



UNIVERSITAS INDONESIA

**PERBANDINGAN KINERJA REKSADANA
SYARIAH SELAMA PERIODE KRISIS (TAHUN 2008) DAN
PERIODE SETELAH KRISIS (TAHUN 2009)
DENGAN MENGGUNAKAN
INDEKS SHARPE DAN INDEKS TREYNOR**

SKRIPSI

**NAOMI ANGELINE SIAGIAN
0806372531**

**FAKULTAS EKONOMI EKSTENSI
PROGRAM STUDI AKUNTANSI
DEPOK
JANUARI 2012**



UNIVERSITAS INDONESIA

**PERBANDINGAN KINERJA REKSADANA
SYARIAH SELAMA PERIODE KRISIS (TAHUN 2008) DAN
PERIODE SETELAH KRISIS (TAHUN 2009)
DENGAN MENGGUNAKAN
INDEKS SHARPE DAN INDEKS TREYNOR**

SKRIPSI

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana
Ekonomi**

**NAOMI ANGELINE SIAGIAN
0806372531**

**FAKULTAS EKONOMI EKSTENSI
PROGRAM STUDI AKUNTANSI
DEPOK
JANUARI 2012**

i

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

Nama : Naomi A. Siagian

NPM : 0806372531

Tanda Tangan :

Tanggal :



26 Jan 2012

HALAMAN PENGESAHAN

Skripsi ini diajukan oleh :

Nama : Naomi Angeline Siagian
NPM : 08063472531
Program Studi : Akuntansi
Judul Skripsi : Perbandingan Kinerja Reksadana Syariah Selama Periode Krisis (Tahun 2008) dan Periode Setelah Krisis (Tahun 2009) dengan Menggunakan Indeks Sharpe dan Indeks Treynor
Thesis Theme : Comparison of Sharia Mutual Fund Performance during Crisis Period (year 2008) and After Crisis Period (year 2009) using Sharpe and Treynor Method

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar S1 Program Ekstensi Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia

DEWAN PENGUJI

Ketua Penguji : Wasilah S.E., Ak., M.E. (.....)

Pembimbing : Rafika Yuniasih S.E., Ak., MSM. (.....)

Anggota Penguji : Dodik Siswanto S.E., Ak., M.Sc. (.....)

Ditetapkan di : Depok
Tanggal : 25 Januari 2012

KPS Ekstensi Akuntansi


SRI NURHAYATI, MM., S.A.S
NIP.: 19600317 198602 2 001

KATA PENGANTAR

Puji syukur saya panjatkan kepada Tuhan YME, karena tanpa berkat dan kasih sayangnya saya tidak akan dapat menyelesaikan tugas akhir skripsi ini. Penulisan skripsi ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Sarjana Ekonomi Program Ekstensi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Penulis menyadari bahwa kesuksesan penulisan tugas akhir ini juga tidak terlepas dari berbagai bantuan, dukungan, semangat serta doa dari berbagai pihak dan penulis mengucapkan terima kasih kepada:

- (1) Ibu Rafika Yuniasih, selaku dosen pembimbing yang telah meluangkan waktu, tenaga, dan pikiran untuk membantu, memberikan masukan serta revisi dalam penyusunan skripsi ini.
- (2) Ibu Wasilah dan Pak Dodik selaku dosen penguji yang telah memberikan saran dan nasihat untuk perbaikan karya tulis akhir penulis.
- (3) Ayah, Edyu, Meso, Mindo, Bu Sri, dan Mba Watik atas nasihat, doa dan dukungan yang mengalir tak henti-hentinya. Terimakasih banyak...
- (4) Kak Harry yang telah mau meluangkan waktunya untuk membantu memberikan data-data yang saya butuhkan. Semoga kebaikan Kak Harry dibalas oleh Tuhan YME.
- (5) Dik Shinta yang sudah merelakan waktunya dari Surabaya untuk datang setiap minggu demi membantu pengerjaan skripsi ini... Terimakasih banyak ya dik....God bless you...
- (6) Keluarga anyeong yang tak putus-putusnya memberikan support: Mamah Farah, Dedek Rini, Kaka Cempirili, Dek Alicia, Dek Amel, Papa Gigih. Thanks a lot family!!
- (7) Keluarga AADC: Queen Latipeh, Mey2 Mbonx, Cheu2, Bobby, dan Nukiks. Thanks a lot fellas. Finally, I made it yeah!
- (8) Sobat pujangga: Idfan Bastian Utama. Secepatnya kita unggah video kita lagi ya sobat!!
- (9) Keluarga besar tercinta di kantor. Bundo Rieska, Pak Ijha Banteng, Pak Jhony, Pak Mario, Pak Boaz, Bu Tati, Bu Heni, Bu Renike, Bu Caroline, Pak Robert, Pak Ali, Pak Mike, Bu Uun, Bu Irme, Bu Indah "Butik", Pak Roy, Pak Kent, Pak Yudi, Kak Bread Iskandar, Pak Tarmuji, Pak Hisar, Pak

Erwin, Mas Yossie, Dek Mega, Dek Fanny. Terimakasih banyak atas dukungan baik moral dan spiritual salah satunya berupa *friendly reminder*: "Naomi, kapan lulus??" atau "Sidangnya kapan?". Terimakasih banyak juga untuk waktu yang sangat menyenangkan bersama kalian...

(10) OJT dashyat!!! Dek Fikha, Dek Yuvita, Dek Amanda, Dek Hadi, Dek Yandri, Dek Rio, Dek Amos dan semua adek-adek sedunia yang turut mendoakan. Terimakasih...

(11) Semua pihak yang telah membantu, menginspirasi, mendukung, dan mendoakan penulis. Terimakasih banyak! May God bless you all. Amen.....

Akhir kata, saya berharap Tuhan YME berkenan membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu. Semoga skripsi ini membawa manfaat bagi pengembangan ilmu.

Depok, 25 Januari 2012

Penulis

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

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

Nama : Naomi Angeline Siagian

NPM : 0806372531

Program Studi : S1 Ekstensi

Departemen : Akuntansi

Fakultas : Ekonomi

Jenis karya : Skripsi

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

Perbandingan Kinerja Reksadana Syariah Selama Periode Krisis (Tahun 2008) dan Periode Setelah Krisis (Tahun 2009) dengan Menggunakan Indeks Sharpe dan Indeks Treynor

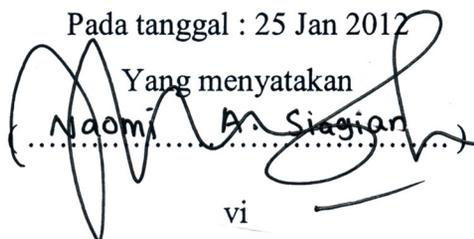
beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Depok

Pada tanggal : 25 Jan 2012

Yang menyatakan


.....
vi

ABSTRAK

Nama : Naomi Angeline Siagian
Program Studi : S1 Akuntansi
Judul : Perbandingan Kinerja Reksadana Syariah Selama Periode Krisis (Tahun 2008) dan Setelah Periode Krisis (Tahun 2009) dengan Menggunakan Indeks Sharpe dan Treynor.

Seiring dengan berkembangnya produk reksadana syariah (ditandai dengan meningkatnya jumlah produk reksadana syariah, kategori produk yang beragam, meningkatnya total NAB reksadana syariah) yang tak luput dari dampak krisis ekonomi global ditahun 2008, evaluasi mengenai kinerja reksadana syariah menjadi penting. Penelitian ini bertujuan untuk mengukur dan membandingkan kinerja reksadana syariah khususnya selama periode krisis ditahun 2008 dan setelah krisis ditahun 2009.

Metode yang digunakan untuk mengukur kinerja portofolio adalah Indeks Sharpe dan Indeks Treynor. Evaluasi dilakukan terhadap 22 produk reksadana syariah yang mewakili 61.11% dari jumlah total reksadana syariah pada tahun 2008 reksadana syariah tersebut masih aktif diperdagangkan hingga tahun 2009 yaitu setelah periode krisis.

Perhitungan kinerja kedua jenis reksadana yang diobservasi menunjukkan bahwa selama periode krisis (tahun 2008) lebih rendah dari periode setelah krisis (tahun 2009) dan secara statistik (melalui uji Wilcoxon) terdapat perbedaan kinerja antara dua periode tersebut .

Kata kunci:

Reksadana syariah, kinerja reksadana syariah, krisis global.

ABSTRACT

Name : Naomi Angeline Siagian
Study Program: S1 Accounting
Title : Comparison of Sharia Mutual Fund Performance During Crisis Period (2008) and After Crisis Period (2009) using Sharpe Index and Treynor Index.

Align with the development of sharia mutual fund products nowadays (looking beyond the raising numbers of the sharia products, the alternatives product categories become vary, and the raise of Net Asset Value of sharia mutual fund) which also got the impact of global crisis in 2008, the evaluation of sharia mutual funds performance becomes an important work to do. This study intended to measure and to compare the performance of sharia mutual fund during crisis period in 2008 and after crisis period in 2009.

This study used two methods of performance; those are Sharpe's Index and Treynor's Index. The evaluation is done to twenty two products of sharia mutual fund which represented 61.11% of the total products of sharia mutual fund in 2008 when crisis happened, and those were still active until 2009 after the crisis period.

The calculation of return on both types of mutual funds that are observed showed that the performance during crisis period (2008) is lower than after crisis period (2009), eighteen and statistically, by using Wilcoxon test, there is difference in performance between the two periods.

Key words:

Sharia mutual fund, sharia mutual performance, global crisis.

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINILITAS	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
KATA PENGANTAR	iv
HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH	vi
ABSTRAK	vii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR TABEL.....	xii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiii
1. PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Perumusan Masalah	4
1.3 Pembatasan Masalah	4
1.4 Tujuan Penelitian	5
1.5 Manfaat Penelitian	5
1.6 Ruang Lingkup.....	6
1.7 Metodologi	6
1.8 Sistematika Penulisan	6
2. LANDASAN TEORI	8
2.1 Reksadana	8
2.1.1 Pengertian Reksadana	10
2.1.2 Bentuk Hukum dan Sifat Reksadana	11
2.1.3 Produk atau Jenis Reksadana	12
2.1.4 Risiko Investasi Reksadana	13
2.1.5 Manfaat Investasi Reksadana.....	14
2.2 Pasar Modal Syariah	15
2.2.1 Konsep Dasar Pasar Modal Syariah.....	17
2.2.2 Dasar Hukum Pasar Modal Syariah.....	18
2.2.3 Perkembangan Reksadana Syariah di Indonesia.....	19
2.2.4 NAB Reksadana	20
2.3 Teori Pengukuran Kinerja Reksadana.....	22
2.4 Teori Krisis Ekonomi	23
2.5 Penelitian Reksadana Syariah Terdahulu.....	22
2.5.1 Penelitian Reksadana Syariah di Luar Negri	26
2.5.2 Penelitian Reksadana Syariah di Dalam Negri (Indonesia)	29
2.6 Pembentukan Hipotesis.....	31
3. METODOLOGI PENELITIAN.....	33
3.1 Populasi dan Kriteria Sampel.....	33
3.2 Data dan Variabel Penelitian.....	33
3.3 Metode Analisis Data.....	35
3.3.1 Pengolahan Data Awal.....	35

3.3.1.1 Menghitung Tingkat Pengembalian Reksadana.....	35
3.3.1.2 Menghitung Tingkat Pengembalian Pasar	35
3.3.1.3 Uji Normalitas.....	36
3.3.1.4 Menghitung Standar Deviasi Reksadana dan Pasar.....	36
3.3.1.5 Menghitung Beta Reksadana dan Pasar	36
3.3.1.6 Menghitung Rata-rata Suku Bunga BI.....	37
3.3.2 Pengukuran Kinerja Reksadana	38
3.3.2.1 Indeks Sharpe	38
3.3.2.2 Indeks Treynor	38
3.4 Uji Peringkat Bertanda Wilcoxon.....	39
4. PEMBAHASAN DAN ANALISIS.....	41
4.1 Sampel Penelitian Kinerja Reksadana Syariah	41
4.1.1 Perhitungan Average Return, Standard Deviasi, dan Beta (tahun 2008).....	43
4.1.2 Perhitungan Average Return, Standard Deviasi, dan Beta (tahun 2009).....	45
4.2 Uji Normalitas.....	47
4.3 Analisis Kinerja Reksadana berdasarkan Indeks Sharpe dan Indeks Treynor	48
4.3.1 Hasil Pengukuran menurut Indeks Sharpe dan Indeks Treynor tahun 2008 dan tahun 2009	48
4.3.2 Hasil Peningkatan Kinerja menurut Indeks Sharpe tahun 2008 dan tahun 2009	50
4.3.3 Hasil Peningkatan Kinerja menurut Indeks Treynor tahun 2008 dan tahun 2009	52
4.4 Hasil Uji Peringkat Bertanda Wilcoxon	54
5. KESIMPULAN DAN SARAN	57
5.1 Kesimpulan	57
5.2 Saran	58
5.2.1 Bagi Investor	58
5.2.2 Bagi Manajer Investasi.....	58
5.2.3 Bagi Penelitian Selanjutnya	59
DAFTAR REFERENSI	60

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1	Perbandingan Kinerja Reksadana Campuran Syariah (PNM Dan DNSMB) dan Kinerja Pasar (JII dan IHSG) tahun 2002	30
Tabel 2.2	Perbandingan Kinerja Antara PNM Syariah, Danareksa Syariah Berimbang, dan Pasar (JII dan IHSG) tahun 2002	30
Tabel 4.1	Reksadana Syariah per 31 Desember 2008.....	41
Tabel 4.1.1	Ringkasan Perhitungan Statistik Reksadana (tahun 2008)	43
Tabel 4.1.2	Ringkasa Perhitungan Statistik Reksadana (tahun 2009)	46
Tabel 4.2	Hasil Uji Normalitas (tahun 2008-2009)	47
Tabel 4.3.1	Perhitungan Kinerja tahun 2008 dan 2009.....	49
Tabel 4.3.2	Peringkat Kinerja Indeks Sharpe (dengan Pendapatan Tetap)....	50
Tabel 4.3.3	Peringkat Kinerja Indeks Sharpe (tanpa Pendapatan Tetap).....	51
Tabel 4.3.4	Peringkat Kinerja Indeks Treynor (dengan Pendapatan Tetap)..	52
Tabel 4.3.5	Peringkat Kinerja Indeks Treynor (tanpa Pendapatan Tetap).....	53
Tabel 4.4	Hasil Uji Peringkat Bertanda Wilcoxon (Indeks Sharpe)	54
Tabel 4.5	Hasil Uji Peringkat Bertanda Wilcoxon (Indeks Sharpe Tanpa menggunakan Pend. Tetap).....	55
Tabel 4.6	Hasil Uji Peringkat Bertanda Wilcoxon (Indeks Treynor)	55
Tabel 4.7	Hasil Uji Peringkat Bertanda Wilcoxon (Indeks Treynor- Tanpa menggunakan Pend. Tetap	56

DAFTAR GRAFIK DAN GAMBAR

Grafik 1.1	Pertumbuhan Reksadana Syariah tahun 2003-2010.....	2
Grafik 2.1	Grafik Credit Default Swaps (CDS)	23
Grafik 2.2	Banking Pressure Index Indonesia	24
Grafik 2.3	Financial Stability Index	25
Gambar 2.1	Mekanisme Reksadana di Indonesia	10
Gambar 2.2	Proses Seleksi Saham Syariah	17



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Tabel Populasi Reksadana Syariah per 31 Desember 2008	63
Lampiran 2 Hasil Uji Normalitas Reksadana Syariah (2008 dan 2009)	64
Lampiran 3 Hasil Uji Peringkat Bertanda Wilcoxon (tahun 2008 dan 2009) ..	65



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Berbicara mengenai syariah saat ini tidak hanya terbatas pada bidang keagamaan namun juga telah merambah ke bidang ekonomi, salah satunya mencakup industri keuangan syariah. Industri keuangan syariah yang meliputi perbankan, asuransi, dan pasar modal beberapa tahun terakhir menjadi pilihan alternatif investasi yang diminati di Indonesia karena sebagian besar penduduknya menganut ajaran agama Islam.

