah.

Rosiana Eko Agustina, 2007, melakukan praktek kerja di PT. PNM Investment Management untuk mengetahui perhitungan valuasi Nilai Aktiva Bersih Per Unit Reksa Dana dengan mempergunakan sampel Reksa Dana PNM Amanah Syariah. Dari hasil magang tersebut, diketahui bahwa PT. PNM Investment Management mempergunakan metode perhitungan Nilai Aktiva Bersih per Unit atas Reksa Dana yang dikelolanya sebagai berikut:

$$\text{NAB/Unit} = \frac{\text{Nilai Pasar dari Efek dalam Portofolio} - \text{Hutang}}{\text{Jumlah Unit Penyertaan yang beredar}}$$

Hal ini berkaitan dengan penelitian yang dilakukan mengingat lokasi penelitian di perusahaan Manager Investasi yang sama, sehingga memberikan gambaran perhitungan NAB yang sama dengan Reksa Dana PNM Syariah sebagai obyek penelitian.

Widya Sylviana, 2006, melihat pengaruh variabel Makro Ekonomi terhadap pertumbuhan imbal hasil Reksa Dana Syariah periode November 2004 sampai dengan Juni 2006 dengan mempergunakan Data Panel. Hasil penelitiannya membuktikan bahwa semua variabel independen seperti Kurs, Suku Bunga SBI dan IHSG secara bersama-sama mampu menerangkan sebesar 20,77% pertumbuhan imbal hasil Reksa Dana Syariah sedangkan sisanya sebesar 70,23% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model. Model penelitian diuji dengan Uji Chow (Uji F) dan diperoleh Model Efek Tetap (MET) yang paling tepat dipergunakan sebagai model dalam penelitian tersebut.

Keterkaitan penelitian ini dengan penelitian yang akan dilakukan adalah adanya variabel bebas lain yaitu Kurs, Suku Bunga dan IHSG yang mempengaruhi kinerja Reksa Dana Syariah dimana variabel-variabel tersebut merupakan variabel bebas dalam penelitian ini bersama-sama dengan Dana *Cleansing* untuk melihat pengaruhnya terhadap *return* Reksa Dana PNM Syariah.

Dalam teori analisa fundamental, penilaian terhadap kondisi ekonomi dan keadaan berbagai variabel utama seperti laba yang diperoleh perusahaan dan tingkat bunga sangat mempengaruhi keputusan investasi pemodal.

Husnan, 2003, dalam bukunya yang berjudul *Dasar-dasar Teori Portofolio* halaman 306, menjelaskan hubungan antara indeks harga saham dengan tingkat suku bunga sepanjang tahun 1997, dimana saat itu indeks pasar menurun (ditunjukkan oleh indeks LQ45) sebesar 25,24% , tingkat suku bunga deposito meningkat sekitar 15%. Hal ini menunjukkan bahwa pergerakan harga saham memiliki arah yang berlawanan dengan tingkat suku bunga deposito.

Namun pada pengamatan tahun 1995 – 1996 (halaman 310) terhadap IHSG dan tingkat suku bunga, ditemukan bahwa koefisien korelasi sebesar + 0,581 yang menunjukkan bahwa terdapat gerakan yang searah antara tingkat suku bunga deposito dengan IHSG.

Pada pengamatan tahun 1993 – 1994 (halaman 310) , koefisien korelasi – 0,876 yang berarti memang terdapat hubungan negatif antara tingkat suku bunga deposito dengan IHSG.

Reilly & Brown, 2000, dalam bukunya *Investment Analysis and Portfolio Management* halaman 488-490 menjelaskan bahwa hubungan antara tingkat suku bunga dengan harga saham adalah tidak konsisten dan tidak langsung karena memungkinkan skenario dimana *cash flow* dari saham dapat berubah secara bersama sama dengan *interest rate*. Namun hubungan dengan antara tingkat suku bunga dengan harga obligasi jelas negatif.

Mankiw, 2003, halaman 123-125 menjelaskan bahwa Kurs Nominal adalah harga relatif dari dua negara. Sebagai contoh , jika kurs antara dolar AS dan yen Jepang adalah 120 yen per dolar, maka untuk 1 dolar AS dapat ditukarkan dengan 120 yen. Sedangkan Kurs Riil menyatakan tingkat dimana kita bisa memperdagangkan barang-barang dari suatu negara untuk barang-barang dari negara lain. Ketika orang-orang mengacu pada KURS, maka yang dimaksud adalah Kurs Nominal.

Untuk melihat hubungan antara *return* Reksa Dana Syariah dan KURS, di ambil teori ekonomi makro yang menjelaskan Neraca Perdagangan (ekspor netto) harus sama dengan arus modal keluar yang sama dengan tabungan dikurangi investasi. Dimana tabungan dipengaruhi oleh fungsi konsumsi dan kebijakan fiskal, sedangkan investasi dipengaruhi oleh fungsi investasi dan tingkat bunga dunia. Dengan demikian KURS akan berdampak pada kondisi pasar modal dan sektor riil.

2.2 Perhitungan Return

Perlu dijelaskan bahwa imbal hasil atau *return* adalah suatu indikator kinerja dari suatu Reksa Dana. Namun untuk melihat apakah kinerja Reksa Dana tersebut baik atau *perform*, maka harus ada tolok ukur (benchmark) dari kinerja tersebut. Dengan demikian dapat diukur kinerja suatu Reksa Dana dengan cara membandingkan *return* Reksa Dana dengan *return benchmark*.

Secara umum ada lima metode untuk menentukan *rate of return* dari suatu investasi, buku *Quantitative Method/ Economic Analysis/ Ethics/ Portfolio Management* yang diterbitkan Foran Financial Institute (1996, hal 21 – 55) menjelaskan :

1. *Single Period Return*

Memasukan nilai pendapatan (*income*) berupa dividen untuk ditambahkan dengan nilai akhir kemudian dikurangi dengan nilai investasi awal lalu dibagi dengan nilai investasi awal

2. *Arithmetic Return*

Merupakan nilai rata-rata dari semua nilai observasi

3. *Geometric Return*

Metode ini menghitung *annual compound rate of return* dari suatu nilai investasi dengan cara mencari nilai akar dari *return*.

4. *Internal (dollar-weight) Rate of Return (IRR)*

Perhitungan *Return* yang menghitung nilai kas yang diterima dimasa yang akan datang dalam perhitungan nilai investasi saat ini (*present value*).

Internal Rate of Return (IRR) adalah *discount rate* dari nilai investasi di masa depan (*Future Value*).

5. *Time-weighted Rate of Return*

Perhitungan *Return* yang hanya menghitung nilai investasinya saja.