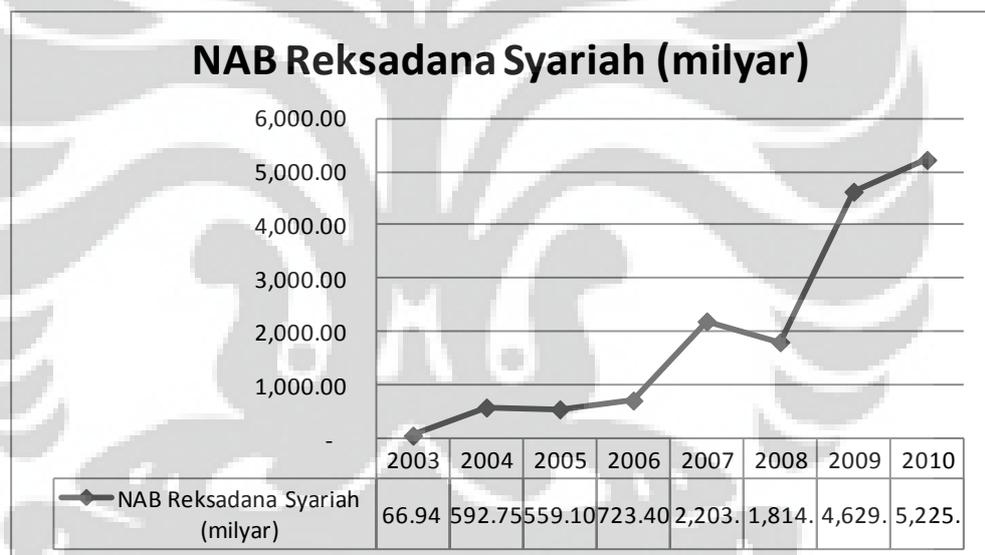
Reksadana syariah pertama di Indonesia diterbitkan oleh PT Danareksa Investment Management pada 3 Juli 1997. Sebagai bentuk dukungannya, Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM-LK) meluncurkan prinsip pasar modal syariah pada tanggal 14 dan 15 Maret 2003 yang ditandai dengan ditandatanganinya nota kesepahaman antara BAPEPAM-LK dengan Dewan Syariah Nasional – Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI). Reksadana Syariah pada dasarnya adalah islamisasi reksadana konvensional yang merupakan wadah untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal sebagai pemilik dana (*shahibul mal*) untuk selanjutnya diinvestasikan dalam Portofolio Efek oleh Manajer Investasi sebagai wakil *shahibul mal* menurut ketentuan dan prinsip syariah Islam (Setiawan, 2005).

Diawali dengan terjadinya krisis global pada tahun 2008 yang membuat perekonomian dunia terganggu, harga-harga komoditas merosot, akibat dunia mengurangi produksinya (Asgar, 2010). Berbeda dari krisis keuangan tahun 1997 yang berdampak lokal, krisis tahun 2008 meluas ke hampir seluruh belahan dunia. Dilihat dari indikator makroekonomi di Indonesia, inflasi *year to year* mencapai 11,14% pada 5 November 2008, nilai tukar rupiah dilihat dari kurs tengah Bank Indonesia mencapai Rp12.400 per US\$1 dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dari nilai Rp2.800 di awal tahun 2008 merosot 39,67% hingga Rp1.111 pada 28

Oktober 2008. *Jakarta Islamic Index* (JII) pun mengalami kemerosotan, diawal tahun 2008 senilai Rp513,6 dan pada November 2008 jatuh sebesar 34,50% ke angka Rp177,68.

Menilik perjalanan reksadana syariah khususnya selama periode krisis, dan setelah krisis, data statistik menunjukkan bahwa jumlah reksadana syariah mengalami kenaikan. Ditahun 2007 terdapat 26 reksadana syariah, tahun 2008 sebanyak 36 reksadana syariah dan tahun 2009 tercatat sebanyak 46 reksadana syariah yang terdaftar di BAPEPAM-LK. Total NAB Reksadana syariah mencatat adanya penurunan NAB ditahun 2007 dari nilai Rp2,2 triliun menjadi Rp1,8 triliun ditahun 2008 dan ditahun 2009 NAB reksadana syariah melejit menjadi Rp4,6 triliun (lihat tabel 1.1)

Grafik 1.1 Pertumbuhan NAB Reksadana Syariah (2003-2010)



Sumber : Bapepam-LK (diolah kembali)

Menurut Djumena (2011), belajar dari krisis tahun 2008 membuat banyak orang mempertanyakan sistem ekonomi kapitalis yang selama ini dianggap paling hebat terbukti bisa ambruk juga. Efek krisis ekonomi yang dimulai dari Negara Amerika Serikat sebagai pusat ekonomi kapitalis menjalar ke semua negara termasuk Indonesia. Akibat dari krisis tersebut beberapa negara mulai mencari sistem ekonomi yang ideal yang dapat

menggantikan sistem ekonomi kapitalis dan mereka menemukan sistem ekonomi Islam atau syariah adalah sistem ekonomi yang ideal (Djumena, 2011).

Sesungguhnya berinvestasi merupakan bagian dari *Islamic Wealth Accumulation* (akumulasi kekayaan) tentunya dengan berlandaskan kepada Alquran dan Hadist dengan nilai-nilai kejujuran, keadilan dan bermanfaat bagi sesama (Djumena, 2011). Hal ini menimbulkan pendapat bahwa berinvestasi di ekonomi syariah lebih aman dan menguntungkan karena basis pengelolaannya yang tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal.

Namun, bagaimanapun setiap jenis investasi tak akan luput dari risiko. Demikian pula halnya reksadana syariah yang memiliki tingkat risiko dan tingkat pengembalian (*return*) yang berbeda-beda. Seiring dengan berkembangnya reksadana syariah dari tahun ke tahun menjadi isu penting untuk meneliti perbandingan kinerja reksadana syariah khususnya pada periode krisis tahun 2008 dan setelah krisis tahun 2009.

1.2 Perumusan Masalah

Evaluasi kinerja portofolio merupakan tahap penting dalam proses keputusan investasi. Menurut Wiksuana dan Purnawati (2008), dalam mengevaluasi kinerja portofolio investasi, investor harus memperhatikan apakah tingkat imbal hasil (*return*) yang diperoleh sudah cukup memadai untuk menutup risiko yang harus ditanggung. Dengan kata lain, penilaian kinerja portofolio investasi harus didasarkan pada ukuran yang bersifat *risk adjusted*.

Terdapat dua metode tradisional yang dapat digunakan dalam mengevaluasi kinerja portofolio. Kedua metode tersebut adalah indeks Sharpe (1964), indeks Treynor (1965). Konsep pengukuran didasarkan pada gabungan antara return dan risiko, yang kemudian disebut dengan *risk adjusted performance*. Indeks Sharpe mengukur kinerja portofolio dengan total risiko (standar deviasi) sebagai indikator, sedangkan Indeks Treynor

mengukur kinerja portofolio dengan risiko sistematis (beta) sebagai indikator.

Penelitian sejenis mengenai perbedaan perbandingan kinerja reksadana saham pada kondisi *Bullish* dan *Bearish* telah dilakukan oleh Christian (2009). Hasil evaluasi secara *risk adjusted return* mengindikasikan korelasi positif yang signifikan antara *ranking Sharpe's Index* dan *Treynor's Index*. Namun, berdasarkan evaluasi Jensen's Alpha tidak ditemukan adanya produk reksadana saham yang memiliki kemampuan *outperform* terhadap indeks secara signifikan. Berdasarkan penelitian terdahulu, maka penelitian kali ini merumuskan beberapa masalah:

- Bagaimana kinerja reksadana syariah di Indonesia selama periode krisis (tahun 2008) dan setelah periode krisis (tahun 2009) dengan menggunakan Indeks Sharpe dan Indeks Treynor.
- Bagaimana komposisi peringkat reksadana syariah yang diobservasi selama periode krisis (tahun 2008) dan setelah periode krisis (tahun 2009) menurut Indeks Sharpe dan Indeks Treynor.
- Bagaimana perbandingan kinerja reksadana syariah selama periode krisis (tahun 2008) dan setelah periode krisis (tahun 2009).

1.3 Tujuan Penelitian

Secara umum penelitian ini bertujuan untuk melakukan penilaian kinerja Reksa Dana Syariah dengan menggunakan Indeks Sharpe dan Indeks Treynor. Secara khusus penelitian ini bertujuan untuk:

- Mengukur kinerja reksadana syariah dengan menggunakan Indeks Sharpe dan Indeks Treynor selama periode krisis (tahun 2008) dan setelah periode krisis (tahun 2009).
- Memberikan peringkat/ *ranking* kepada masing-masing reksadana syariah berdasarkan Indeks Sharpe dan Indeks

Treynor selama periode krisis (tahun 2008) dan setelah periode krisis (tahun 2009).

- Membandingkan kinerja reksadana syariah berdasarkan peringkat/ *ranking* nya selama periode krisis (tahun 2008) dan setelah periode krisis (tahun 2009).

1.4 Pembatasan Masalah

Hingga tahun 2008, BAPEPAM LK mencatat terdapat 30 reksadana syariah baik dari kategori campuran indeks pendapatan tetap, saham dan terproteksi. Periode penelitian dilakukan dengan mengambil sampel periode Januari 2008- Desember 2009. Sehingga apabila tanggal efektif dari reksadana syariah melebihi periode Januari 2008, maka reksadana tersebut akan dikeluarkan dari objek penelitian. Penelitian juga membatasi metode pengukuran kinerja portofolio dengan menggunakan Indeks Sharpe dan Indeks Treynor.

1.5 Manfaat Penelitian

Manfaat dari penelitian ini antara lain:

- Sebagai informasi tambahan untuk bahan evaluasi sebelum melakukan pemilihan alternatif investasi khususnya dalam bentuk reksadana syariah.
- Mengetahui reksadana manakah yang memiliki kinerja lebih baik. Hal ini diharapkan dapat menjadi salah satu bahan pertimbangan bagi para investor dalam menentukan reksadana yang akan dipilih;

1.6 Ruang Lingkup

Obyek Penelitian

Obyek penelitian dalam penelitian ini adalah Reksadana Syariah ada di Indonesia yang telah aktif minimal sejak Januari 2008 sampai Desember 2009. Data NAB (Nilai Aktiva Bersih) reksadana syariah diperoleh melalui akses Bloomberg.

Periode Penelitian

Periode yang digunakan adalah mulai dari Januari 2008- Desember 2009. Periode ini diambil agar dapat melihat kinerja reksadana syariah khususnya pada saat krisis (kondisi *bullish* dan *bearish* pasar modal Indonesia). Dengan begitu diharapkan hasil yang didapat akan memperlihatkan kinerja reksadana dalam ketiga situasi ekstrim tersebut.

1.7 Metodologi

Metode yang digunakan dalam penelitian ini memakai Indeks Sharpe dan Indeks Treynor sebagai alat ukur kinerja investasi. Pengujian statistik yang digunakan adalah Uji Peringkat Bertanda Wilcoxon (*Wilcoxon Signed-Rank Test*) yang digunakan untuk membandingkan dua sampel berpasangan dengan skala interval tapi tidak terdistribusi normal (Uyanto, 2009). Selain itu, dalam penelitian ini penulis juga melakukan tinjauan literatur yang terkait dengan permasalahan yang akan dibahas di bab selanjutnya.

1.8 Sistematika Penulisan

BAB 1 PENDAHULUAN

Bab ini menguraikan latar belakang permasalahan, rumusan permasalahan, ruang lingkup penelitian, tujuan dan manfaat penelitian serta sistematika penulisan ini. Bab ini bertujuan untuk memberikan gambaran umum mengenai isi keseluruhan dari tulisan ini.

BAB 2 LANDASAN TEORI

Bab ini menguraikan mengenai landasan teori yang dipakai dalam tulisan ini yaitu mengenai teori reksadana secara umum, reksadana syariah dan metode pengukuran kinerja reksadana yang digunakan dalam penelitian ini.

BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN

Bab ini menjelaskan tahap-tahap dalam penelitian ini, data, sampel serta cara penghitungan variabel-variabel yang digunakan. Dalam bab ini juga akan dijelaskan mengenai metode yang akan digunakan dalam pengolahan data.

BAB 4 PEMBAHASAN

Pada bab ini dilakukan analisis terhadap pengolahan data yang dilakukan pada bab III serta pembahasannya yang merupakan interpretasi dari hasil pengolahan data tersebut. Interpretasi hasil penelitian ini akan memberikan jawaban atas permasalahan dari penelitian ini.

BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN

Bab ini merupakan penutup dari tulisan ini. Seluruh hasil perhitungan dan analisa data pada bab sebelumnya akan dirangkum dalam bab ini. Selain itu juga diberikan saran-saran sebagai pengembangan lanjutan dari penelitian ini.

BAB 2 LANDASAN TEORI

2.1 Reksadana

Pasar modal merupakan salah satu pilar ekonomi Indonesia yang dapat menjadi penggerak ekonomi nasional melalui peranannya sebagai wahana sumber pembiayaan bagi perusahaan dan alternatif investasi bagi para pemodal. Untuk mewujudkan peranannya tersebut, pasar modal Indonesia menciptakan dan mengembangkan berbagai produk salah satunya adalah reksadana.

Sebagai sarana investasi di pasar modal, Reksadana mempunyai andil yang cukup besar dalam perkembangan pasar modal Indonesia. Reksadana merupakan pilihan utama bagi pemodal kecil di dalam berpartisipasi di pasar modal. Reksadana pertama kali terbit dengan nama *Massachusetts Investors Trust* yang diterbitkan tanggal 21 Maret 1924 di Amerika Serikat, dengan hanya kurun waktu setahun telah memiliki sebanyak 200 investor reksadana dengan total aset senilai US\$392.000.

Menurut Khorana, dkk (2003), pada tahun 1929 sewaktu bursa saham di Walstreet, Amerika jatuh, pertumbuhan industri reksadana ini menjadi melambat. Maka dari itu, menanggapi jatuhnya bursa, Kongres Amerika kemudian mengeluarkan Undang-undang Surat Berharga 1933 (*Securities Act of 1933*) dan Undang-undang Bursa Saham 1934 (*Securities Exchange Act of 1934*) untuk menjamin keamanan dan menciptakan kepercayaan di antara pemain industri reksadana ini (Khorana dkk, 2003). Berdasarkan undang-undang tersebut reksadana wajib didaftarkan pada *Securities and Exchange Commission* atau biasa disebut SEC yaitu sebuah komisi di Amerika yang menangani perdagangan surat berharga dan pasar modal. Selain itu pula, penerbit reksadana wajib untuk menyediakan prospektus yang memuat informasi guna keterbukaan informasi reksadana, juga termasuk surat berharga yang menjadi objek

kelolaan, informasi mengenai manajer investasi yang menerbitkan reksadana.

SEC juga terlibat dalam perancangan Undang-undang Perusahaan Investasi tahun 1940 yang menjadi acuan bagi ketentuan-ketentuan yang wajib dipenuhi untuk setiap pendaftaran reksadana hingga hari ini. Adanya SEC kemudian membentuk kepercayaan masyarakat akan bursa saham, dan sejak saat itu pula lah reksadana mulai tumbuh dan berkembang.

Di Indonesia sendiri, sampai tahun 2011 jumlah reksadana berhasil mencapai 737 dengan total nilai Rp155,98 triliun. Kepercayaan yang dibentuk antara pemain industri reksadana dengan para investor menambah keyakinan dengan membentuk reksadana syariah, yakni alternatif investasi yang berbasiskan ajaran agama Islam (Setiawan, 2005).

Munculnya reksadana syariah mengawali perkembangan pasar modal syariah di Indonesia. Reksadana syariah pertama di Indonesia diterbitkan oleh PT Danareksa Investment Management pada 3 Juli 1997. Sebagai bentuk dukungannya, Badan Pengawas Pasar Modal – Lembaga Keuangan (BAPEPAM-LK) meluncurkan prinsip pasar modal syariah pada tanggal 14 dan 15 Maret 2003 yang ditandai dengan ditandatanganinya nota kesepahaman antara BAPEPAM-LK dengan Dewan Syariah Nasional–Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI).

Reksadana Syariah pada dasarnya adalah Islamisasi reksadana konvensional yang kemudian dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal sebagai pemilik dana (*shahibul mal*) untuk selanjutnya diinvestasikan dalam Portofolio Efek oleh Manajer Investasi sebagai wakil *shahibul mal* menurut ketentuan dan prinsip syariah Islam (Setiawan, 2005).

Namun, seperti apakah detail reksadana, dan bagaimana pelaksanaannya, terutama di Negara Indonesia? Bagaimanakah peranan dan pengaruh reksadana syariah dalam investasi di Indonesia? Penjelasan berikut akan menguraikan lebih detail mengenai reksadana secara umum dan reksadana syariah yang dilaksanakan di Indonesia.

2.1.1 Pengertian Reksadana

Undang-undang Pasar Modal Nomor 8 Tahun 1995 pasal 1, ayat (27) menyatakan bahwa “Reksadana adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat Pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio Efek oleh Manajer Investasi”.

Di dalam reksadana, Manajer Investasi mengelola dana-dana yang ditempatkan pada surat berharga dan merealisasikan keuntungan ataupun kerugian dan menerima dividen atau bunga yang dibukukannya ke dalam "Nilai Aktiva Bersih" (NAB) Reksadana tersebut.

Kekayaan reksadana yang dikelola oleh Manajer Investasi tersebut wajib untuk disimpan pada bank kustodian yang tidak terafiliasi dengan Manajer Investasi dan bank kustodian inilah yang akan bertindak sebagai tempat penitipan kolektif dan administratif.

Produk reksadana di Indonesia dimulai tepatnya pada tanggal 7 September 1995 yaitu ketika BAPEPAM-LK memberikan pernyataan efektif atas Reksadana perseroan bersifat tertutup PT BDNI Reksadana yang dikelola oleh Manajer Investasi PT BDNI Securities. Selanjutnya perkembangan Reksadana mengalami kemajuan ketika pemerintah memberlakukan Undang-undang no. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal dan peraturannya.

Berikut adalah mekanisme reksadana yang dilakukan di Indonesia:

Gambar 2.1 Mekanisme Reksadana di Indonesia



Sumber: Bapepam-LK

2.1.2 Bentuk Hukum dan Sifat Reksadana

Berdasarkan Undang-undang Pasar Modal Nomor 8 Tahun 1995 pasal 18, ayat (1), bentuk hukum Reksadana di Indonesia ada dua, yakni:

1. Reksadana berbentuk Perseroan, yaitu perusahaan penerbit Reksadana menghimpun dana dengan menjual saham dan selanjutnya dana dari hasil penjualan tersebut diinvestasikan pada berbagai jenis investasi yang diperdagangkan di pasar modal maupun di pasar uang.
2. Reksadana berbentuk Kontrak Investasi Kolektif, yaitu kontrak antara Manajer Investasi dengan Bank Kustodian yang mengikat pemegang unit penyertaan dan Manajer Investasi diberi wewenang untuk mengelola portfolio investasi kolektif.

Sedangkan menurut Bodie, Kane dan Marcus (2007) dilihat dari segi sifatnya, reksadana diklasifikasikan menjadi dua, yakni:

1. Reksadana bersifat tertutup, yaitu reksadana yang tidak dapat membeli kembali saham–saham yang telah dijual kepada pemodal. Unit penyertaan reksadana tertutup hanya dapat dijual kembali kepada investor lain melalui mekanisme perdagangan di Bursa Efek. Harga jualnya bisa diatas atau dibawah Nilai Aktiva Bersihnya.
2. Reksadana bersifat terbuka, yaitu reksadana yang menawarkan dan membeli saham–sahamnya / unit penyertaan dari pemodal sampai sejumlah modal yang sudah dikeluarkan. Harga jualnya biasanya sama dengan Nilai Aktiva Bersihnya. Sebagian besar reksadana yang ada saat ini adalah merupakan reksadana terbuka.

2.1.3 Produk atau Jenis Reksadana

Berikut ini adalah macam – macam jenis atau produk Reksadana yang dijelaskan secara singkat (Utomo, 2010) :

1. Reksadana Konvensional (Biasa)
Reksadana Konvensional (Biasa) adalah Reksadana yang dapat dibeli atau dijual kembali oleh investor setiap saat tergantung tujuan

investasi, jangka waktu dan profil risiko investor. Jenis-jenis Reksadana Konvensional (Biasa) adalah sebagai berikut:

- a. Reksadana Saham, adalah Reksadana yang melakukan investasi sekurang – kurangnya 80% dari aktivitya dalam efek bersifat ekuitas.
- b. Reksadana Pendapatan Tetap, adalah Reksadana yang melakukan investasi sekurang – kurangnya 80% dari aktivitya bersifat utang.
- c. Reksadana Pasar Uang, adalah Reksadana yang melakukan investasi sekurang – kurangnya 80% aktivitya dalam efek yang bersifat utang yang jatuh temponya kurang dari satu tahun.
- d. Reksadana Campuran, adalah Reksadana yang melakukan investasi dalam efek bersifat ekuitas dan efek bersifat utang yang perbandingannya termasuk seperti Reksadana Saham, Pendapatan Tetap, dan Pasar Uang.

2. Reksadana Terstruktur

Reksadana Terstruktur adalah Reksadana yang hanya dapat dibeli atau dijual kembali oleh investor pada saat tertentu saja yang ditentukan oleh Manajer Investasi.

Jenis-jenis Reksadana Terstruktur adalah sebagai berikut:

a. *Exchange Traded Fund (ETF)*

ETF ini adalah merupakan kombinasi dari Reksadana tertutup dan Reksadana terbuka, dan ETF ini biasanya adalah merupakan Reksadana yang mengacu kepada indeks saham.

b. Reksadana Terproteksi (*Protected Fund*).

Reksadana ini tergolong baru di Indonesia dan lahir setelah longsornya nilai aset Reksadana beberapa tahun lalu. Reksadana ini diinvestasikan pada instrument surat hutang, biasanya pada obligasi yang hampir jatuh tempo.

c. Reksadana Syariah

Mengandung pengertian sebagai Reksadana yang pengelolaan dan kebijakan investasinya mengacu pada syari'at Islam.

Universitas Indonesia

d. Reksadana Indeks (*Index Fund*)

Reksadana yang portofolio efeknya terdiri dari atas efek yang menjadi bagian dari suatu indeks yang menjadi acuannya. Sekurang-kurangnya 80% dari NAB diinvestasikan pada efek yang merupakan bagian dari kumpulan efek yang ada dalam indeks tersebut. Pembobotan masing-masing efek antara 20% sampai 80% dari pembobotan atas masing-masing efek dalam indeks yang menjadi acuan dan tingkat penyimpangan dari kinerja Reksadana Indeks terhadap kinerja indeks yang menjadi acuan.

2.1.4 Risiko Investasi Reksadana

Menurut Jones (2009), risiko dalam melakukan investasi dapat bersumber dari beberapa hal, diantaranya:

a. *Interest Rate Risk.*

Merupakan risiko investasi yang terjadi karena perubahan tingkat sukubunga. Tingkat suku bunga pasar akan mempengaruhi nilai investasi. Jika tingkat suku bunga pasar sedang naik, maka besar kemungkinan nilai investasi akan turun dan begitu pula sebaliknya. Risiko tingkat suku bunga pasar lebih berpengaruh terhadap surat hutang dibandingkan terhadap saham dan merupakan hal yang penting untuk dipertimbangkan oleh investor.

b. *Market Risk*

Merupakan risiko investasi sebagai akibat dari fluktuasi yang terjadi padapasar secara keseluruhan. Walaupun pada dasarnya risiko pasar lebih berpengaruh terhadap saham, namun secara umum risiko ini juga mempengaruhi seluruh sekurita investasi.

c. *Inflation Risk*

Inflasi merupakan suatu kondisi ekonomi yang ditunjukkan dengan naiknya harga barang. Risiko inflasi ditunjukkan dengan menurunnya kemampuan daya beli investor. Selain itu, risiko inflasi juga akan mempengaruhi tingkat pengembalian investasi

sebagai dampak dari meningkatnya suku bunga. Risiko Penurunan Suku Bunga.

d. *Business Risk*

Merupakan risiko yang terjadi sebagai akibat dari industri atau lingkungan bisnis tertentu yang sedang dijalani

e. *Financial Risk*

Merupakan risiko yang terkait dengan penggunaan pembiayaan hutang pada suatu perusahaan. Semakin besar pembiayaan hutang yang digunakan oleh suatu perusahaan maka akan semakin besar tingkat variabilitas dari pengembalian investasi di perusahaan tersebut.

f. *Exchange Rate Risk*

Suatu investasi dapat dikatakan likuid jika dapat diperjualbelikan dalam waktu yang cukup singkat tanpa perubahan harga yang signifikan. Risiko likuiditas terjadi jika investasi yang dimiliki tidak dapat diperjual belikan dengan mudah di *secondary market*.

g. *Exchange Rate Risk*

Merupakan risiko investasi karena adanya perubahan nilai tukar mata uang. Risiko perubahan nilai tukar dapat terjadi pada investor yang melakukan investasi di luar negeri. Hal ini dikarenakan pengembalian yang didapat investor dalam melakukan investasi di luar negeri harus dikonversi dalam mata uang dalam negeri.

h. *Country Risk*

Risiko ini dapat terjadi karena adanya perubahan pada iklim politik dalam suatu negara tempat investor menanamkan dananya. Semakin stabil kondisi politik dari suatu negara maka semakin kecil risiko politiknya.

2.1.5 Manfaat Investasi Reksadana

Reksadana memiliki beberapa manfaat yang menjadikannya sebagai salah satu alternatif investasi yang menarik antara lain (Utomo, 2010):

1. Dikelola oleh Manajemen Profesional

Peran Manajer Investasi sangat penting mengingat Pemodal individu pada umumnya mempunyai keterbatasan waktu, sehingga tidak dapat melakukan riset secara langsung dalam menganalisa harga efek serta mengakses informasi ke pasar modal.

2. Diversifikasi Investasi

Diversifikasi atau penyebaran investasi yang terwujud dalam portofolio akan mengurangi risiko (tetapi tidak dapat menghilangkan), karena dana atau kekayaan Reksadana diinvestasikan pada berbagai jenis efek sehingga risikonya pun juga tersebar.

3. Transparansi Informasi

Pengelola Reksadana wajib mengumumkan Nilai Aktiva Bersih (NAB) nya setiap hari di surat kabar serta menerbitkan laporan keuangan tengah tahunan dan tahunan serta prospektus secara teratur sehingga Investor dapat memonitor perkembangan investasinya secara rutin.

4. Likuiditas yang Tinggi

Agar investasi yang dilakukan berhasil, setiap instrumen investasi harus mempunyai tingkat likuiditas yang cukup tinggi. Dengan demikian, Pemodal dapat mencairkan kembali Unit Penyertaannya setiap saat sesuai ketentuan yang dibuat masing-masing Reksadana sehingga memudahkan investor mengelola kasnya.

5. Biaya Rendah

Karena Reksadana merupakan kumpulan dana dari banyak pemodal dan kemudian dikelola secara profesional, maka biaya transaksi akan menjadi lebih rendah dibandingkan apabila Investor individu melakukan transaksi sendiri di bursa.

2.2 Pasar Modal Syariah

Pasar Modal Syariah di Indonesia dimulai dengan diterbitkannya Reksadana Syariah oleh PT. Danareksa *Investment Management* pada 3 Juli 1997. Selanjutnya, Bursa Efek Indonesia (dahulu Bursa Efek Jakarta)

Universitas Indonesia

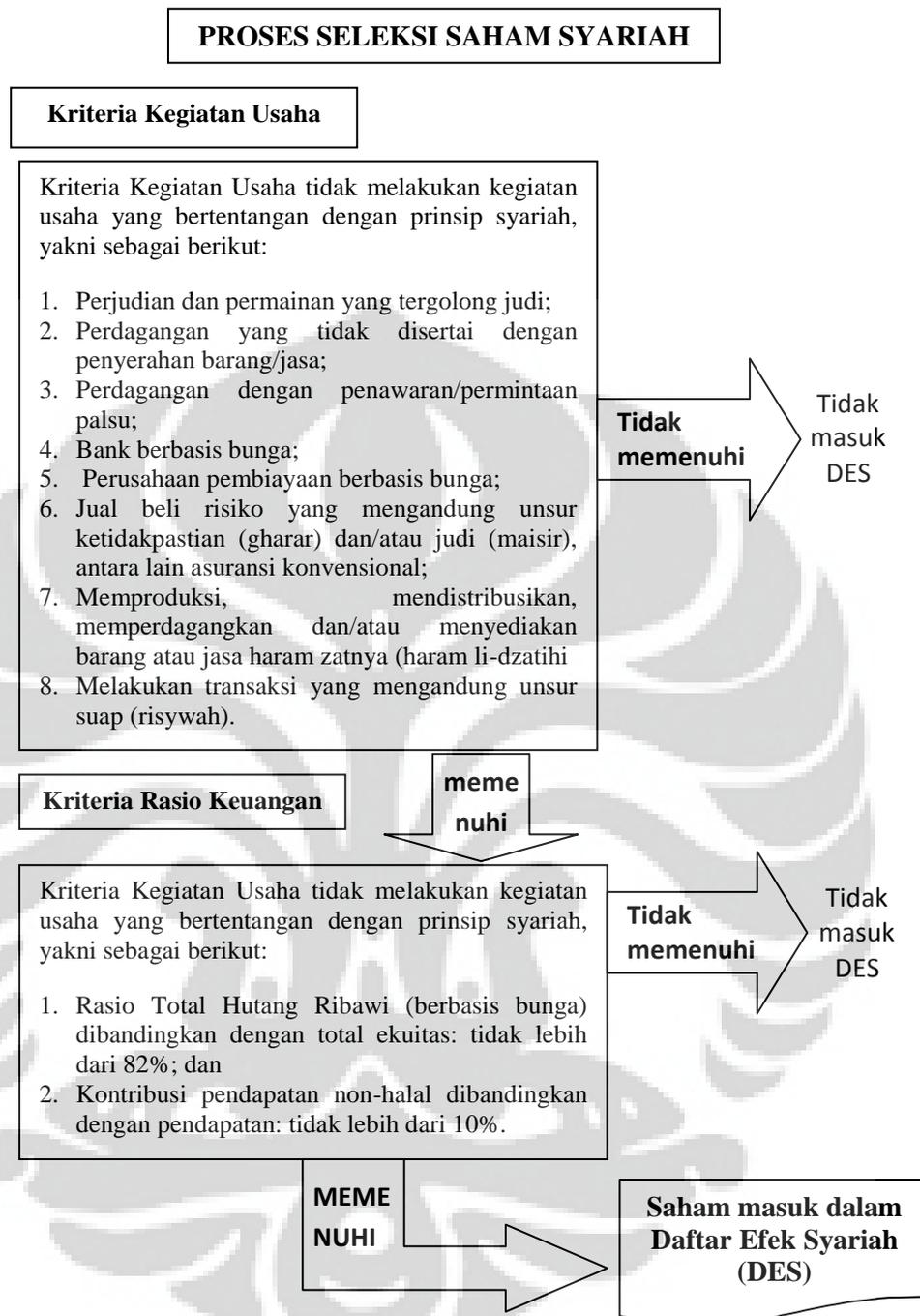
berkerjasama dengan PT. Danareksa *Investment Management* meluncurkan *Jakarta Islamic Index* pada tanggal 3 Juli 2000 yang bertujuan untuk memandu investor yang ingin menginvestasikan dananya secara syariah. Dengan hadirnya indeks tersebut, maka para pemodal telah disediakan saham-saham yang dapat dijadikan sarana berinvestasi sesuai dengan prinsip syariah.

Seperti dijelaskan pada bab sebelumnya, pada 18 April 2001, untuk pertama kali Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) mengeluarkan fatwa yang berkaitan langsung dengan pasar modal, yaitu Fatwa Nomor 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksadana Syariah.