Telah dipaparkan dalam BAB I bahwa ukuran kinerja suatu Reksa Dana adalah dari Nilai Aktiva Bersih per unitnya atau disebut dengan NAB per unit. Namun para analis pasar modal jika ingin membandingkan Kinerja Reksa Dana yang satu dengan yang lainnya dalam satu kategori (Saham, Campuran, Pendapatan Tetap dan Pasar Uang), tidak hanya membandingkan NABnya tetapi akan memasukan komponen risiko didalamnya atau menghitung *Risk Adjusted Return* dari Reksa Dana terkait.

Hal ini dikarenakan isi dari portofolio Reksa Dana yang berbeda-beda atau alokasi asset yang berbeda-beda, sehingga memiliki risiko portofolio yang berbeda pula dan akan tercermin dalam kinerja historis Reksa Dana. Yang menarik dari Reksa Dana bagi investor adalah hasil investasi yang bukan merupakan obyek pajak. Hal ini sesuai dengan peraturan perpajakan yang dikeluarkan oleh Dirjen pajak, Penerapan Pajak Penghasilan (PPH) Pasal 4 (3) huruf I UU PPh : Bagian Laba termasuk pelunasan kembali (*redemption*) Unit Penyertaan yang diterima oleh pemegang unit bukan Objek Pajak.

Namun demikian dalam menghitung Nilai Aktiva Bersih, komponen pajak atas keuntungan transaksi dalam portofolio telah di masukan dalam komponen kewajiban atau hutang.

Beberapa *text book* menjelaskan cara perhitungan Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana, sebagian besar secara langsung menghitung Nilai Aktiva Bersih per unit atau ada pula yang menyebutkannya Nilai Aktiva Bersih per saham.

Bodie, Kane, Marcus (hal 140, 2006) menjelaskan bahwa nilai dari setiap unit penyertaan disebut Nilai Aktiva Bersih atau NAB yang dirumuskan melalui perhitungan aset dikurangi kewajiban per saham .

Manurung (hal 37-41,2003) menjelaskan tentang bagaimana cara menghitung harta para investor atau lebih dikenal dengan istilah Nilai Aktiva Bersih (NAB) ini. Perhitungan NAB secara terperinci tidak ada dalam Prospektus Reksa Dana tersebut karena portofolio kinerja Reksa Dana dihitung secara harian. Lebih jelas Manurung memaparkan sebagai berikut :

Untuk menghitung tingkat pengembalian Reksa Dana, maka dibuat sebuah portofolio, misalkan Reksa Dana Saham yang nilai awalnya Rp 1 milyar . Biasanya, pada awal Reksa Dana nilai awal NAB sama dengan Rp 1.000, sehingga jumlah unit dari Reksa Dana sebesar 1 juta unit. Pemilik satu juta unit penyertaan tersebut ada pada Bank Kustodian. Bila Manajer Investasi Reksa Dana Saham membeli saham Astra (ASII) sebanyak 200 lot (satu lot sama dengan 500 saham) dengan harga Rp 2.450,- per saham, Indosemen (INTP) sebanyak 200 lot @ Rp 775,-, Telekomunikasi (TLKM) sebanyak 200 lot @ Rp 3.425,- dan aneka tambang sebanyak 400 lot @ Rp 800 dan sisanya sebesar Rp 175 juta pada rekening Koran dengan tingkat bunga 4% per tahun. Nilai seluruh portofolio sebesar Rp 1 milyar dan NAB sebesar Rp 1.000. Pada hari esoknya, harga saham mengalami kenaikan ASII menjadi Rp 2.700 per saham, INTP menjadi Rp 825 per saham, TLKM menjadi Rp 3.700 per saham dan ANTM menjadi Rp 900 persaham. Nilai total asset sebesar Rp 1.079.420.000,- (satu milyar tujuh puluh sembilan juta empat ratus dua puluh ribu rupiah) dan di bagi dengan sebesar 1 juta unit sehingga NAB sebesar Rp 1.077,52 per unit penyertaan.

Widoatmodjo (hal 185, 1996) dalam buku yang ditulisnya Cara Sehat Investasi di Pasar Modal menjelaskan bahwa harga pasar Reksa Dana adalah harga yang telah disesuaikan dengan kondisi pasar. Nilai Reksa Dana merupakan NAV, dimana untuk

menentukan NAV sangat tergantung dari portofolio investasi yang dilakukan oleh Reksa Dana. Dengan demikian NAV dipengaruhi oleh harga saham, capital gain dan dividen. Jadi tidak selalu terjadi bahwa peningkatan NAV akan meningkatkan harga pasar Reksa Dana.

Pratomo & Nugraha (hal 175-178, 2005) juga menegaskan bahwa Kinerja Investasi Reksa Dana tidak berkaitan secara langsung dengan pertumbuhan dana (NAB) Reksa Dana yang bersangkutan, seperti yang terlihat pada tabel berikut ini

Tabel 2.1.
Perubahan NAB (dana) versus Perubahan NAB/unit

Tanggal	NAB (Rp)	Perubahan (%)	NAB/Unit (Rp)	Perubahan (%)
31-Des-99	50,000,000,000.00		1,500.00	
30-Jun-00	100,000,000,000.00	100.00	1,200.00	-20.00
31-Des-00	80,000,000,000.00	-20.00	1,500.00	25.00
30-Jun-01	120,000,000,000.00	50.00	1,800.00	20.00
31-Des-00	150,000,000,000.00	25.00	1,600.00	-11.11

Dari tabel 2.1 dapat terlihat naik turunnya dana dalam Reksa Dana (NAB) bisa bertolak belakang dengan perubahan NAB/Unit. Hal ini disebabkan total dana yang dikelola oleh Manager Investasi atau Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana selain dipengaruhi oleh kinerja investasi, juga dipengaruhi oleh adanya dana yang masuk (pembelian baru dari investor) dan dana yang keluar (Penaikan atau pencairan unit oleh Investor). Tabel tersebut juga menjelaskan bahwa kinerja Reksa Dana tidak dapat diukur dari perubahan NAB. Kinerja Investasi Reksa Dana hanya dapat dilihat dari perubahan NAB/Unit.

Dalam liputan mengenai kinerja suatu Manager Investasi, sering ditemukan bahwa perhitungan kinerja berdasarkan pertumbuhan dan berkurangnya NAB.

Dalam kasus diatas pada periode 31 Des 1999 hingga 30 Juni 2000:

Manager Investasi berhasil menjual Unit Penyertaan baru kepada Investor sehingga terdapat aliran dana ke dalam Reksa Dana sehingga NAB naik sebesar 100%. Saat yang bersamaan kinerja pasar investasi (saham) sedang turun yang menyebabkan kinerja portofolio yang dikelolanya juga mengalami penurunan sebesar 20%. Pada periode berikutnya Manager Investasi berhasil membukukan

kinerja (keuntungan) sebesar 25%, dana dalam Reksa Dana (NAB) justru mengalami penurunan sebesar 20%. Hal ini mungkin terjadi karena terjadi penarikan unit penyertaan yang mengakibatkan NAB berkurang.