Bapepam-LK kemudian menerbitkan paket peraturan terkait Pasar Modal Syariah yang terangkum dalam Peraturan No.IX.A13 tentang Penerbitan Efek Syariah dan Peraturan No. IX.A14 tentang akad-akad yang digunakan dalam Penerbitan Efek Syariah di Pasar Modal. Pada tanggal 31 Agustus Bapepam-LK mengeluarkan peraturan nomor II.K.1 yaitu kriteria mengenai Penerbitan Daftar Efek Syariah dan selanjutnya pada tanggal 12 September 2007 diikuti oleh peluncuran Daftar Efek Syariah pertama kali di Indonesia.

Dalam pelaksanaannya, Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) pun membentuk proses seleksi saham syariah, yakni tidak melakukan kegiatan usaha yang bertentangan dengan prinsip syariah, yakni sebagai berikut:

Gambar 2.2 Proses Seleksi Saham Syariah



Sumber: Bapepam-LK

2.2.1 Konsep Dasar Pasar Modal Syariah

Definisi pasar modal sesuai dengan Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (UUPM) adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang

Universitas Indonesia

berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.

Berdasarkan definisi tersebut, terminologi pasar modal syariah dapat diartikan sebagai kegiatan dalam pasar modal sebagaimana yang diatur dalam UUPM yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Oleh karena itu, pasar modal syariah bukanlah suatu sistem yang terpisah dari sistem pasar modal secara keseluruhan. Secara umum kegiatan Pasar Modal Syariah tidak memiliki perbedaan dengan pasar modal konvensional, namun terdapat beberapa karakteristik khusus Pasar Modal Syariah yaitu bahwa produk dan mekanisme transaksi tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah.

Penerapan prinsip syariah di pasar modal tentunya bersumberkan pada Al Quran sebagai sumber hukum tertinggi dan Hadits Nabi Muhammad SAW. Selanjutnya, dari kedua sumber hukum tersebut para ulama melakukan penafsiran yang kemudian disebut ilmu fiqh. Salah satu pembahasan dalam ilmu fiqh adalah pembahasan tentang muamalah, yaitu hubungan diantara sesama manusia terkait perniagaan. Berdasarkan itulah kegiatan pasar modal syariah dikembangkan dengan basis fiqh muamalah. Terdapat kaidah *fiqh muamalah* yang menyatakan bahwa “Pada dasarnya, semua bentuk muamalah boleh dilakukan kecuali ada dalil yang mengharamkannya.” Konsep inilah yang menjadi prinsip pasar modal syariah di Indonesia.

2.2.2 Dasar Hukum Pasar Modal Syariah

Sebagai bagian dari sistem pasar modal Indonesia, kegiatan di Pasar modal yang menerapkan prinsip-prinsip syariah juga mengacu kepada Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal berikut peraturan pelaksanaannya (Peraturan Bapepam-LK, Peraturan Pemerintah, Peraturan Bursa dan lain-lain). Bapepam-LK selaku regulator pasar modal di Indonesia, memiliki beberapa peraturan khusus terkait pasar modal syariah, sebagai berikut:

1. Peraturan Nomor II.K.1 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah
2. Peraturan Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah
3. Peraturan Nomor IX.A.14 tentang Akad-akad yang digunakan dalam Penerbitan Efek Syariah

2.2.3 Perkembangan Reksadana Syariah di Indonesia

Menurut hasil penelitian Bapepam-LK pada tahun 2004 tentang penanaman modal secara syariah, berikut adalah hal-hal yang mempengaruhi perkembangan Pasar Modal Syariah:

1. Perkembangan macam instrumen pasar modal sesuai dengan syariah yang dikuatkan dengan fatwa DSN-MUI;
2. Perkembangan transaksi sesuai syariah atas instrumen pasar modal syariah; dan
3. Perkembangan kelembagaan yang memantau macam dan transaksi pasar modal syariah (termasuk Bapepam Syariah, Lembaga Pemeringkat Efek Syariah dan Dewan Pengawas *Islamic Market/Index*).

Dilihat dari tingkat hasil (potensi *return*) yang diperoleh, khusus reksadana syariah terbilang tinggi konvensional, yaitu reksadana syariah rata-rata memberikan *return* 13%, sementara reksadana konvensional rata-rata memberikan *return* 12%. Merujuk kepada Fatwa Dewan Syariah Nasional No: 32/DSN-MUI/IX/2002, "Obligasi Syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan Emiten kepada pemegang Obligasi Syariah yang mewajibkan Emiten untuk membayar pendapatan bagi hasil/margin, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo". Sebagai tindak lanjut atas fatwa di atas, pada Oktober 2002 PT. Indosat Tbk telah mengeluarkan obligasi syariah yang pertama kali di pasar modal Indonesia dengan tingkat imbal hasil 16,75 %, suatu tingkat imbal hasil (*return*) yang cukup tinggi dibanding rata-rata *return* obligasi dengan prinsip riba/konvensional.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Karim Business Consulting tahun 2003 melalui Tim Studi Investasi Syariah (2004), mayoritas saham yang tercatat di Bursa Efek Jakarta (BEJ) terdiri dari 333 saham emiten yang tercatat, diantaranya 236 saham sesuai dengan prinsip syariah dan layak untuk ditransaksikan dalam pasar modal syariah. "Kesesuaian dalam prinsip tersebut didasarkan kepada produk yang dihasilkan emiten dan transaksi sahamnya di BEJ. Sedangkan sisanya 59 saham tergolong "haram" atau tidak sesuai dengan prinsip syariah, seperti saham perbankan, *consumer product* (minuman keras) dan rokok. Sisanya 34 saham tergolong subhat seperti saham industri perhotelan dan 4 saham mudharat.

Selanjutnya, pada tanggal 3 Juli 2000 PT Bursa Efek Jakarta (BEJ) telah meluncurkan Jakarta Islamic Index (JII) merupakan "*Benchmark*" bagi saham-saham yang berisikan saham-saham likuid dan memenuhi prinsip syariah Islam. Tujuan pembentukan JII adalah untuk meningkatkan kepercayaan investor untuk melakukan investasi saham berbasis syariah dan memberikan manfaat bagi pemodal dalam menjalankan syariah Islam untuk melakukan investasi di Bursa. JII juga diharapkan dapat mendukung saham berbasis syariah di Indonesia. Anggota JII terdiri dari 30 saham yang mewakili 42% dari kapitalisasi pasar di BEJ dan anggota JII akan melakukan proses transparansi dan akuntabilitas yang ditinjau kembali tiap 6 bulan sekali, tepatnya bulan Januari dan bulan Juni pada tiap-tiap tahunnya.

2.2.4 NAB Reksadana

Nilai Aktiva Bersih (NAB) merupakan nilai yang menunjukkan penambahan maupun pengurangan nilai reksadana sebagai akibat dari perubahan harga pasar dari aktiva-aktiva investasi yang terdapat dalam reksadana. Penambahan nilai NAB menunjukkan kenaikan nilai investasi reksadana dan begitu pula sebaliknya. Dengan begitu secara tidak langsung NAB pada reksadana merupakan salah satu tolak ukur untuk melihat hasil kinerja dari suatu reksadana.

Bodie, Kane dan Marcus (2007) menjelaskan NAB sebagai nilai yang didapatkan dengan cara mengurangkan nilai pasar wajar reksadana pada waktu tertentu dengan biaya operasional (kewajiban) yang harus dikeluarkan terkait dengan investasi reksadana. Sedangkan NAB per unit merupakan jumlah NAB yang dibagi dengan jumlah unit penyertaan reksadana dalam periode waktu tertentu. Perhitungan NAB per unit dapat dilakukan dengan rumus sebagai berikut (Bodie, Kane, & Marcus, 2007):

$$\text{Net Asset Value} = \frac{\text{Market value of assets} - \text{Liabilities}}{\text{Shares Outstanding}} \quad (2.1)$$

Perhitungan nilai pasar wajar dari efek reksadana diatur dalam Peraturan Bapepam-LK No. IV.C.2 tentang nilai pasar wajar dari efek dalam portofolio reksadana, Lampiran Keputusan Ketua Bapepam-LK No. Kep-24/PM/2004 tanggal 19 Agustus 2004. Dalam peraturan tersebut Bapepam menyatakan bahwa nilai pasar wajar dari efek adalah nilai yang dapat diperoleh dari transaksi efek yang dilakukan antar para pihak yang bebas bukan karena paksaan atau likuidasi. Nantinya nilai pasar wajar efek tersebut harus diinformasikan oleh manajer investasi kepada bank kustodian sebagai dasar perhitungan NAB. Selanjutnya nilai NAB tersebut akan dipublikasikan setiap hari.

Khusus pada jenis reksadana pasar uang, Peraturan Bapepam-LK No. IV.C.2 juga menentukan bahwa NAB reksadana pasar uang wajib menggunakan metode harga perolehan yang diamortisasi.

Secara umum, NAB reksadana tidak hanya dipengaruhi dengan perubahan nilai wajar atas efek-efek yang merupakan komponen portofolio reksadana tetapi juga dipengaruhi oleh total unit penyertaan dan total nilai dana kelolaannya karena setiap harinya mungkin saja ada investor baru yang menginvestasikan dananya atau sebaliknya, pemegang unit penyertaan yang melakukan *redemption*. Selain itu, deviden dan atau bunga obligasi yang dibagikan oleh perusahaan juga akan diperhitungkan dalam NAB reksadana. Intinya, setiap penambahan maupun pengurangan nilai dana kelolaan yang terjadi akibat dari perubahan nilai wajar efek, pendapatan (deviden dan atau

bunga) maupun biaya-biaya (*broker fee, fee* manajer investasi, *fee* bank kustodian) akan mempengaruhi NAB reksadana.

2.3 Teori Pengukuran Kinerja Reksadana

Terdapat tiga metode tradisional yang umum digunakan dalam mengevaluasi kinerja reksadana. Menurut Jones (2009), ketiga metode tersebut adalah indeks Sharpe (1966), indeks Treynor (1965) serta indeks Jensen. Sesuai dengan namanya, ketiga metode ini dikembangkan masing-masing oleh Sharpe, Treynor, dan Jensen.

1. Indeks Sharpe

Sharpe Indeks adalah metode pengukuran dimana *excess return* dari kinerja portofolio juga mempertimbangkan total risiko (standar deviasi) dari portofolio. Metode ini cocok digunakan pada portofolio yang tidak ter-diversifikasi dengan baik, karena *total risk* memperhitungkan di dalamnya risiko *systematic* dan *unsystematic*. Semakin tinggi nilai Sharpe Indeks menunjukkan semakin tinggi tingkat *excess return* per tingkat risikonya, maka kinerja portofolio semakin baik.

2. Indeks Treynor

Tidak jauh berbeda dengan indeks Sharpe, indeks Treynor juga menghubungkan tingkat pengembalian portofolio dengan risikonya. Hanya saja pada indeks Treynor, risiko yang digunakan dalam perhitungan bukan total risiko melainkan risiko sistematis (beta). Dalam perhitungannya, indeks Treynor mengasumsikan bahwa risiko tidak sistematis telah dapat dihilangkan melalui proses diversifikasi portofolio sehingga risiko tersebut tidak perlu dipertimbangkan dalam pengukuran kinerja portofolio. Sama dengan evaluasi indeks Sharpe, indeks Treynor yang semakin tinggi menunjukkan kinerja portofolio yang semakin baik.

3. Indeks Jensen

Metode pengukuran kinerja Jensen merupakan metode yang dibuat oleh Michael C. Jensen (1968). Pengukuran kinerja portofolio dengan menggunakan indeks ini dihitung berdasarkan perbedaan antara tingkat pengembalian aktual yang dihasilkan oleh portofolio dengan yang diharapkan oleh investor pada tingkat risiko sistematis tertentu (Jones, 2007). Indeks Jensen, disebut juga sebagai α (alpha), menghitung nilai α atau *intercept* dari hubungan antara *excess return* dari portofolio yang diobservasi terhadap *excess return* pasar.

2.4 Teori Krisis Ekonomi

Mises (2006) menjelaskan bahwa ada tiga hal yang menjadikan krisis ekonomi, yakni:

1. Peraturan pasar, adanya teori *marxisme* tentang ekonomi yang anarkis. Ekonomi anarki ini menduga bahwa pengusaha-pengusaha pada zaman tersebut menghasilkan ekonomi yang membabi buta dipandu keinginannya untuk mencari keuntungan semata, tanpa ada kekhawatiran apakah sistemnya telah mampu untuk memenuhi kebutuhan. Dalam teori *marxisme* ini, krisis ekonomi yang dihasilkan bersifat periodikal.
2. Perubahan siklus dalam kondisi bisnis, adanya siklus fluktuasi yang terbentuk dari tuntutan yang diharapkan (pasar). Dalam hal ini disebut dengan teori siklus kredit atau teori moneter yang mengakar dari sistem perdagangan.
3. Krisis yang disebabkan oleh pengangguran, penurunan harga, pajak, dan produksi emas.

Menurut Taylor (2008), krisis keuangan merupakan teori klasik yang sudah terjadi sejak ribuan tahun yang lalu—terutama sering terjadi pada kelebihan moneter—yang menyebabkan ledakan dan kerusakan yang tak terelakkan. Krisis yang terjadi pada akhir 2007 dimulai dari industri perumahan yang meledak di pasaran Amerika Serikat dan kemudian

Universitas Indonesia

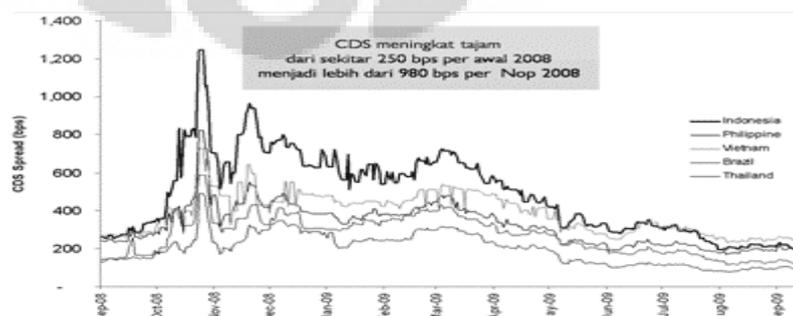
menyebabkan pengempesan di industri yang lain yang pada gilirannya menyebabkan krisis keuangan di Amerika Serikat dan Negara lain (terutama Eropa) (Taylor, 2008).

Krisis keuangan pada 2007 hingga 2010 merupakan krisis keuangan yang paling parang sejak Resesi Besar. Chang (2010) mengutip dari ekonom Peter Morici berpendapat bahwa “*Great Depression*” atau Resesi Besar menggambarkan tingkat keparahan krisis. Krisis ekonomi pada 2008 mengakibatkan kegagalan bisnis utama, perununan tingkat kekayaan finansial hingga triliunan dolar AS, kontraksi aktivitas ekonomi (Baily & Elliott, 2009), dan resesi ekonomi yang parah secara global. Sejumlah lembaga keuangan besar membutuhkan bailout dari pemerintah nasional, Solusi yang berdasarkan regulasi dan pasar diusulkan dan dieksekusi untuk memerangi krisis (Roubini, 2009).