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa dana (NAB) Reksa Dana baru akan berkaitan secara langsung dengan kinerja investasi jika dalam periode pengukuran tidak terdapat arus kas masuk maupun keluar dari Reksa Dana atau dengan kata lain tidak ada pembelian dan atau penjualan kembali unit penyertaan, yang berarti tidak ada penambahan atau pengurangan unit penyertaan dalam portofolio.

Sehingga harus dipisahkan antara ulasan mengenai pertumbuhan dana (NAB) yang lebih banyak disebabkan oleh keputusan para investor untuk membeli atau mencairkan dananya dengan kinerja investasi yang berkaitan dengan keputusan Manager Investasi. Ulasan kinerja investasi harus berdasarkan perubahan NAB per unit, sehingga akan menjadi kinerja yang diukur berdasarkan perubahan NAB.

Beberapa Reksa Dana yang memiliki kebijakan memberikan pembagian uang tunai dari keuntungan atau dividen, dimana akan menurunkan harga per unit Reksa Dana (NAB per unit) sebesar nilai dividen yang dibagikan; dalam melakukan perhitungan kinerjanya besaran dividen yang dibagikan harus diperhitungkan.

Pratomo dan Nugraha (hal 179, 2005) memberikan ilustrasi dalam menghitung kinerja Reksa Dana yang mempunyai kebijakan pembagian uang tunai, dimana dalam hal ini prinsip perhitungannya dipergunakan dalam penelitian ini untuk menghitung *Return* dengan memperhitungkan besaran Dana *Cleansing* sebagai dividen. Lebih jelasnya Pratomo dan Nugraha memaparkannya dalam bentuk tabel sehingga mudah untuk dipahami, berikut adalah tabel yang dimaksud :

Tabel 2.2.

Perbandingan Kinerja Reksa Dana dengan dan tanpa Dividen

Tanggal	Reksa Dana Dengan Pembagian Dividen			Reksa Dana Tanpa Pembagian Dividen		
	NAB/Unit	Dividen/Unit	Kinerja/Sub Periode	NAB/Unit	Dividen/Unit	Kinerja/Sub Periode
1-Jan-99	1,000.00	-		1,000.00	-	
30-Jun-99	1,150.00	50.00	20.00%	1,200.00	-	20.00%
30-Dec-99	1,000.00	50.00	-8.70%	1,095.00	-	-8.70%
1-Jan-00	1,002.00	-	0.20%	1,097.00	-	0.20%
30-Jun-00	950.00	-	-5.19%	1,040.00	-	-5.19%
30-Dec-00	1,050.00	25.00	13.16%	1,177.83	-	13.16%
1-Jan-01	1,055.00	-	0.48%	1,183.43	-	0.48%
30-Jun-01	1,100.00	25.00	6.64%	1,261.96	-	6.64%
30-Dec-01	1,150.00	50.00	9.09%	1,376.68	-	9.09%
1-Jan-02	1,155.00	-	0.43%	1,382.67	-	0.43%
30-Jun-02	1,250.00	50.00	12.55%	1,556.27	-	12.55%
30-Dec-02	1,300.00	50.00	8.00%	1,680.75	-	8.00%
1-Jan-03	1,305.00	-	0.38%	1,687.21	-	0.38%
30-Jun-03	1,450.00	50.00	14.94%	1,939.32	-	14.94%
30-Dec-03	1,500.00	25.00	5.17%	2,039.63	-	5.17%
1-Jan-04	1,505.00	-	0.33%	2,046.43	-	0.33%
30-Jun-04	1,300.00	50.00	-10.30%	1,835.67	-	-10.30%
30-Dec-04	1,200.00	50.00	-3.85%	1,765.07	-	-3.85%
1-Jan-05	1,250.00	-	0.42%	1,772.42	-	0.42%
30-Jun-05	1,400.00	50.00	20.33%	2,132.78	-	20.33%
30-Dec-05	1,600.00	50.00	17.86%	2,513.64	-	17.86%
Total Dividen		575.00			-	

Lebih jauh Pratomo & Nugraha menekankan bahwa pengukuran Reksa Dana hanya berdasarkan atas perubahan NAB per unit dan ada tidaknya pembagian keuntungan atau dividen. Perubahan aset (NAB) bukan merupakan indikator kinerja, karena adanya faktor masuk keluarnya dana oleh investor. Adapun langkah-langkah pengukuran kinerja meliputi hal-hal sebagai berikut :

1. Menentukan Sub-Periode Pengukuran
2. Menghitung kinerja sub-periode, dengan memasukan unsur pembagian keuntungan
3. Menghitung kinerja periode tertentu dengan *metode time-weighted*
4. Menghitung indeks kinerja Reksa Dana berdasarkan kinerja yang diperoleh
5. Menentukan dan menghitung kinerja tolok ukur (*benchmark*) untuk periode yang sama
6. Menghitung indeks kinerja tolok ukur
7. Menghitung risiko fluktuasi (*standard deviasi*) dan risiko fluktuasi relatif terhadap pasar (beta).
8. Perhitungan kinerja berdasarkan Metode Sharpe, Treynor dan Jensen
9. Presentasi hasil pengukuran

Semakin besar dana investor masuk kedalam portofolio Reksa Dana, semakin mudah Manajer Investasi menginvestasikan dana tersebut pada instrumen-instrumen investasi yang memiliki potensi kenaikan harga.

Fredman dan Wiles (hal 45-46, 1993) menjelaskan bahwa semakin besar portofolio suatu Reksa Dana, maka semakin besar kemungkinan untuk mendapatkan kinerja yang lebih baik :

”Mengapa dana masuk yang cukup besar dapat mempengaruhi kinerja Reksa Dana?

Ada tiga alasan yang harus dipertimbangkan yaitu :

1. Fund Manager dapat mempergunakan dana segar tersebut untuk menambah portofolio saham yang saat ini telah dimilikinya, dengan demikian akan meningkatkan *demand* yang biasanya akan menaikkan harga saham, terlebih jika dananya diinvestasikan pada perusahaan kecil dengan jumlah saham beredar yang lebih sedikit.
2. Fund Manager tidak harus menjual saham A untuk membeli saham B. Dana baru dapat langsung diinvestasikan pada saham B, sehingga memberikan

kesempatan pada saham A untuk tetap berada dalam portofolio dengan harapan dapat memberikan tambahan keuntungan.

3. Jumlah kas yang besar pada saat *market* berada dipuncak dapat menjadi bantal/bemper pada saat *market* turun. Sehingga Fund Manager tidak dipaksa untuk menjual saham yang saat ini ada dalam portofolio untuk mendapatkan kas dan dapat mempergunakan dana tersebut dikemudian hari saat muncul penawaran yang menguntungkan.

Situmorang (hal 28, 2002) dalam karya tulisnya yang terdapat dalam bunga rampai pemerhati Reksa Dana, *Menjadi Kaya melalui Reksa Dana* menegaskan bahwa kreativitas Manajer Investasi dalam mengelola dana investor dan kemampuannya membangun kepercayaan para investor merupakan elemen penting dalam mensukseskan Industri Reksa Dana.

Dalam memperhitungan kinerja reksa dana selama periode tertentu, pada prakteknya media cetak yang menerbitkan informasi Reksa Dana serta Manager Investasi dalam memberikan informasi kinerja Reksa Dana yang dikelolanya kepada para investor, mempergunakan metode perhitungan *Discrete Return*. Adapun *Time Horizon* ataupun jangka waktu perhitungan kinerja biasanya dipaparkan dengan format 30 (tiga puluh) hari terakhir, 1 (satu) tahun terakhir dan kinerja bersih setelah dikurangi biaya penempatan dan pencairan 1 (satu) tahun terakhir.

Jorion (hal 66 dan 82, 2007) memaparkan *Measuring Return* dengan mempergunakan *Discrete return* dijabarkan melalui rumus :

$$r_t = (S_t - S_{t-1}) / S_{t-1}$$

Huda & Nasution (hal 116, 2007) dalam bukunya *Investasi pada Pasar Modal Syariah* menulis bahwa dari segi *Return* Reksa Dana Syariah masih lebih kecil dari Reksa Dana konvensional, hal ini disebabkan portofolio Reksa Dana Syariah masih sangat terbatas (misalnya tidak boleh berinvestasi pada pasar valuta asing kecuali spot market, tidak boleh menginvestasikan dana pada sektor usaha yang tidak halal seperti perbankan, rokok, atau perusahaan yang memproduksi minuman keras).

Reksa Dana Syariah berbeda dengan Reksa Dana Konvensional dalam pelaksanaan operasionalnya. Hal yang paling dapat dilihat perbedaannya adalah

proses *screening* dalam mengkonstruksi portofolio. Filterisasi menurut prinsip syariah akan mengeluarkan saham yang memiliki aktivitas haram seperti riba, minuman keras, judi, daging babi dan rokok.

Reksa Dana Syariah dapat menerima hasil investasi (Huda & Nasution, hal 105, 2007) dari:

1. Saham berupa Dividen, Right dan Capital Gain
2. Obligasi berupa bagi hasil dari emiten yang diterima secara periodic
3. Surat berharga pasar uang berupa bagi hasil dari issuer
4. Deposito berupa bagi hasil dari Bank Syariah

Dalam melakukan kegiatan investasi Reksa Dana Syariah dapat melakukan apa saja sepanjang tidak bertentangan dengan syariah. Produk-produk derivatif pasar modal seperti swap, option, forward masih menjadi kajian dalam pengaplikasian portofolio Reksa Dana Syariah. Selama masih diragukan kehalalan transaksi tersebut Dewan Pengawas Syariah akan melarang untuk melakukannya.

Foran Financial Institute (halaman 71-76, 1996) menjelaskan cara menganalisis kondisi ekonomi makro yang terkait dengan peramalan (*Forecast*) kinerja investasi dimana kondisi makro ekonomi yang menjadi perhatian diantaranya adalah :

1. *Supply* dan *Demand* uang beredar
2. Penentuan nilai tukar
3. Tingkat suku bunga
4. Inflasi
5. Pengangguran
6. Gross Domestic Product (GDP) untuk mengukur aktivitas ekonomi

Bodie/ Kane/ Marcus (hal 7, 2006), membahas mengenai pasar keuangan dan perekonomian yang secara jelas menyatakan bahwa aset riil menentukan kekayaan suatu perekonomian. Namun aset keuangan dan pasar keuangan dimana aset tersebut diperdagangkan memiliki peranan penting dalam perekonomian yang telah berkembang. Dimana aset keuangan memungkinkan terciptanya hampir seluruh aset riil perekonomian.

Keputusan keuangan rumah tangga lebih memperhatikan bagaimana cara menginvestasikan uang, sedangkan kebutuhan dunia usaha umumnya untuk mendapatkan uang guna mendanai investasi pada aset riil berupa pabrik, peralatan, pengetahuan tentang teknologi dan lain-lain.

Dunia usaha menerbitkan saham atau obligasi untuk pendanaan aset riilnya, dimana kelompok investor rumah tangga dapat membelinya melalui pialang (broker) dari perusahaan sekuritas saham atau obligasi tersebut yang diperdagangkan melalui bursa.

Kinerja harian saham-saham di bursa di informasikan dalam bentuk indeks. Di Indonesia dikenal dengan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), Jakarta Islamic Index (JII), Indeks LQ 45, dan lain-lain.

Sedangkan indikator pasar obligasi terpisah dengan saham, Tiga indeks yang paling terkenal adalah Merrill Lynch, Lehman Brothers, Salomon Smith Barney (sekarang Citigroup).

Dengan demikian dapat ditarik suatu kesimpulan bahwa variabel-variabel bebas:

1. Besaran Dana *Cleansing*
2. Kondisi Makro Ekonomi : IHSG, SWBI, KURS

dapat mempengaruhi *return* suatu Reksa Dana Syariah.

2.3 Peraturan terkait dengan perhitungan kinerja Reksa Dana Syariah

Di Indonesia, hampir semua jenis Reksa Dana yang ditawarkan saat ini adalah Reksa Dana terbuka dimana perhitungan Nilai Aktiva Bersih per unit Reksa Dana tersebut diatur dalam Peraturan Pasar Modal yang merupakan keputusan dari Ketua Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) yaitu dalam Peraturan Nomor IV C.3 : Pedoman Pengumuman Harian Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana Terbuka.(Oktober 1999):

1. Definisi
 - a. Reksa Dana Pasar Uang adalah Reksa Dana yang hanya melakukan investasi pada efek bersifat utang dengan jatuh tempo kurang dari 1 (satu) tahun.
 - b. Reksa Dana Pendapatan Tetap adalah Reksa Dana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% (delapan puluh perseratus) dari aktivasnya dalam bentuk Efek bersifat utang.