Sedangkan menurut website *Indonesiarecovery.org*, akibat dari krisis yang turut menerpa Indonesia ditunjukkan oleh beberapa indikator berikut:

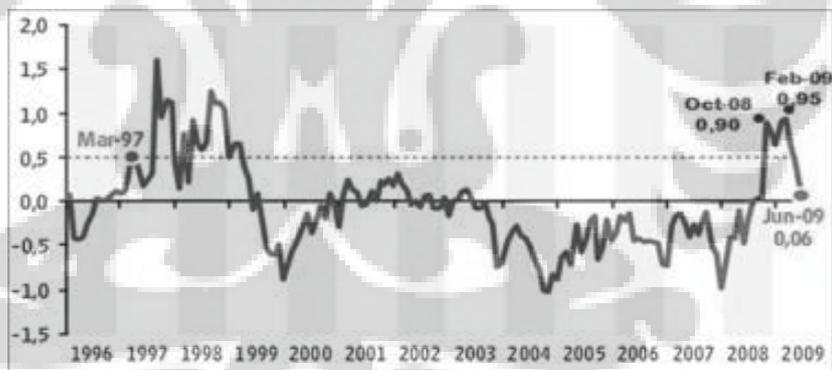
1. Pasar SUN mengalami tekanan hebat tercermin dari penurunan harga SUN atau kenaikan yield SUN secara tajam yakni dari rata-rata sekitar 10% sebelum krisis menjadi 17,1% pada tanggal 20 November 2008.
2. *Credit Default Swap* (CDS) Indonesia mengalami peningkatan secara tajam yakni dari sekitar 250 bps awal tahun 2008 menjadi diatas 980 bps pada bulan November 2008. Hal ini menunjukkan bahwa pasar menilai *country risk* Indonesia yang tinggi pada saat itu;

Grafik 2.1 Grafik Credit Default Swaps (CDS)



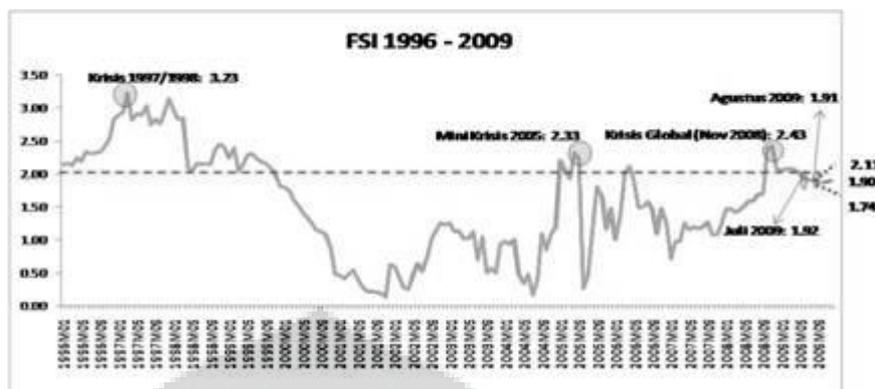
3. Terdapat gangguan likuiditas di pasar karena peningkatan *liquidity premium* akibat pelebaran *bid-ask spread* dalam perdagangan di pasar saham, yang pada akhirnya mengakibatkan terjadi *capital flight*.
4. Cadangan Devisa mengalami penurunan 13% dari US\$59,45 milyar per Juni 2008 menjadi US\$51,64 milyar per Desember 2008 yang mengindikasikan terjadi *capital flight*.
5. Rupiah terdepresiasi 30,9% dari Rp9.840 per Jan 2008 menjadi Rp12.100 per November 2008 dengan volatilitas yang tinggi.
6. *Banking Pressure Index* (dikeluarkan oleh Danareksa Research Institute) dan *Financial Stability Index* (dikeluarkan oleh BI) yang sudah memasuki dalam ambang batas kritis. *Banking Pressure Index* per Oktober 2008 sebesar 0,9 atau lebih tinggi dari ambang normal 0,5. Semakin tinggi nilai BPI (positif), semakin *vulnerable* sistem perbankan negara yang bersangkutan.

Grafik 2.2 Banking Pressure Index Indonesia



Sumber: Danareksa Institute

Grafik 2.3 Financial Stability Index



Sumber : Bank Indonesia

7. Terdapat potensi terjadi *capital flight* yang lebih besar lagi dari para deposan bank karena tidak adanya sistem penjaminan penuh (*full guarantee*) di Indonesia seperti yang sudah diterapkan di Australia, Singapura, Malaysia, Thailand, Hong Kong, Taiwan dan Korea, disamping Uni Eropa.

Gambaran dan fakta-fakta tersebut di atas, sejak pertengahan tahun 2008, ketegangan dan kecemasan terjadi di mana-mana, investor besar di pasar modal seperti Dana Pensiun, Asuransi, dan Reksa Dana termasuk masyarakat biasa. Psikologis pasar saat itu menusuk dan menekan karena nilai investasi terkuras tajam hampir rata-rata 40 % (“Indonesia Recovery”).

2.5 Penelitian Reksadana Syariah Terdahulu

Telah dijelaskan pada bab sebelumnya bahwa penelitian mengenai perbandingan kinerja investasi Reksadana. Berikut akan diuraikan lagi beberapa penelitian terdahulu.

2.5.1 Penelitian di Luar Negeri

Penelitian yang dilakukan oleh Said Elfakhani, dkk (2005), di *Cairo Egypt*, menguji kinerja reksadana syariah untuk mengetahui apakah aplikasi dari panduan Investasi Islam di dalam pengalokasian aset dan pemilihan portofolio telah menurunkan dampak terhadap kekayaan investor dalam hal *risk-adjusted returns relative* terhadap patokan pasar. Penelitian ini menggunakan 46 sampel *Islamic mutual fund* yang diklasifikasikan ke

Universitas Indonesia

dalam delapan kategori modal kemudian melakukan penghitungan total *return* bulanan (*NAV-based*) untuk setiap dana tunggal dan dana kategori, begitu pula dengan *return* dari *S&P 500 Index* (sebagai *proxy* dari dana konvensional) dan *the five FTSE Islamic Indices* (Global, Americas, Europe, Pasific Basin, dan South Africa) dan *the Dow Jones Islamic Technology Index* (sebagai *proxy* dari standar dana Islam). Di samping itu, dihitung pula *mean portfolio return*, standar deviasi, dan *beta* pada setiap portofolio untuk mengetahui kinerja dari setiap portofolio dan kemudian dibandingkan.

Selama penelitian berlangsung, *Emerging market fund* menunjukkan hasil terbaik diantara semua sampel, yaitu delapan katagori reksadana syariah. Sebaliknya kinerja terburuk ditunjukkan oleh *Asia fund*. Dalam pencapaian kategori, kategori Amerika dan *Emerging Market s-South Africa fund* berada di urutan setelah kategori *Emerging Market*. Di urutan tengah, kategori Eropa mengungguli Index Islam, kategori teknologi tidak relevan dengan index Islam, dan pada urutan bawah kategori *global fund* secara general lebih baik dari kategori Malaysia.

Ditambah lagi, peneliti juga menemukan bahwa dalam melewati dua periode secara berturut-turut, pertama yaitu periode *booming equity period* dan kedua adalah periode menurunnya pasar, kinerja dari Reksadana di dalam dua periode ini menunjukkan bahwa kinerja pada periode kedua yaitu periode yang didominasi oleh krisis lebih baik dari periode pertama. Hal tersebut menunjukkan bahwa kinerja dari Reksadana mengalami perbaikan dari waktu ke waktu. Implikasi lain dari hasil tersebut adalah Reksadana memiliki kemungkinan sebagai *good hedging investment* bagi setiap investor, untuk digunakan sebagai perlindungan terhadap kemerosotan pasar dan resesi.

Secara umum kesimpulan yang dapat ditarik oleh peneliti adalah investor dapat mempertimbangkan reksadana syariah sebagai koleksi portfolio mereka selama keadaan pasar pada level rendah, namun investor tetap harus menilai calon dari reksadana berdasarkan kinerja baik untuk *conventional fund* maupun *Islamic fund*.

Kemudian penelitian reksadana syariah lainnya oleh Hayat dan Kraeussl (2011) melakukan investigasi karakteristik risiko dan tingkat hasil, dan melakukan evaluasi terhadap sampel 145 *IEFs* dengan menggunakan standar regresi *CAPM* dari kelebihan tingkat hasil setiap minggunya selama periode Januari 2000 sampai dengan Februari 2009 dengan rumus:

$$(R_{pt} - R_{ft}) = \alpha_p + \beta_p (R_{mt} - R_{ft}) + \mu_{pt} \quad (2.2)$$

t adalah waktu, *alpha* (α_p) adalah koefisien yang mengindikasikan kinerja dan *beta* (β_p) adalah risiko sistematis, sedangkan μ_{pt} adalah nilai *error*. Peneliti juga melakukan penghitungan terhadap *market timing ability* di dalam penelitian ini.

Peneliti mengevaluasi setiap kinerja *IEF* berdasarkan tolok ukur Islam maupun konvensional. *IEFs* merupakan jenis investasi yang sedikit berbeda. Investasi Islam berbeda dengan investasi konvensional karena muslim dilarang untuk menerima maupun membayar riba, dan muslim juga dilarang untuk berinvestasi pada perusahaan yang tidak mematuhi etik-etik tertentu. Sehingga untuk mendapat predikat halal (memenuhi syarat menurut Islam), terdapat beberapa kriteria etik dan kriteria keuangan yang harus dipenuhi oleh *IEFs*.

Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa rata-rata secara substansial *IEFs* memiliki kinerja yang buruk baik dalam tolok ukur Islam maupun konvensional, bahkan sebelum biaya manajemen diperhitungkan. Peneliti juga menemukan bahwa *IEFs* yang diinvestasikan secara global memiliki kinerja terburuk, sementara *IEFs* yang diinvestasikan lokal melakukan kinerja sedikit lebih baik. Selama krisis keuangan tahun 2008/2009, kinerja buruk yang ditunjukkan oleh *IEFs* semakin meningkat. Penemuan ini sangat berlawanan dengan penelitian sebelumnya yang menemukan bahwa *IEFs* mengalami peningkatan dalam kinerjanya selama *bear than bullmarkets* (Abdullah *et al.*, 2007). Peneliti juga menggunakan parametrik seperti halnya peneliti menggunakan pendekatan non-parametrik untuk menguji *market timing* dan menemukan bahwa *IEFs* memiliki *poor market timers*. Secara tidak langsung peneliti juga melakukan analisa pada

downside risk, namun dari analisa tersebut peneliti menemukan bahwa *IEFs* tidak memiliki *downside risk* yang signifikan.

Selain itu, satu hal yang harus dicatat setelah mengetahui bahwa *IEFs* secara relatif memiliki kinerja yang buruk, *IEFs* memiliki beberapa risiko tertentu yang biasanya tidak hadir dalam investasi konvensional. Risiko-risiko tersebut meliputi: perubahan aturan syariah (hukum Islam), kurangnya *track record* yang memadai, tingginya paparan untuk perusahaan-perusahaan dengan kemungkinan *sub-optimal leverage*, dan perusahaan dengan modal kerja yang rendah. Risiko ini harus diperhitungkan ketika menilai *IEFs* sebagai alternatif investasi. Implikasi utama dari penelitian ini adalah bahwa investor muslim mungkin lebih baik membeli *Islamic exchange Traded Funds (ETFs)* daripada berinvestasi melalui *IEFs*.

2.5.2 Penelitian di Dalam Negeri (Indonesia)

Penelitian sejenis mengenai perbedaan perbandingan kinerja reksadana saham pada kondisi *Bullish* dan *Bearish* telah dilakukan oleh Christian (2009). Hasil evaluasi secara *adjusted risk return* mengindikasikan korelasi positif yang signifikan antara *ranking Sharpe Index* dan *Treynor Index*. Namun, berdasarkan evaluasi Jensen's Alpha tidak ditemukan adanya produk reksadana saham yang memiliki kemampuan outperform terhadap indeks secara signifikan. Dan begitu pula dengan evaluasi menggunakan Treynor dan Mazuy model ditemukan bahwa ke-23 produk reksadana saham yang dievaluasi tidak memiliki kemampuan *market timing* dan *security selection* yang signifikan.

Penelitian lainnya mengenai kinerja reksadana syariah dilakukan oleh Asytuti (2003) yang menjelaskan analisis perbandingan antara reksadana konvensional dan syariah pada tahun 2002 melalui indeks Treynor, Jensen, dan Sharpe. Hasil penelitian Asytuti (2003) menemukan bahwa kinerja PNM syariah berdasarkan *risk adjusted return* dengan indeks Sharpe sebesar 1,904211, indeks Treynor sebesar 0,0484665, dan indeks Jensen sebesar 1,326E-04. Sementara kinerja Danareksa Syariah Berimbang adalah

Universitas Indonesia

indeks Sharpe sebesar 0,0144335, indeks Treynor sebesar -0,6500, dan indeks Jensen sebesar -3,20232. Berikut tabel perbandingan kinerja reksadana campuran syariah (PNM dan danareksa berimbang) dan kinerja pasar (JII dan IHSG).

Tabel 2.1 Perbandingan Kinerja Reksadana Campuran Syariah (PNM dan DNSMB) dan Kinerja Pasar (JII dan IHSG) tahun 2002

	PNM Syariah	Danareksa Syariah Berimbang	Jakarta Islamic Index	Index Saham Gabungan
Total Return	0,12586053	0,014433535	0,092621	0,0806061
Total Pendapatan	0,000511628	5,86729E-05	0,000377	0,0003277
Standard Deviasi	0,005774	0,016218	0,020646	0,6292268
Varians	3,334E-05	0,000263	0,000426	0,3959264
Beta	0,226871	-0,003292	1	1

Sumber: Asytuti (2003)

Kinerja PNM syariah pada tahun 2002 lebih baik dibandingkan dengan kinerja sebelumnya. Dari tabel 2.1 di atas, dapat dikatakan reksadana PNM syariah *outperformed* terhadap kinerja pasar syariah (JII) dan pasar konvensional (IHSG). Kinerja manajer investasi PNM syariah dapat membentuk portfolio aset lebih optimal, dilihat dari tingginya index Sharpe PNM dibandingkan dengan index Treynor-nya.

Sementara itu, dari hasil penelitian Asytuti (2003) yang ditemukan berdasarkan pendekatan *risk adjusted return* Danareksa Syariah Berimbang masih jauh di bawah kinerja pasar Syariah (JII) maupun kinerja pasar konvensional (IHSG). Hal ini dapat dilihat dari tabel 2.2 berikut.

Tabel 2.2 Perbandingan Kinerja Antara PNM Syariah, Danareksa Syariah Berimbang, dan Pasar (JII dan IHSG) tahun 2002

	PNM Syariah	Danareksa Syariah Berimbang	Jakarta Islamic Index	Index Saham Gabungan
Index Sharpe	1,904211	0,0144335	0,526032	0,02476
Index Treynor	0,0484665	-0,6500	0,010861	0,001557
Index Jansen	1,326E-04	-3,20232		

Sumber: Asytuti (2003)

Penelitian lain dengan membandingkan kinerja beberapa portofolio investasi juga dilakukan oleh Nasution (2007) yang membandingkan kinerja Reksa Dana Terproteksi dan Reksa Dana Pendapatan Tetap, dikala saat itu Reksa Dana Terproteksi masih tergolong baru di Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Reksa Dana Terproteksi yang diteliti dapat dikatakan menguntungkan untuk investasi jangka panjang dengan risiko yang relatif kecil karena dana pokok yang disetor dijamin dengan metode proteksi.

Nasution (2007) membandingkan *return* NAB dan *return* dari reksadana Pendapatan Tetap, indeks reksadana Pendapatan Tetap, deposito berjangka satu bulan yang dikeluarkan bank swasta sebagai perbandingan. Dengan menggunakan metode *time-weighted* maupun dengan pengukuran kinerja Sharpe, Treynor, dan Jensen. Penemuan mengenai hasil kinerja reksadana terproteksi dibandingkan reksadana pendapatan tetap periode Oktober 2005 hingga Juni 2006 secara umum belum bisa menunjukkan kinerjanya. Dari perhitungan *time-weighted*, hal ini bisa dilihat dengan adanya *redemption* sebanyak lima belas kali selama kurun waktu dari Oktober 2005 hingga akhir Juni 2006, atau jatuh sekitar 71%.

Kinerja reksadana juga harus memperhatikan faktor-faktor risiko, misalnya tingkat risiko reksadana tersebut. Dalam hal ini, Nasution (2007) mengukur tingkat risiko dengan menggunakan indeks Sharpe, indeks Treynor, dan indeks Jansen. Dari hasil penelitian, nilai indeks Sharpe pada reksadana pada periode Oktober 2005 hingga Juni 2006 memiliki nilai tertinggi sebesar 0,0872, sementara pada indeks Treynor, nilai yang dicapai antara 0,0042 sampai dengan 0,0060. Pada indeks Jansen, rata-rata reksadana memiliki nilai di atas 0,0100 dengan nilai tertinggi 0,0152 pada reksadana terproteksi AAA *Hold* hingga *Maturity Bond Fund*.