- c. Reksa Dana Saham adalah Reksa Dana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% (delapan puluh perseratus) dari aktivasnya dalam Efek bersifat ekuitas.
 - d. Reksa Dana Campuran adalah Reksa Dana yang melakukan investasi dalam Efek ekuitas dan Efek bersifat utang yang perbandingannya tidak termasuk huruf b dan huruf c.
 2. Reksa Dana Pasar uang tidak memungut biaya penjualan dan biaya pembelian kembali Unit Penyertaan. Nilai Aktiva Bersih per unit dihitung dengan cara dimana nilai aktiva akhir per unit sama dengan nilai aktiva awal per unit, dengan melakukan pembagian hasil yang diperoleh dalam bentuk Unit Penyertaan setiap hari.
 3. Bank Kustodian Reksa Dana Pendapatan Tetap, Reksa Dana Saham dan Reksa Dana Campuran wajib menghitung setiap hari :
 - a. Hasil investasi Reksa Dana dalam 30 (tiga puluh) hari terakhir, dihitung sesuai dengan ketentuan angka 1 huruf a Peraturan Nomor VIII.G.9
 - b. Hasil investasi Reksa Dana dalam 1 (satu) tahun terakhir, dihitung sesuai dengan ketentuan angka 1 huruf a Peraturan Nomor VIII.G.9
 - c. Hasil Investasi riil setelah memperhitungkan biaya penjualan dan biaya pembelian kembali dalam 1 (satu) tahun terakhir dihitung sesuai dengan ketentuan angka 1 huruf b Peraturan Nomor VIII.G.9. Besarnya biaya penjualan yang dibebankan dalam perhitungan ini adalah sebesar yang ditentukan dalam Prospektus dan biaya pembelian kembali hanya akan diperhitungkan apabila pemodal melakukan penjualan kembali Unit Penyertaan sekurang-kurangnya dalam waktu 1 (satu) tahun setelah membuka akun, (jika ada).
 4. Bank Kustodian Reksa Dana terbuka jenis Pasar Uang wajib menghitung setiap hari :

- a. Hasil investasi dalam 30 (tiga puluh) hari terakhir dengan cara menjumlah nilai bonus perunit dalam 30 (tiga puluh) hari kalender dibagi dengan nilai aktiva bersih awal per unit dan
 - b. Hasil investasi dan hasil investasi riil dalam 1 (satu) tahun terakhir, dihitung dengan cara menjumlah nilai bonus perunit dalam 1(satu) tahun dibagi dengan nilai aktiva bersih awal per unit.
5. Perhitungan sebagaimana dimaksud dalam angka 3 dan angka 4 peraturan ini, disampaikan kepada Bapepam dengan menggunakan formulir nomor IV.C.3-1, selambat-lambatnya pukul 10.00 WIB hari kerja berikutnya.
 6. Perhitungan sebagaimana dimaksud dalam angka 3 dan angka 4 peraturan ini wajib disebarluaskan kepada masyarakat melalui media massa.

Peraturan-peraturan yang ditetapkan oleh undang-undang Pasar Modal maupun BAPEPAM-LK, terkait satu dengan yang lainnya demikian pula dengan peraturan yang dipaparkan diatas sangat berkaitan erat dengan *Peraturan Nomor VIII.G9*, yang dijelaskan dalam bentuk tabel untuk mempermudah dan menstandarisasi format bagi para pelaku pasar sehingga mudah untuk diaplikasikan, berikut adalah isi dari peraturan tersebut :

1. Informasi yang harus diungkapkan dalam ikhtisar keuangan singkat Reksa Dana terbuka mengikuti tabel sebagai berikut :

	Periode dari tanggal 1 Januari tahun Berjalan s/d tanggal Prospektus	Periode 12 bulan Terakhir dari tanggal Prospektus	Periode 36 bulan Terakhir dari tanggal Prospektus	Periode 60 bulan terakhir dari tanggal Prospektus	3 tahun kalender terakhir		
					19.....	19.....	19.....
Total Hasil Investasi (%)							
Hasil Investasi Setelah							

memperhitungkan Biaya Pemasaran (%)							
Biaya Operasi (%)							
Perputaran Portofolio							
Persentase Penghasilan Kena Pajak (%)							

a. Total hasil investasi adalah perbandingan antara besarnya kenaikan nilai aktiva bersih per saham/unit penyertaan dalam satu periode dengan nilai aktiva per saham/unit penyertaan pada awal periode, dengan ketentuan sebagai berikut :

- 1) Jika dalam satu periode terjadi pembagian dividen, maka besarnya dividen per saham/Unit penyertaan di konversikan ke dalam satuan unit saham/unit penyertaan berdasarkan nilai aktiva bersih per saham/unit penyertaan pada saat dilakukan pembagian dividen. Saham/unit penyertaan dari konversi ini dianggap akan menambah jumlah saham/unit penyertaan secara keseluruhan; dan
- 2) Nilai aktiva bersih per saham/unit penyertaan pada awal periode dikalikan dengan jumlah saham/unit penyertaan sebelum dilakukan pembagian dividen/uang tunai sedangkan nilai aktiva bersih pada akhir periode dikalikan dengan jumlah saham/unit penyertaan setelah dilakukan pembagian dividen/uang tunai.

b. Hasil investasi setelah memperhitungkan biaya pemasaran adalah perbandingan antara besarnya kenaikan nilai aktiva bersih per saham/unit penyertaan dalam satu periode dengan nilai aktiva bersih

per saham/unit penyertaan pada awal periode, dimana nilai aktiva bersih setelah memperhitungkan biaya penjualan dan biaya pelunasan, dengan ketentuan sebagai berikut :

- 1) Nilai aktiva bersih per saham/unit penyertaan pada awal periode ditambah dengan biaya pemasaran(penjualan) yang dibayar oleh pemodal.
 - 2) Nilai aktiva bersih per saham/unit penyertaan pada akhir periode dikurangi dengan biaya pelunasan yang dibayarkan oleh pemodal; dan
 - 3) Jika dalam periode tersebut terdapat pembagian dividen, maka jumlah unit harus disesuaikan seperti pada perhitungan total hasil investasi.
- c. Biaya operasi Reksa Dana dalam satu tahun adalah perbandingan antara biaya operasi dalam satu tahun dengan rata-rata nilai aktiva bersih dalam satu tahun.
Bila jumlah biaya menunjukkan untuk masa lebih atau kurang dari satu tahun, maka biaya tersebut harus dikalikan dua belas kemudian dibagi dengan jumlah bulan dalam periode tersebut.
- d. Perputaran portofolio dalam satu tahun adalah perbandingan antara nilai pembelian atau penjualan portofolio dalam satu periode mana yang lebih rendah dengan rata-rata nilai aktiva bersih dalam satu tahun.
Jika nilai pembelian, penjualan, atau aktiva bersih menunjukkan untuk masa kurang atau lebih dari satu tahun, nilai tersebut harus dikalikan dengan dua belas kemudian dibagi dengan jumlah bulan dalam periode tersebut.
- e. Persentase penghasilan kena pajak, dihitung dengan membagi penghasilan selama satu periode yang mungkin dikenakan pajak pada pemodal, dengan pendapatan operasi bersih.

2. Angka-angka statistik yang terdapat pada butir 1 yang disajikan dalam bentuk tabel pada bagian mengenai ikhtisar keuangan singkat dari laporan tahunan, dan harus diperiksa oleh akuntan yang independen yang sudah mengaudit laporan keuangan dimaksud.
3. Ikhtisar keuangan singkat mencakup kalimat pernyataan sebagai berikut:
Tujuan tabel ini adalah semata-mata untuk membantu memahami kinerja masa lalu dari Reksa Dana, tetapi seharusnya tidak dianggap sebagai indikasi dari kinerja masa depan akan sama baiknya dengan kinerja masa lalu.

Dalam Peraturan Pasar Modal, Reksa Dana Terbuka Syariah tidak diatur secara khusus, namun dalam hal ini BAPEPAM meminta pendapat dari Dewan Syariah Nasional (DSN) dan pendapat tersebut harus dimasukkan dalam prospektus Reksa Dana Syariah.

Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) tentang kriteria Reksa Dana Syariah terdapat pada Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksa Dana Syariah adalah No: 20/DSN- MUI/IX/2000 BAB I Pasal 1 butir 6:

Reksa Dana yang beroperasi menurut ketentuan dan prinsip syariah Islam, baik dalam bentuk akad antara pemodal sebagai pemilik harta (shahib al-mal/rabb al-mal) dengan manajer investasi, begitu pula pengelolaan dana investasi sebagai wakil shahib al-mal dengan pengguna investasi.

Adapun yang berkaitan dengan penentuan dan pembagian hasil investasi terdapat pada BAB V, Pasal 11 :

1. Hasil investasi yang diterima dalam harta bersama milik pemodal Reksa Dana Syariah dibagikan secara proporsional kepada para pemodal
2. Hasil investasi yang dibagikan harus bersih dari unsur non-halal, sehingga Manajer Investasi harus melakukan pemisahan bagian pendapatan yang mengandung unsur non-halal dari pendapatan yang diyakini halal (tarfiq al-halal min al-haram).

3. Penghasilan Investasi yang dapat diterima oleh Reksa Dana Syariah adalah :

a. Dari Saham dapat berupa :

- Dividen yang merupakan bagi hasil atas keuntungan yang dibagikan dari laba yang dihasilkan emiten, baik dibayarkan dalam bentuk tunai maupun dalam bentuk saham.
- Rights yang merupakan hak untuk memesan efek lebih dahulu yang diberikan oleh emiten
- Capital gain yang merupakan keuntungan yang diperoleh dari jual beli saham di pasar modal.

b. Dari Obligasi yang sesuai dengan syariah :

- Bagi hasil yang diterima secara periodik dari emiten

c. Dari Surat Berharga Pasar Uang yang sesuai dengan syariah

- Bagi hasil yang diperoleh dari issuer

d. Dari Deposito berupa :

- Bagi hasil yang diterima dari bank-bank Syariah

4. Perhitungan hasil investasi yang dapat diterima oleh Reksa Dana Syariah dan hasil investasi yang harus dipisahkan dilakukan oleh Bank Kustodian dan setidaknya-tidaknya setiap tiga bulan dilaporkan kepada Manajer Investasi untuk kemudian disampaikan kepada para pemodal dan Dewan Syariah Nasional.

5. Hasil investasi yang harus dipisahkan yang berasal dari non-halal akan digunakan untuk kemaslahatan umat yang penggunaannya akan ditentukan kemudian oleh Dewan Syariah Nasional serta dilaporkan secara transparan.

BAPEPAM-LK juga mengeluarkan daftar efek syariah yang menjadi patokan bagi Manajer Investasi untuk membeli instrumen investasi atau efek yang telah disaring dan dilegalisir telah sesuai dengan prinsip-prinsip Islam. Daftar efek syariah tersebut diperbaharui setiap enam bulan, sehingga jika terjadi perubahan status maka

para Manajer Investasi harus segera mengganti efek dalam portofolio Reksa Dana terkait dengan efek yang terdapat dalam daftar efek syariah. Daftar efek syariah terdiri dari :

- 20 Sukuk atau Obligasi Syariah
- 174 Saham Syariah

Lebih jelasnya nama-nama efek tersebut dapat dilihat pada lampiran.

Dari paparan literatur diatas, memang dalam perhitungan hasil investasi Reksa Dana Syariah, dimungkinkan adanya hasil investasi non-halal yang harus dipisahkan dari hasil investasi yang halal dalam perhitungan Nilai Aktiva Bersih (NAB) per unitnya walaupun efek yang ada dalam portofolio telah memenuhi kriteria syariah (Syariah Compliance). Hal ini telah diatur oleh Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) melalui proses pemisahan aset dari unsur non halal atau proses *cleansing*. Dengan demikian, seharusnya jika tidak ada dana "*cleansing*" maka akan terjadi penambahan aset Reksa Dana Syariah sehingga kinerja Reksa Dana tersebut akan lebih optimal.

Nilai Aktiva Bersih per unit Reksa Dana adalah faktor untuk menentukan imbal hasil Reksa Dana tersebut, dimana yang berlaku saat ini adalah perhitungan kinerja dengan mempergunakan rumus *Discrete Return*

2.4 Pendapat-pendapat terkait Kinerja Reksa Dana Syariah dan Proses *Cleansing*

Delorenzo (hal 4) dalam karya tulisnya dalam *The 4th Harvard Forum on Islamic Finance*, yang berjudul *Shari'ah Supervision of Islamic Mutual Fund: Portfolio Purification* menjelaskan bahwa *purification* bukanlah *zakah*. *Delorenzo* memaparkan secara terperinci:

Sangatlah penting untuk menjelaskan bahwa *zakah & purification* adalah dua hal yang berbeda dan tidak berhubungan satu dengan yang lainnya. Namun demikian arti literal dari *Zakah* adalah *purification* atau pembersihan. Tetapi *purification* yang dimaksud disini adalah proses *cleansing* dari suatu portofolio investasi dari elemen-elemen yang tidak murni.

Pada prakteknya para *Muslim* cukup mengenal arti "*purifying*" , biasanya mereka menyedekahkan sejumlah dana yang dihasilkan dari bunga yang mereka peroleh. Dengan mempertimbangkan *Shari'ah perspective* seharusnya dana-dana

yang tidak sesuai dengan prinsip Islam tersebut di hitung dan kemudian dibersihkan. Tentu saja dengan asumsi bahwa saham-saham yang dibeli memang sudah sesuai dengan prinsip atau ajaran Islam (*Shari`ah compliance*). Sehingga sumber pendapatan tersebut tidak termasuk *operating income* dari *interest-bearing investments*, atau *earnings* dari aktivitas *core* bisnis yang dilarang. Seringkali *earning* tersebut dihasilkan dari diversifikasi korporasi atau akuisisi baru. Apapun sumbernya dan betapapun kecilnya persentase dari dana yang dikategorikan *impure* oleh standard syariah, kenyataannya adalah tetap harus di bersihkan.