2.6. Pembentukan Hipotesis

Jatuhnya harga saham merupakan fenomena global dan pasar dunia pun terkena imbasnya, demikian pula pasar modal di Indonesia (Jones, 2009). Periode 2008 diindikasikan sebagai periode krisis karena mewakili kondisi pasar yang sedang turun sehingga dapat mengakibatkan nilai tingkat

pengembalian (*return*) yang cenderung turun, tingkat risiko cenderung naik sehingga kinerja investasi juga turun. Sedangkan periode 2009 diindikasikan sebagai periode pasca-krisis karena mewakili kondisi pasar yang kembali pulih sehingga diharapkan nilai tingkat pengembalian (*return*) cenderung naik, dan tingkat risiko berangsur turun, demikian pula kinerja investasi turut naik. Berangkat dari kedua hal tersebut, maka hipotesis penelitian ini adalah bahwa kinerja reksadana syariah pada tahun 2008 berbeda dengan kinerja reksadana syariah pada tahun 2009.

$$H_0 : R_{2008} = R_{2009}$$

$$H_1 : R_{2008} \neq R_{2009}$$

Keterangan:

R_{2008} : indeks reksadana syariah periode krisis (2008)

R_{2009} : indeks reksadana syariah setelah periode krisis (2009)

H_0 : dua kelompok indeks reksadana syariah tidak berbeda.

H_1 : dua kelompok indeks reksadana syariah berbeda.

BAB 3

METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Populasi dan Kriteria Sampel

Reksadana syariah yang akan menjadi obyek penelitian merupakan reksadana yang terdaftar di situs Bapepam-LK. Kriteria yang harus dipenuhi dalam pemilihan obyek penelitian yaitu reksadana merupakan reksadana yang aktif pada periode 1 Januari 2008 – 31 Desember 2009.

Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK) mencatat terdapat tiga puluh reksadana syariah sebagai populasi dalam penelitian ini (meliputi saham, campuran, indeks, pendapatan tetap, dan terproteksi) yang dikelola oleh sekitar manajemen investasi dan hingga Desember 2009 masih aktif diperdagangkan.

Dari ke 30 reksadana syariah terdapat 24 reksadana yang masuk dalam batasan periode penelitian ditinjau dari tanggal efektifnya. Selain terkait dengan tanggal efektif, obyek penelitian ini membatasi tanggal kosong untuk masing-masing reksadana dengan menggunakan asumsi terdapat 10 hari libur (tanggal kosong) di Indonesia dalam setahun. Apabila dalam data terdapat lebih dari atau sama dengan 10 tanggal kosong, maka reksadana tersebut akan dikeluarkan dari obyek penelitian. Untuk menghitung tanggal kosong pada masing-masing reksadana penulis menggunakan fungsi COUNTIF pada Ms. Excel 2007.

Setelah melakukan pensortiran terhadap tanggal kosong masing-masing reksadana, akhirnya terdapat 22 reksadana syariah yang menjadi sampel dalam objek penelitian.

3.2 Data dan Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan data sekunder. Data-data yang dikumpulkan merupakan data yang masuk dalam periode penelitian yaitu 1 Januari 2008 hingga 31 Desember 2009. Data- data tersebut yaitu:

a. NAB (Nilai Aktiva Bersih)

NAB merupakan salah satu tolak ukur untuk menilai kinerja reksadana maka dari itu NAB merupakan data utama dalam penelitian ini. NAB yang digunakan dalam penelitian ini merupakan NAB 12 reksadana syariah (dari kategori saham, campuran, dan pendapatan tetap) yang telah terpilih sebagai obyek penelitian yang masuk dalam periode penelitian. Data NAB reksadana didapatkan melalui akses Bloomberg.

b. JII (Jakarta Islamic Index)

JII merupakan representasi nilai tingkat pengembalian portofolio pasar yang masuk dalam indeks syariah sehingga kinerja JII dapat dijadikan *benchmark* bagi kinerja reksadana syariah. Selain itu, JII juga digunakan untuk menghitung risiko pasar untuk portofolio yang berbasis syariah. Data JII didapatkan melalui akses Bloomberg.

c. SBI (Surat Bank Indonesia)

SBI digunakan sebagai tolak ukur nilai tingkat pengembalian bebas risiko. Hal ini dikarenakan SBI dianggap sebagai aset investasi yang bebas risiko karena SBI dikelola oleh pemerintah maka kemungkinan risiko gagal bayar bisa dikatakan sangat kecil (nyaris tidak ada) dan tingkat pengembaliannya dapat dipastikan. Hal ini sesuai dengan kriteria yang ditetapkan untuk mengklasifikasikan *risk free asset* menurut Gordon, Sharpe dan Alexander (1995). Data SBI didapatkan melalui situs resmi Bank Indonesia (www.bi.go.id)

Data-data di atas selanjutnya diolah untuk mendapatkan variabel- variabel yang dibutuhkan dalam penelitian ini. Terdapat lima variabel yang dibutuhkan yaitu:

- a. Tingkat pengembalian reksadana
- b. Tingkat pengembalian pasar (JII)
- c. Standar deviasi reksadana dan pasar
- d. Beta reksadana dan pasar
- e. Rata-rata tingkat suku bunga SBI

3.3 Metode Analisis Data

3.3.1 Pengolahan data awal

Pada tahap awal, data-data yang tersedia harus dipastikan sesuai dengan periode penelitian. Khusus untuk data NAB dan indeks JII, apabila ada tanggal-tanggal yang kosong maka tanggal-tanggal tersebut dikeluarkan dari data penelitian. Sehingga data-data yang tersedia merupakan data-data yang memiliki tanggal yang sama. Tanggal-tanggal kosong mungkin terjadi karena adanya hari libur atau hal lainnya yang menyebabkan NAB tidak tersedia.

3.3.1.1 Menghitung Tingkat Pengembalian Reksadana

Tingkat pengembalian reksadana terlihat dari perubahan nilai NAB. Nilai ini dapat dihitung dengan cara:

$$R_i = \frac{NAB_t - NAB_{t-1}}{NAB_{t-1}} \quad (3.1)$$

keterangan:

- R_i = *return* reksadana
- NAB_t = nilai aktiva bersih pada akhir periode
- NAB_{t-1} = nilai aktiva bersih pada awal periode

3.3.1.2 Menghitung tingkat pengembalian pasar

Tingkat pengembalian pasar merupakan nilai yang dapat dijadikan benchmark bagi kinerja portofolio. Dalam penelitian ini terdapat indeks yang merepresenatsikan *benchmark* bagi portofolio syariah yaitu Jakarta Islamic Index (JII).

Tingkat pengembalian JII dihitung dengan menggunakan cara:

$$R_{JII} = \frac{JII_t - JII_{t-1}}{JII_{t-1}} \quad (3.2)$$

keterangan:

- R_{JII} = *return* of Jakarta Islamic Index
- JII_t = nilai JII akhir periode
- JII_{t-1} = nilai JII awal periode

3.3.1.3 Uji Normalitas

Normalitas merupakan salah satu syarat yang banyak digunakan dalam prosedur statistik inferensial (Uyanto, 2006). Maka dari itu data- data dalam penelitian ini pun diuji asumsi normalitasnya. Asumsi normalitas dapat diuji dengan menggunakan program SPSS. Uji normalitas yang terdapat dalam program SPSS antara lain Uji Normalitas Shapiro Wilk dan Uji Normalitas Lilliefors (Kolgomorov-Smirnov).

Bentuk hipotesis untuk uji normalitas adalah:

Ho : data berasal dari populasi yang terdistribusi normal

H1 : data tidak berasal dari populasi yang terdistribusi normal

Dalam menentukan akan menerima atau menolak Ho, hal yang harus diperhatikan adalah P-value. Apabila:

P- value $< \alpha$, maka Ho ditolak

P- value $\geq \alpha$, maka Ho diterima.

Nilai P- value dalam tabel SPSS ditunjukkan dengan istilah Significance (disingkat Sig.). Sementara itu, tingkat signifikansi yang digunakan adalah 95%.

3.3.1.4 Menghitung Standar Deviasi Reksadana dan Pasar

Menurut Standar deviasi merupakan risiko fluktuasi portofolio yang dihasilkan karena berubah-ubahnya return yang dihasilkan dari subperiode ke subperiode lainnya selama seluruh periode. Standar deviasi reksadana merupakan nilai yang menunjukkan besaran risiko dari portofolio reksadana. Sedangkan standar deviasi pasar menunjukkan risiko pasar.

Risiko reksadana dan pasar dalam penelitian ini dihitung dengan menggunakan fungsi STDEV(...) dalam Ms.Excel. *Data range* yang dimasukkan dalam fungsi ini merupakan nilai tingkat pengembalian reksadana dan pasar yang telah disesuaikan tanggalnya.

3.3.1.5 Menghitung Beta Reksadana dan Pasar

Nilai beta merupakan ukuran relatif dari risiko suatu individu portofolio dibandingkan dengan portofolio pasar. Nilai beta akan menunjukkan apakah tingkat pengembalian dan risiko individu portofolio secara relatif akan bergerak

melebihi atau kurang dari tingkat pengembalian dan risiko portofolio pasar. Beta yang akan dihitung dalam penelitian ini adalah beta portofolio sedangkan beta pasar tidak perlu dihitung karena beta pasar akan selalu bernilai satu. Beta menunjukkan tingkat agresifnya suatu portofolio yang dikelola manajer investasi, dalam hal ini reksadana syariah. Semakin tinggi beta berarti bahwa investasi semakin agresif, namun juga semakin berisiko. Sehingga portofolio dengan beta yang tinggi (khususnya yang lebih dari satu) akan menghasilkan *return* yang lebih tinggi pada saat kondisi pasar sedang naik (*bullish*), namun akan menderita kerugian yang juga tinggi pada saat kondisi pasar turun (*bearish*)

Penelitian ini menggunakan beta yang diperoleh dengan cara meregresikan tingkat pengembalian reksadana sebagai variabel tidak bebas dan tingkat pengembalian pasar (JII) sebagai variabel bebas dengan menggunakan *level of significance* 95% pada program SPSS 17. Periode perhitungan beta yang seharusnya digunakan adalah mulai dari tanggal efektif nya suatu reksadana sampai periode yang akan diteliti. Namun demikian, karena adanya keterbatasan dalam data yang diperoleh, semua beta reksadana dihitung mulai dari tahun 2006. Sehingga mempengaruhi perhitungan beta untuk reksadana PNM Syariah, BNI Dana Plus Syariah, AAA Amanah Syariah Fund, Rifan Capital Fleksi, dan IPB Syariah yang memiliki tanggal efektif sebelum tahun 2006.

3.3.1.6 Menghitung Rata- rata Suku Bunga SBI

Bank Indonesia mengeluarkan suku bunga SBI dengan jangka waktu satu bulan hampir setiap tujuh hari sekali. Karena penelitian ini menggunakan data harian maka suku bunga SBI pun harus dihitung rata- rata hariannya. Untuk mendapatkan suku bunga SBI harian maka suku bunga SBI yang telah didapat harus dirata- rata dan selanjutnya nilai rata- rata ini dibagi dengan tiga puluh (asumsi satu bulan tiga puluh hari).

Nilai rata- rata suku bunga SBI didapatkan dengan menjalankan fungsi aplikasi Microsoft Excel yaitu fungsi AVERAGE(...). Nantinya nilai ini akan digunakan sebagai tolak ukur dari tingkat pengembalian *risk free asset*.

3.3.2 Pengukuran Kinerja Reksadana

3.3.2.1 Indeks Sharpe

Indeks Sharpe disebut juga *Reward- to- Variability Ratio* (RVAR). Indeks Sharpe mengevaluasi kinerja portofolio dengan menyesuaikan excess return masing- masing portofolio dengan risikonya. Indeks ini merupakan metode yang dikembangkan oleh William Sharpe (1966).

Rumus dari indeks Sharpe adalah sebagai berikut:

$$RVAR = \frac{TR_p - RF}{SD_p} \quad (3.4)$$

keterangan:

RVAR = nilai indeks kinerja Sharpe

TR_p = rata- rata tingkat pengembalian reksadana p pada periode t

RF = rata- rata tingkat pengembalian pada *risk free assets*

SD_p = standar deviasi reksadana p

Semakin tinggi nilai indeks Sharpe menunjukkan semakin tinggi tingkat *excess return* per tingkat risikonya, maka semakin baik kinerja portofolio tersebut. Indeks Sharpe dapat digunakan untuk memeringkat sekelompok portofolio untuk melihat potofolio mana yang memiliki kinerja terbaik.

3.3.2.2 Indeks Treynor

Ukuran indeks Treynor disebut juga sebagai *reward- to- volatility ratio* (RVOL). Indeks ini dikembangkan oleh Jack Treynor (1965). Tidak jauh berbeda dengan indeks Sharpe, indeks Treynor juga menghubungkan return portofolio dengan risikonya. Hanya saja pada indeks Treynor, risiko yang digunakan dalam perhitungan bukan risiko total melainkan risiko sistematis. Dalam perhitungannya indeks Treynor mengasumsikan bahwa risiko tidak sistematis telah dapat dihilangkan melalui proses diversifikasi portofolio sehingga risiko tersebut tidak perlu dipertimbangkan dalam pengukuran kinerja portofolio.

Rumus indeks Treynor adalah sebagai berikut:

$$RVOL = \frac{TR_p - RF}{\beta_p} \quad (3.5)$$

keterangan:

RVOL = nilai indeks kinerja Treynor

TR_p = rata-rata tingkat pengembalian reksadana p pada periode t

RF = rata-rata tingkat pengembalian pada *risk free assets*

β_p = beta portofolio p

Sama dengan evaluasi indeks Sharpe, indeks Treynor yang semakin tinggi menunjukkan kinerja portofolio yang semakin baik. Indeks Treynor akan memberikan hasil yang sama baiknya dengan indeks Sharpe pada saat portofolio investasi dapat dipastikan telah terdiversifikasi dengan baik sehingga risiko tidak sistematis tidak perlu dipertimbangkan dalam mengevaluasi kinerja portofolio.

Indeks Sharpe dan Treynor sangat mungkin menghasilkan peringkat reksadana yang sama walaupun nilai yang dihasilkan berbeda. Nilai yang berbeda terjadi karena indeks Sharpe dan Treynor menggunakan variabel penyebut yang berbeda yaitu total risiko dan risiko sistematis. Semakin besar perbedaan nilai indeks Sharpe dan Treynor maka akan menunjukkan bahwa portofolio tersebut tidak terdiversifikasi dengan baik. Portofolio yang terdiversifikasi dengan baik akan menghasilkan nilai indeks Sharpe dan Treynor yang tidak jauh berbeda. Menurut Reilly dan Brown (2003) kedua metode pengukuran ini menghasilkan ukuran kinerja manajemen investasi yang berbeda namun saling melengkapi.

3.4 Uji Peringkat Bertanda Wilcoxon

Uji peringkat bertanda Wilcoxon (*Wilcoxon Signed Rank Test*) merupakan uji statistika nonparametrik. Uji peringkat bertanda Wilcoxon digunakan untuk membandingkan dua sampel berpasangan dengan skala interval tidak terdistribusi normal. Selain itu, uji peringkat bertanda Wilcoxon merupakan alternatif dari uji-t dua sampel berpasangan (*paired-samples t-test*) (Uyanto, 2009).

Uji peringkat bertanda Wilcoxon dalam penelitian ini ditujukan untuk melihat apakah median kinerja reksadana syariah selama periode krisis (tahun 2008) berbeda dengan kinerja setelah periode krisis (tahun 2009) dengan

menggunakan indeks Sharpe dan indeks Treynor. Berbeda disini berarti nilai median kinerja reksadana syariah tahun 2008 tidak sama dengan tahun 2009 ($\eta_{2008} \neq \eta_{2009}$) secara statistik.