Tanggung jawab *Shari`ah supervisors* untuk memastikan bahwa income tersebut telah dihitung dan ditentukan persentasenya sehingga tidak bercampur dengan hasil investasi yang dibagikan kepada investor. Sehingga hasil investasi yang diterima oleh investor telah benar-benar bersih dari elemen yang tidak murni atau non halal. Metodologi perhitungannya mungkin berbeda antara *fund* yang satu dengan *fund* lainnya, atau ketentuan dari *Shari`ah Supervisory Board* yang satu dengan yang lainnya, hal ini bukanlah yang utama, yang penting adalah *fund* tersebut betul-betul melaksanakan proses pembersihan ini untuk para investor dan *Shari`ah supervisor* telah memastikan bahwa proses tersebut dijalankan sesuai dengan hukum Islam.

Lebih jauh *Delorenzo (hal 11)* menjelaskan tentang pentingnya dikeluarkan Zakat atas Reksa Dana berbasis prinsip Syariah :

Suatu asumsi sangatlah mudah untuk dibuat bahwa jika suatu Reksa Dana Syariah secara aktif melakukan pembersihan (*cleansing*) kemudian akan mudah melakukan zakat. Sebetulnya tidaklah semudah itu, karena zakat memiliki faktor yang lebih khusus yang berada diluar kendali Reksa Dana Syariah terkait dan juga Bank Syariah atau lembaga keuangan syariah lainnya.

Mengingat faktor khusus ini terkait erat dengan setiap investor, masalahnya terkadang datang dari investor sendiri. Hal ini mengacu pada Fatwa Islamic Bank of Jordan yang menjelaskan mengapa Zakat harus diserahkan kepada investor itu sendiri. Walaupun demikian, *Shari`ah Supervisory Board* tetap harus menyiapkan *guideline* perhitungan zakat dari keuntungan yang diperoleh *fund* tersebut.

Guidelines tersebut haruslah dimuat dalam brosur atau website sebagai salah satu layanan khusus bagi para investor. Dalam prakteknya, justru masih ada perdebatan mengenai perhitungan zakat yang harus dibayarkan sebagai hasil dari investasi pada Reksa Dana Syariah dimana seharusnya hal ini menjadi topik yang penting untuk

dibicarakan untuk mendapat kesepakatan bersama di antara anggota *Shari`ah Supervisory Boards*.

Dari beberapa jurnal yang menerbitkan analisa investasi seperti yang dibuat oleh *Sumanto*, 2005 (Eksis Vol 1, No 3) yang berjudul Analisa Investasi dalam Asuransi Syariah dimana menuliskan Reksa Dana Syariah sebagai wadah investasi dari perusahaan asuransi, namun sama sekali tidak menyebutkan proses *cleansing* atas Reksa Dana terkait.

Asia Asset Management, The Journal of Investment & Pensions, August 2007 hal 3 yang berjudul “Shari’ah Producta set for new boom” Bank Dunia menjelaskan bahwa sedikit sekali masyarakat muslim yang memiliki rekening di bank karena kekhawatiran tidak sesuai dengan keyakinannya. Hal ini merupakan *opportunity* atau kesempatan bagi produk-produk investasi syariah untuk berkembang mengingat market share masyarakat muslim yang besar.

Republika, Liputan Ekonomi Syariah 31 Maret 2008 artikel berjudul Sharia Fund bersifat Universal, menyinggung mengenai pengaruh kondisi makro terhadap kinerja Reksa Dana Syariah serta memaparkan hubungan indeks harga saham gabungan (IHSG), JII dan kinerja Reksa Dana PNM Ekuitas Syariah sebagai hasil analisa dari team investasi PT. PNM Investment Management.

Majalah Investor merupakan majalah yang setiap tahun mengadakan pemeringkatan Reksa Dana terbaik. Edisi X/177 bulan Maret 2008 majalah tersebut memilih 50 Reksa Dana yang memiliki kinerja terbaik dengan menyempitkan kriteria Syariah atau Konvensional. Peringkat tersebut dilihat dari lima aspek yaitu :

- a. Risk Adjusted Return (RAR)
- b. Asset Under Management (Dana Kelolaan)
- c. Pertumbuhan Unit Penyertaan
- d. Alokasi Aset portofolio
- e. Biaya Reksa Dana

Mengingat pentingnya unsur *return*, maka bobot penilaiannya paling tinggi yaitu 40%, sedangkan Asset Under Management (AUM) 30%, pertumbuhan unit penyertaan 10%, alokasi aset portofolio 10% dan biaya Reksa Dana memiliki bobot hanya 10%.

Selain itu ada tiga jangka waktu penilaian :

- a. Periode 1 tahun

- b. Periode 3 tahun
- c. Periode 5 tahun

Pada majalah dan edisi yang sama hal 30 - 36, *Darmawan* menulis artikel yang berjudul *Tekanan Global Bayangi Pertumbuhan Reksa Dana* dimana Reksa Dana khususnya Reksa Dana berbasis saham memiliki risiko dampak dari kondisi Ekonomi Makro Global yang dipicu oleh kondisi resesi di Amerika Serikat dan gejolak pasar saham di bursa Amerika Serikat. Pada tanggal 22 Januari, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) terjerebab ke tingkat 2.294,52 padahal dua pekan sebelumnya berada pada tingkat 2.700 an. Bank Sentral Amerika Serikat pun langsung bertindak dengan memangkas suku bunga The Fed sekitar 75 basis point menjadi 3,5%. Saat itu pasar kembali tenang, beberapa hari kemudian The Fed memangkas kembali tingkat suku bunganya menjadi 3%.

Para analis dan pelaku pasar menyadari bahwa kondisi pasar yang fluktuatif dan penuh ketidakpastian itu akan mempengaruhi kinerja Reksa Dana sekaligus akan menjadi tantangan perjalanan industri Reksa Dana pada tahun 2008,

Mian, Kamal dalam artikelnya yang berjudul *Shariah Screening and Islamic Equity Indices* pada *Islamic Finance News* vol 5, Issue 17 diterbitkan tanggal 2 Mei 2008 memaparkan :

Pada prakteknya hampir semua kondisi keuangan dan bisnis dunia berhubungan dengan *interest* (bunga) , banyak perusahaan yang memiliki bidang usaha yang tidak dilarang oleh ajaran Islam, tetapi mengelola perusahaan dengan mengandalkan pinjaman. Perusahaan seperti ini tidak memenuhi kualifikasi investasi Syariah sehingga banyak investor muslim yang menjauhi pasar modal sejak lama.