Uji Peringkat Bertanda Wilcoxon dapat dilakukan dengan menggunakan program SPSS17.0 for Windows Evaluation Version. Sebelum menjalankan program SPSS tersebut, terlebih dahulu ditetapkan hipotesis pengujian yaitu:

$H_0 : \eta_1 = \eta_2$

$H_1 : \eta_1 \neq \eta_2$

Keterangan:

η_{2008} : median indeks reksadana syariah periode krisis (2008)

η_{2009} : median indeks reksadana syariah periode pasca-krisis (2009)

H_0 : median dua kelompok berpasangan tidak berbeda.

H_1 : median dua kelompok berbeda.

Kriteria untuk menolak atau menerima H_0 didasarkan pada besar nilai P-value sebagaimana dijelaskan di bawah ini:

Jika P-value $< \alpha$, maka H_0 ditolak.

Jika P-value $\geq \alpha$, maka H_0 diterima

Dalam program SPSS, nilai P-value direpresentasikan dengan istilah *Significance* (dalam tabel disingkat Sig.). Tingkat signifikansi yang digunakan dalam uji ini adalah 95%.

BAB 4
PEMBAHASAN DAN ANALISIS

4.1 Sampel Penelitian Kinerja Reksadana Syariah

Tabel 4.1 merupakan 22 reksadana yang menjadi sampel penelitian karena masuk dalam batasan periode penelitian ditinjau dari tanggal efektifnya. Seperti dijelaskan pada bab sebelumnya, selain terkait dengan tanggal efektif, objek penelitian ini membatasi tanggal kosong untuk masing-masing reksadana. Setelah proses seleksi data, maka diperoleh sampel penelitian sebagai berikut:

Tabel 4.1 Reksadana Syariah per 31 Desember 2008

No	Reksa Dana Syariah	Jenis Reksadana	Tricker	Manajer Investasi	Tgl Efektif
1	PNM Syariah	Campuran	PNMSYAR	PT. PNM Investment Management	25-May-00
2	BNI Dana Plus Syariah	Campuran	BNIPSYA	PT. BNI Securities	22-Apr-04
3	AAA Amanah Syariah Fund	Campuran	AAAMANS	PT. Andalan Artha Advisindo Sekuritas	21-Jun-05
4	Rifan Capital Syariah Fleksi	Campuran	RIFCASF	PT. Recapital Asset Management	10-Aug-05
5	Reksa Dana IPB Syariah	Campuran	KMJIPBS	PT. Kresna Graha Sekurindo, Tbk.	15-Dec-05
6	Mega Dana Syariah	Campuran	MEGSYAR	PT. Mega Capital Indonesia	14-Sep-06
7	Trimegah Syariah Berimbang	Campuran	TRISYAB	PT. Trimegah Securities, Tbk.	27-Dec-06
8	BNP Paribas Pesona Amanah	Campuran	FORAMAN	PT. BNP Paribas Investment Partners	7-May-07
9	Syariah Batasa Kombinasi	Campuran	BASYKOM	PT. Batasa Capital	02-Jul-07
10	Trimegah Syariah Saham	Saham	TRISYAH	PT. Trimegah Securities, Tbk.	27-Dec-06

Sumber : Bloomberg (telah diolah kembali)

Tabel 4.1 Reksadana Syariah per 31 Desember 2008

No	Reksa Dana Syariah	Jenis Reksadana	Tricker	Manajer Investasi	Tgl Efektif
11	Manulife LK DN Ekuitas Syariah	Saham	MLLDEKS	PT. Manulife Aset Manajemen Indonesia	09-Jul-07
12	Batavia Dana Saham Syariah	Saham	BSDSSYH	PT. Batavia Prosperindo Aset Manajemen	19-Jul-07
13	PNM Ekuitas Syariah	Saham	PNMEQTY	PT. PNM Investment Management	1-Aug-07
14	CIMB Islamic Equity Growth	Saham	CIMBISL	PT. CIMB-Principal Asset Management	10-Sep-07
15	Mandiri Atraktiv Syariah	Saham	MANISYA	PT. Mandiri Manajemen Investasi	03-Jan-07
16	Danareksa Indeks Syariah	Saham	DANINDS	PT. Danareksa Investment Management	06-Apr-06
17	BNI Dana Syariah	Pend Tetap	BNISYAR	PT. BNI Securities	23-Apr-04
18	PNM Amanah Syariah	Pend Tetap	PNMAMAN	PT. PNM Investment Management	01-Sep-04
19	Mandiri IN Syariah Berimbang	Pend Tetap	MANVEST	PT. Mandiri Manajemen Investasi	4-Nov-04
20	MNC Dana Syariah	Pend Tetap	BHAMUAM	PT. MNC Asset Management	30-Jun-06
21	Mega Dana Obligasi Syariah	Pend Tetap	MEGOSYA	PT. Mega Capital Indonesia	04-Jun-07
22	I-Hajj Syariah Fund	Pend. Tetap	INSHAJI	PT. Insight Investments Management	17-Jan-05

Sumber : Bloomberg (telah diolah kembali)

Dalam penelitian ini, penghitungan peringkat/*rangking* dan pengujian Wilcoxon akan dilakukan sebanyak dua kali yaitu dengan menggabungkan sampel reksadana syariah jenis pendapatan tetap dan tanpa sampel reksadana syariah pendapatan tetap. Hal ini dilakukan karena data NAB pendapatan tetap pada saat krisis kurang merepresentasikan keadaan yang sebenarnya sehingga bisa saja hasil kinerja yang diperoleh mengalami *biased*.

4.1.1 Perhitungan *Average Return*, *Standard Deviasi*, dan *Beta* (tahun 2008)

Berikut hasil perhitungan tingkat rata-rata pengembalian, standar deviasi, dan beta masing-masing reksadana syariah dan pasar (*Jakarta Islamic Index*) tahun 2008 pada tabel 4.1.1.

Tabel 4.1.1 Perhitungan Statistik Reksadana (tahun 2008)

No	REKSADANA	JENIS RDS	Aver Return RDS	Aver Return SBI	STD DEVIASI	BETA
			2008	2008	2008	2008
1	JKISL	---	-0,308%	0,003%	0,0281	1,0000
2	PNMSYAR	Campuran	-0,208%	0,003%	0,0202	0.5789
3	BNIPSYA	Campuran	-0,374%	0,003%	0,0268	0.7108
4	AAAMANS	Campuran	-0,096%	0,003%	0,0101	0.2945
5	RIFCASF	Campuran	-0,281%	0,003%	0,0166	0.4121
6	KMJIPBS	Campuran	-0,294%	0,003%	0,0219	0.7217
7	MEGSYAR	Campuran	-0,150%	0,003%	0,0392	0.5384
8	TRISYAB	Campuran	-0,305%	0,003%	0,0244	0.8270
9	FORAMAN	Campuran	-0,285%	0,003%	0,0278	0.9097
10	BASYKOM	Campuran	-0,306%	0,003%	0,0226	0.7304
11	DANINDS	Saham	-0,318%	0,003%	0,0278	0.1413
12	TRISYAH	Saham	-0,461%	0,003%	0,0314	1.0354
13	MLLDEKS	Saham	-0,199%	0,003%	0,0205	0.7085
14	BSDSSYH	Saham	-0,309%	0,003%	0,0287	0.9799
15	PNMEQTY	Saham	-0,268%	0,003%	0,0319	1.0158
16	CIMBISL	Saham	-0,342%	0,003%	0,0262	0.9003
17	MANISYA	Saham	-0,247%	0,003%	0,0245	0.1668
18	BNISYAR	Pend. Tetap	0,021%	0,003%	0,0014	0.0007
19	PNMAMAN	Pend. Tetap	0,033%	0,003%	0,0018	(0.0006)
20	MANVEST	Pend. Tetap	-0,174%	0,003%	0,0175	0.5498
21	INSHAJI	Pend. Tetap	0,038%	0,003%	0,0004	0.0016
22	BHAMUAM	Pend. Tetap	0,042%	0,003%	0,0003	0.0010
23	MEGOSYA	Pend. Tetap	-0,047%	0,003%	0,0063	0.0235

Sumber : Bloomberg (telah diolah kembali)

Berdasarkan tabel diatas, pada jenis reksadana syariah terlihat bahwa selama periode krisis (tahun 2008), terdapat delapan belas reksadana syariah (jenis campuran, saham dan pendapatan tetap) maupun pasar (*Jakarta Islamic Index*) yang memberikan tingkat pengembalian negatif. Tingkat pengembalian pasar/ JKISL (*Jakarta Islamic Index*) pun bernilai negatif sebesar -0,308% diikuti dengan total risiko (standar deviasi) sebesar 0,0281.

Hanya empat reksadana syariah yang memberikan tingkat rata-rata pengembalian positif dan diatas tingkat pengembalian Sertifikat Bank Indonesia (sebagai *risk free investment* sebesar 0,003%) yaitu:

- MNC Dana Syariah (BHAMUAM) : 0,042%.
- I-Hajj Syariah Fund (INSHAJI) : 0,038%.
- PNM Amanah Syariah (PNMAMAN) : 0,033%.
- BNI Dana Syariah (BNISYAR) : 0,021%.

Adapun keempat reksadana syariah tersebut termasuk dalam jenis kategori reksadana syariah pendapatan tetap. Hal ini berbanding terbalik bila dilihat dari nilai total risiko (standar deviasi) yang bernilai rendah maupun nilai *systematic risk* (beta) yang bernilai negatif pada keempat reksadana syariah tersebut.

Sedangkan empat reksadana syariah yang memberikan tingkat pengembalian paling rendah adalah :

- Trimegah Syariah Saham (TRISYAH) : -0,46%.
- BNI Dana Plus Syariah (BNIPSYA) : -0,374%.
- CIMB Islmic Equity (CIMBISL) : -0,342%.
- Danareksa Indeks Syariah (DANINDS) : -0,318%.

Tingkat pengembalian berbanding terbalik dengan tingkat risiko demikian pula halnya tingkat pengembalian dengan nilai negatif memiliki tingkat risiko yang tinggi. Dapat dilihat dari total risiko (standar deviasi) Trimegah Syariah Saham (TRISYAH) sebesar 0,0314, BNI Dana Plus Syariah (BNIPSYA) sebesar 0,0268, CIMB Islamic Equity Growth (CIMBISL) sebesar 0,0262, dan Danareksa Indeks Syariah (DANINDS) sebesar 0,0278. Keempat reksadana tersebut merupakan reksadana syariah jenis saham dan campuran.

Selama periode krisis (Januari 2008 hingga Desember 2008) rata-rata tingkat pengembalian yang diberikan oleh reksadana syariah (khususnya reksadana jenis saham dan campuran) bernilai negatif. Fluktuasi nilai JII merupakan indikator perubahan harga saham yang tergabung didalamnya. Saham-saham yang tergabung dalam JII menjadi efek-efek yang merupakan bagian dari portofolio reksadana yang dikelola oleh manajer investasi sehingga fluktuasi nilai JII secara tidak langsung mempengaruhi tingkat pengembalian yang diberikan oleh reksadana

Tabel 4.1.1 juga memperlihatkan nilai beta ditahun 2008 yang dimiliki oleh masing-masing reksadana dan pasar. Seperti dijelaskan pada bab sebelumnya, beta merupakan ukuran risiko relatif terhadap risiko portofolio pasar. Beta pasar akan selalu bernilai satu. Apabila suatu portofolio memiliki nilai beta lebih dari satu maka volatilitas portofolio tersebut (pergerakan tingkat pengembalian dan risiko portofolio) melebihi volatilitas pasar, demikian pula sebaliknya.

Nilai beta tertinggi pada tahun 2008:

- PNM Equity Syariah (PNMEQTY) : 1,0354.
- PNM Ekuitas Syariah(PNMEQTY) : 1,0158.

Hal ini menandakan PNM Equity Syariah dan Trimegah Syariah Saham merupakan reksadana yang memiliki tingkat volatilitas melebihi pasar. Nilai beta negatif dihasilkan oleh reksadana PNM Amanan Syariah (PNMAMAN) sebesar (0,0006)

4.1.2 Perhitungan *Average Return*, *Standard Deviasi*, dan *Beta* (tahun 2009)

Berikut ringkasan hasil perhitungan tingkat rata-rata pengembalian, standar deviasi, dan beta masing-masing reksadana syariah dan pasar (*Jakarta Islamic Index*) tahun 2009 pada tabel 4.1.2. Selanjutnya akan dijelaskan pada periode penelitian setelah krisis yaitu tahun 2009, rata-rata tingkat pengembalian seluruh reksadana syariah berangsur pulih dengan adanya indikasi nilai *return* positif dan seluruh reksadana syariah yang diteliti memiliki rerata tingkat pengembalian diatas rerata tingkat pengembalian SBI (*risk free investment* sebesar 0,002%) ditahun 2009. Rata-rata tingkat pengembalian tertinggi dihasilkan oleh Batavia

Dana Saham Syariah (BSDSSYH): 0,339% dengan tingkat risiko (standar deviasi) tinggi yaitu sebesar: 0,0223 dan juga nilai beta tertinggi sebesar 1,0151.

Tabel 4.1.2 Perhitungan Statistik Reksadana (tahun 2009)

No	REKSADANA	JENIS RDS	Aver Return RDS	Aver Return SBI	STD DEVIASI	BETA
			2009	2009	2009	2009
1	JKISL	---	0,273%	0,002%	0,0184	1,0000
2	PNMSYAR	Campuran	0,191%	0,002%	0,0140	0.6010
3	BNIPSYA	Campuran	0,258%	0,002%	0,0207	0.7495
4	AAAMANS	Campuran	0,155%	0,002%	0,0125	0.3429
5	RIFCASF	Campuran	0,207%	0,002%	0,0180	0.4708
6	KMJIPBS	Campuran	0,280%	0,002%	0,0174	0.7427
7	MEGSYAR	Campuran	0,176%	0,002%	0,0137	0.5558
8	TRISYAB	Campuran	0,243%	0,002%	0,0189	0.8500
9	FORAMAN	Campuran	0,306%	0,002%	0,0199	0.9398
10	BASYKOM	Campuran	0,127%	0,002%	0,0126	0.6780
11	DANINDS	Saham	0,304%	0,002%	0,0184	0.1323
12	TRISYAH	Saham	0,255%	0,002%	0,0226	1.0492
13	MLLDEKS	Saham	0,298%	0,002%	0,0160	0.7449
14	BSDSSYH	Saham	0,339%	0,002%	0,0223	1.0151
15	PNMEQTY	Saham	0,285%	0,002%	0,0208	1.0248
16	CIMBISL	Saham	0,271%	0,002%	0,0199	0.9404
17	MANISYA	Saham	0,258%	0,002%	0,0162	0.1214
18	BNISYAR	Pend. Tetap	0,048%	0,002%	0,0022	0.0027
19	PNMAMAN	Pend. Tetap	0,052%	0,002%	0,0016	0.0021
20	MANVEST	Pend. Tetap	0,173%	0,002%	0,0104	0.5440
21	INSHAJI	Pend. Tetap	0,049%	0,002%	0,0005	0.0023
22	BHAMUAM	Pend. Tetap	0,041%	0,002%	0,0017	0.0008
23	MEGOSYA	Pend. Tetap	0,100%	0,002%	0,0090	0.0214

Sumber : Bloomberg (telah diolah kembali)

Selain itu reksadana yang memiliki tingkat risiko (standar deviasi) tinggi tahun 2009 adalah :

- Trimegah Syariah Saham (TRISYAH) : 0,0226
- PNM Ekuitas Syariah (PNMEQTY) : 0,0208
- BNI Dana Plus Syariah (BNIPSYA) : 0,0206

Reksadana syariah yang memiliki nilai beta melebihi beta pasar:

- PNM Ekuitas Syariah (PNMEQTY) : 1,0248
- Batavia Dana Saham Syar (BSDSSYH) : 1,0151
- Trimegah Syariah Saham (TRISYAH) : 1,0492

Hal ini menandakan Trimegah Syariah Saham, PNM Equity Syariah dan Batavia Dana Saham Syariah merupakan reksadana yang memiliki tingkat volatilitas melebihi pasar.