Melihat potensi investasi di pasar modal, para cendekiawan muslim akhirnya bersepakat untuk menentukan kriteria Syariah yang pada awalnya terbentuk tahun 1987 yang dipelopori oleh Muhammad Taqi Usmani dari Pakistan, Prof. Saleh Tug dari Turki dan Sheikh Mohammad Al-Tayyeb Al Najjar dari Mesir. Kemudian dilengkapi dari sisi akuntingnya oleh Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI). Adapun kriteria yang disepakati adalah sebagai berikut :

1. *Business Activity Screening*

95% dari gross revenue perusahaan tidak dihasilkan dari bidang usaha yang tidak sesuai dengan prinsip Islam. Adapun bidang investasi yang tidak sesuai dengan prinsip Islam adalah:

- Alkohol, rokok dan produk-produk yang berkaitan dengan daging babi
- Entertainment (hiburan) seperti hotel, perjudian, bioskop, musik, pornography, dll)
- Senjata dan pertahanan
- Jasa keuangan konvensional termasuk bank, asuransi dan lain-lain.
- Perusahaan biotechnology yang melibatkan rekayasa genetik manusia/hewan

2. *Financial Ratio Screening*

Ajaran Islam melarang segala kegiatan yang berkaitan dengan bunga. Dengan demikian perusahaan yang mendapat atau mengambil bunga, tidak masuk dalam syariah *compliance*.

Tujuan dari *Financial Ratio Screening* adalah untuk melihat rasio hutang perusahaan, adapun perusahaan yang masuk dalam *Syariah Compliance* adalah sebagai berikut :

- Total hutang (Total debt) kurang dari 33% dari *Equity*
- Piutang (Account Receivable) kurang dari 49% dari total asset
- *Interest Income* dari Kas dan *Interest Bearing Securities* tidak lebih dari 5% dari total *income*

2.5 Penerapan Teori Dalam Penyelesaian Masalah

Dari kajian literatur diatas, dapat diambil intisari sebagai berikut :

1. Kondisi perekonomian akan mempengaruhi dunia usaha yang mana akan berdampak pada nilai jual saham atau obligasi yang diperdagangkan di bursa. Sedangkan portofolio Reksa Dana terdiri atas efek-efek berupa saham dan atau obligasi serta efek lainnya. Dengan demikian nilai pasar dari efek-efek

akan berpengaruh terhadap besaran Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana dan secara tidak langsung akan mempengaruhi *Return* Reksa Dana terkait.

2. Perhitungan Nilai Aktiva Bersih merupakan suatu faktor untuk melihat *return* suatu Reksa Dana baik yang konvensional maupun Syariah. Nilai Aktiva Bersih suatu Reksa Dana di pengaruhi oleh :

- a. Pemilihan instrumen investasi serta bobotnya dalam portofolio
- b. Harga atau nilai dari instrument tersebut dalam portofolio yang dipengaruhi oleh kondisi pasar secara makro.
- c. Biaya-biaya yang dikenakan termasuk pajak, biaya pengelolaan, biaya transaksi dll.
- d. Untuk Reksa Dana Syariah, dengan adanya proses *Purification*, maka porsi aset akan berkurang, mengingat hasil dari transaksi diluar prinsip syariah harus dikeluarkan dan tidak dibukukan sebagai aset.
- e. Rumusan perhitungan Nilai Aktiva Bersih yang umum diapakai adalah :

$$\text{NAB} = \text{Nilai Pasar Efek (Aset)} - \text{Biaya}$$

Sedangkan perhitungan Nilai Aktiva Bersih per unit Reksa Dana adalah :

$$\text{NAB per Unit} = \frac{\text{Nilai Pasar Efek} - \text{Biaya}}{\text{Total Unit}}$$

Dimana Nilai Aktiva bersih dihitung secara harian.

3. Proses pembersihan (*purification* atau *cleansing*) dari Reksa Dana Syariah adalah salah satu proses untuk membersihkan portofolio Reksa Dana Syariah dari unsur-unsur yang tidak sesuai dengan prinsip syariah (non halal) akibat dari suku bunga konvensional dan mekanisme transaksi dalam pengelolaan Reksa Dana Syariah.

4. Proses pembersihan ini kurang populer baik dikalangan investor maupun masyarakat pada umumnya. Sehingga ada manfaatnya jika hasil penelitian dapat dipublikasikan.
5. Proses pembersihan (*purification* atau *cleansing*) dari Reksa Dana Syariah bukan merupakan kewajiban yang harus dilakukan mengingat proses ini bukan zakat, namun Reksa Dana Syariah harus terbebas dari unsur non halal. Dengan demikian proses *purification* atau *cleansing* tergantung dari peraturan setempat. Indonesia merupakan salah satu Negara yang menganut sistem pembersihan ini seperti yang tercantum dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksa Dana Syariah adalah No 20/DSN-MUI/IX/2000. Dengan demikian dapat ditarik suatu hipotesa bahwa jika semua instrumen investasi dan transaksi dalam pengelolaan Reksa Dana Syariah sudah mengikuti prinsip syariah, maka proses *purification* atau *cleansing* yang harus dilakukan hanyalah zakat dan bukan proses *purification* atau *cleansing* seperti yang saat ini berlaku.
6. Dengan demikian seharusnya jika tidak ada dana "*cleansing*" maka akan terjadi penambahan aset pada Reksa Dana Syariah seperti yang terjadi pada Reksa Dana konvensional, sehingga diperkirakan akan ada penambahan kinerja dari Reksa Dana Syariah tersebut.
7. Kondisi makro ekonomi mempengaruhi imbal hasil Reksa Dana yang merupakan representasi dari kinerja reksa dana. Dari hasil penelitian yang sudah ada, kondisi makro yang mempengaruhi kinerja adalah IHSG, SBI dan Kurs.

Perhitungan *return* Reksa Dana PNM Syariah akan dilakukan dengan mempergunakan model Regresi berganda dimana variabel-variabel bebas yang akan dipergunakan adalah :

1. Dana *Cleansing*
2. IHSG
3. SWBI

4. KURS

$$\text{Return} = \alpha + \beta \text{ Dana } \textit{Cleansing} + \beta \text{ IHSG} + \beta \text{ SWBI} + \beta \text{ KURS} + \mu$$

BAB III METODE PENELITIAN

3.1 Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian yang dilakukan berbentuk *Non Contrived* dimana data yang diperoleh itulah yang akan diolah dan dianalisis. Namun demikian, asumsi-asumsi akan dipergunakan jika dibutuhkan.

Secara umum penelitian bertujuan untuk melihat hubungan kausalitas besaran *Cleansing Fund* atau dana *Cleansing* Reksa Dana Syariah terhadap potensi penambahan kinerja Reksa Dana Syariah tersebut. Namun demikian kondisi makro ekonomi akan diperhitungkan sebagai variabel yang berpengaruh terhadap kinerja Reksa Dana pada umumnya. Dengan demikian data yang diperlukan adalah data primer yang telah ada pada institusi terkait dengan pengelolaan Reksa Dana Syariah.

Penelitian akan dilakukan di perusahaan Manager Investasi & Bank Kustodian terpilih:

1. PT. PNM Investment Management merupakan perusahaan Manager Investasi