4.2 Uji Normalitas

Menurut Uyanto (2009), asumsi normalitas merupakan prasyarat kebanyakan prosedur statistika inferensial. Uji normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah data berasal dari distribusi normal atau tidak. Data NAB kedua puluh dua reksadana syariah diuji berdasarkan *Shapiro-Wilk* dan uji normalitas *Lilliefors (Kolmogorov-Smirnov)* yang terdapat dalam prosedur SPSS *Explore*. Bentuk hipotesis untuk uji normalitas adalah sebagai berikut :

H_0 : Data berasal dari populasi yang terdistribusi normal

H_1 : Data tidak berasal dari populasi yang terdistribusi normal

Dalam pengujian hipotesis, kriteria untuk menolak atau tidak menolak H_0 berdasarkan P-value adalah sebagai berikut :

Jika P-value $< \alpha$, maka H_0 ditolak.

Jika P-value $\geq \alpha$, maka H_0 tidak dapat ditolak.

Dalam program SPSS digunakan istilah *Significance* (yang disingkat *Sig.*) untuk *P-value*, dengan kata lain *P-value* = *Sig* (lihat tabel 4.2).

Tabel 4.2. Hasil Uji Normalitas (tahun 2008-2009)

Group	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Return 2008	.177	23	.060	.905	23	.032
2009	.183	23	.044	.902	23	.028

a. Lilliefors Significance Correction

Sumber : Bloomberg (telah diolah kembali)

Hasil dalam tabel 4.2 menunjukkan bahwa tingkat pengembalian duapuluh dua reksadana syariah dan JKISL baik ditahun 2008 dan ditahun 2009 ternyata tidak terdistribusi secara normal. Hal ini dikarenakan nilai P-value yang dimiliki keduapuluh dua reksadana tersebut lebih kecil dari α (0,05). Uji normalitas tahun 2008 menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,06 (Kolmogorov-Smirnov) dan 0,032 (Shapiro-Wilk) sedangkan uji normalitas tahun 2009 menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,044 (Kolmogorov-Smirnov) dan 0,028 (Shapiro-Wilk). Sesuai dengan hipotesis yang dibuat pada bab 3 bahwa apabila nilai P-value lebih kecil dari nilai α (0,05) maka H_0 ditolak.

H_0 = Data berasal dari populasi yang terdistribusi normal.

H_1 = Data berasal dari populasi yang tidak terdistribusi normal.

Data reksadana yang normal menunjukkan bahwa pada tahap pengujian selanjutnya, penelitian ini dapat menggunakan uji non parametrik. Sedangkan uji parametrik hanya dapat dilakukan apabila data yang digunakan teridistribusi secara normal.

4.3 Analisis Kinerja berdasarkan Indeks Sharpe dan Indeks Treynor

Analisis kinerja reksadana pada periode krisis (tahun 2008) dan setelah periode krisis (2009) dilakukan dengan menggunakan dua pengukuran kinerja yaitu indeks Sharpe dan indeks Treynor. Kedua metode ini merupakan metode pengukuran kinerja portofolio yang sifatnya saling melengkapi (Reilly dan Brown, 2003).

4.3.1 Hasil Pengukuran Kinerja menurut Indeks Sharpe dan Indeks Treynor tahun 2008 dan 2009

Selanjutnya peneliti mengukur dan memberikan peringkat kinerja reksadana syariah berdasarkan indeks Sharpe dan indeks Treynor. Hal ini dilakukan untuk melihat kinerja dari manajer investasi yang dapat tercermin dari nilai indeks kinerja dan peringkat atas reksadana yang dikelolanya

Tabel 4.3.1 Perhitungan Kinerja tahun 2008 dan 2009

No	REKSADANA	JENIS RDS	Indeks Sharpe		Indeks Treynor	
			2008	2009	2008	2009
1	JKISL	---	(0,110)	0.147	(0,003)	0.003
2	PNMSYAR	Campuran	(0,104)	0.135	(0,004)	0.002
3	BNIPSYA	Campuran	(0,140)	0.124	(0,005)	0.003
4	AAAMANS	Campuran	(0,098)	0.122	(0,003)	0.002
5	RIFCASF	Campuran	(0,171)	0.114	(0,007)	0.002
6	KMJIPBS	Campuran	(0,136)	0.159	(0,004)	0.003
7	MEGSYAR	Campuran	(0,039)	0.127	(0,003)	0.002
8	TRISYAB	Campuran	(0,126)	0.127	(0,004)	0.002
9	FORAMAN	Campuran	(0,104)	0.153	(0,003)	0.003
10	BASYKOM	Campuran	(0,137)	0.099	(0,004)	0.001
11	DANINDS	Saham	(0,116)	0.164	(0,023)	0.003
12	TRISYAH	Saham	(0,148)	0.112	(0,004)	0.003
13	MLLDEKS	Saham	(0,098)	0.184	(0,003)	0.003
14	BSDSSYH	Saham	(0,109)	0.151	(0,003)	0.003
15	PNMEQTY	Saham	(0,085)	0.136	(0,003)	0.003
16	CIMBISL	Saham	(0,131)	0.135	(0,004)	0.003
17	MANISYA	Saham	(0,102)	0.158	(0,015)	0.003
18	BNISYAR	Pend. Tetap	0,126	0.211	0.256	0.000
19	PNMAMAN	Pend. Tetap	0,163	0.318	(0,532)	0.001
20	MANVEST	Pend. Tetap	(0,101)	0.164	(0,003)	0.002
21	INSHAJI	Pend. Tetap	0,808	0.986	0.216	0.000
22	BHAMUAM	Pend. Tetap	1,299	0.233	0.403	0.000
23	MEGOSYA	Pend. Tetap	(0,080)	0.109	(0,021)	0.001

Sumber : Bloomberg (telah diolah kembali)

Berdasarkan indeks Sharpe pada tabel 4.3.1, terlihat bahwa sepanjang periode 2008 hampir seluruh reksadana memiliki indeks kinerja yang negatif. Hal ini dikarenakan indeks Sharpe dalam perhitungannya tidak hanya memperhitungkan rata-rata tingkat pengembalian suatu portofolio melainkan *excess return* yang dimiliki portofolio tersebut. Reksadana mungkin memiliki rata-rata tingkat pengembalian yang positif, namun nilai tersebut ternyata tidak lebih tinggi dari rata-rata tingkat pengembalian yang diberikan oleh *risk free assets* sehingga *excess return* bernilai negatif.

Tabel 4.3.1 di atas juga menunjukkan nilai indeks Treynor yang negatif selama periode krisis (tahun 2008). Adapun baik indeks Sharpe kinerja positif tahun 2008 dihasilkan oleh reksadana jenis pendapatan tetap yaitu BNI Dana Syariah (BNISYAR), PNM Amanah Syariah (PNMAMAN), I Hajj Syariah Fund (INSHAJI), dan MNC Dana Syariah (BHAMUAM). Sedangkan indeks Treynor bernilai positif dihasilkan oleh BNI Dana Syariah (BNISYAR), I Hajj Syariah Fund (INSHAJI), dan MNC Dana Syariah (BHAMUAM). Tahun 2009 kedua indeks menunjukkan nilai kinerja yang positif.

4.3.2 Hasil Pemeringkatan Kinerja menurut Indeks Sharpe tahun 2008 dan tahun 2009

Tabel 4.3.2 di bawah menunjukkan peringkat reksadana berdasarkan metode pengukuran indeks Sharpe pada tahun 2008 dan tahun 2009 dengan menggabungkan variabel pendapatan tetap dan tabel 4.3.3 tanpa menggabungkan variabel pendapatan tetap.

Tabel 4.3.2 Peringkat Kinerja Indeks Sharpe (dengan Pendapatan Tetap)

No	REKSADANA	JENIS RDS	Indeks Sharpe	
			2008	2009
1	JKISL	---	---	---
2	PNMSYAR	Campuran	13	13
3	BNIPSYA	Campuran	20	17
4	AAAMANS	Campuran	9	18
5	RIFCASF	Campuran	22	19
6	KMJIPBS	Campuran	18	8
7	MEGSYAR	Campuran	5	16
8	TRISYAB	Campuran	16	15
9	FORAMAN	Campuran	12	10
10	BASYKOM	Campuran	19	22
11	DANINDS	Saham	15	6
12	TRISYAH	Saham	21	20
13	MLLDEKS	Saham	8	5
14	BSDSSYH	Saham	14	11
15	PNMEQTY	Saham	7	12

Sumber : Bloomberg (telah diolah kembali)

Tabel 4.3.2 Peringkat Kinerja Indeks Sharpe (dengan Pendapatan Tetap)

No	REKSADANA	JENIS RDS	Indeks Sharpe	
			2008	2009
16	CIMBISL	Saham	17	14
17	MANISYA	Saham	11	9
18	BNISYAR	Pend. Tetap	4	4
19	PNMAMAN	Pend. Tetap	3	2
20	MANVEST	Pend. Tetap	10	7
21	INSHAJI	Pend. Tetap	2	1
22	BHAMUAM	Pend. Tetap	1	3
23	MEGOSYA	Pend. Tetap	6	21

Sumber : Bloomberg (telah diolah kembali)

Tabel 4.3.3 Peringkat Kinerja Indeks Sharpe (tanpa Pendapatan Tetap)

No	REKSADANA	JENIS RDS	Indeks Sharpe	
			2008	2009
1	JKISL	---	---	---
2	PNMSYAR	Campuran	7	8
3	BNIPSYA	Campuran	14	12
4	AAAMANS	Campuran	4	13
5	RIFCASF	Campuran	16	14
6	KMJIPBS	Campuran	12	3
7	MEGSYAR	Campuran	1	11
8	TRISYAB	Campuran	10	10
9	FORAMAN	Campuran	6	5
10	BASYKOM	Campuran	13	16
11	DANINDS	Saham	9	2
12	TRISYAH	Saham	15	15
13	MLLDEKS	Saham	3	1
14	BSDSSYH	Saham	8	6
15	PNMEQTY	Saham	2	7
16	CIMBISL	Saham	11	9
17	MANISYA	Saham	5	4

Sumber : Bloomberg (telah diolah kembali)

Pada tabel 4.3.2 peringkat satu indeks Sharpe adalah reksadana MNC Dana Syariah (BHAMUAM) tahun 2008 dan I-Hajj Syariah Fund (INSHAJI) tahun 2009 sedangkan tabel 4.3.3 peringkat satu indeks Sharpe adalah Mega Dana

Syariah (MEGSYAR) tahun 2008 dan Manulife LK DN Ekuitas Syariah (MLLDEKS) tahun 2009.

4.3.3 Hasil Pemeringkatan Kinerja menurut Indeks Treynor tahun 2008 dan tahun 2009

Tabel 4.3.4 di bawah menunjukkan peringkat reksadana berdasarkan metode pengukuran indeks Treynor pada tahun 2008 dan tahun 2009 dengan menggabungkan variabel pendapatan tetap dan tabel 4.3.5 tanpa menggabungkan variabel pendapatan tetap.

Tabel 4.3.4 Peringkat Kinerja Indeks Treynor (dengan Pendapatan Tetap)

No	REKSADANA	JENIS RDS	Indeks Treynor	
			2008	2009
1	JKISL	---	---	---
2	PNMSYAR	Campuran	11	13
3	BNIPSYA	Campuran	17	8
4	AAAMANS	Campuran	10	16
5	RIFCASF	Campuran	18	12
6	KMJIPBS	Campuran	14	6
7	MEGSYAR	Campuran	6	14
8	TRISYAB	Campuran	12	11
9	FORAMAN	Campuran	7	2
10	BASYKOM	Campuran	15	17
11	DANINDS	Saham	21	3
12	TRISYAH	Saham	16	10
13	MLLDEKS	Saham	5	4
14	BSDSSYH	Saham	8	1
15	PNMEQTY	Saham	4	5
16	CIMBISL	Saham	13	7
17	MANISYA	Saham	19	9
18	BNISYAR	Pend. Tetap	2	21
19	PNMAMAN	Pend. Tetap	22	19
20	MANVEST	Pend. Tetap	9	15
21	INSHAJI	Pend. Tetap	3	20
22	BHAMUAM	Pend. Tetap	1	22
23	MEGOSYA	Pend. Tetap	20	18

Sumber : Bloomberg (telah diolah kembali)

Universitas Indonesia

Tabel 4.3.5 Peringkat Kinerja Indeks Treynor (tanpa Pendapatan Tetap)

No	REKSADANA	JENIS RDS	Indeks Treynor	
			2009	RANK
1	JKISL	---	---	---
2	PNMSYAR	Campuran	7	13
3	BNIPSYA	Campuran	13	8
4	AAAMANS	Campuran	6	15
5	RIFCASF	Campuran	14	12
6	KMJIPBS	Campuran	10	6
7	MEGSYAR	Campuran	3	14
8	TRISYAB	Campuran	8	11
9	FORAMAN	Campuran	4	2
10	BASYKOM	Campuran	11	16
11	DANINDS	Saham	16	3
12	TRISYAH	Saham	12	10
13	MLLDEKS	Saham	2	4
14	BSDSSYH	Saham	5	1
15	PNMEQTY	Saham	1	5
16	CIMBISL	Saham	9	7
17	MANISYA	Saham	15	9

Sumber : Bloomberg (telah diolah kembali)

Pada tabel 4.3.4 peringkat satu indeks Treynor adalah reksadana MNC Dana Syariah (BHAMUAM) tahun 2008 dan Batavia Dana Saham Syariah (BDSSYH) tahun 2009 sedangkan tabel 4.3.5 peringkat satu indeks Treynor adalah PNM Ekuitas Syariah (PNMEQTY) tahun 2008 dan Batavia Dana Saham Syariah (BDSSYH) tahun 2009.

Adapun beberapa peringkat reksadana menghasilkan peringkat yang tidak konsisten dilihat dari indeks kinerjanya. Hal ini mungkin terjadi karena indeks Sharpe memakai standar deviasi sebagai variabel pengukuran kinerja dan indeks Treynor memakai beta sebagai variabel pengukuran kinerja.

4.4 Hasil Uji Peringkat Bertanda Wilcoxon

Pada bagian sebelumnya telah dibahas mengenai peringkat kinerja reksadana syariah. Terlihat bahwa nilai indeks kinerja tahun 2009 (setelah periode krisis) lebih baik jika dibandingkan dengan nilai indeks kinerja reksadana pada waktu periode krisis yaitu tahun 2008.

Pada bagian ini akan dibahas pengujian statistik yang dilakukan untuk melihat perbedaan nilai indeks kinerja reksadana yang diobservasi. Penulis menggunakan Uji Peringkat Bertanda Wilcoxon. Penggunaan Uji Peringkat Bertanda Wilcoxon dipilih karena sesuai dengan pembahasan pada sub bab 4.2 bahwa ternyata variabel rerata tingkat pengembalian (*average return*) dalam penelitian ini tidak normal maka dari itu pengujian selanjutnya harus menggunakan uji *nonparametric* dan Uji Peringkat Bertanda Wilcoxon merupakan uji *nonparametric* yang dapat digunakan untuk membandingkan dua sampel berpasangan dengan skala interval tapi tidak terdistribusi normal.

Di bawah ini adalah tabel hasil uji peringkat bertanda Wilcoxon terhadap dua indeks pengukuran kinerja (indeks Sharpe dan indeks Treynor) pada periode krisis (tahun 2008) dan periode setelah krisis (tahun 2009).

Tabel 4.4 Hasil Uji Peringkat Bertanda Wilcoxon (Indeks Sharpe)

Test Statistics ^b	
	Indeks Sharpe dengan Pd Tetap
Z	-3.393 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.001

a. Based on negative ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Sumber : Bloomberg (telah diolah kembali)

Tabel 4.5 Hasil Uji Peringkat Bertanda Wilcoxon (Indeks Sharpe-Tanpa Pendapatan Tetap)

Test Statistics^b

	Indeks Sharpe (tanpa Pd Tetap)
Z	-3.516 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.000

a. Based on negative ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Sumber : Bloomberg (telah diolah kembali)

Angka yang digunakan dalam menentukan hasil Uji Peringkat Bertanda Wilcoxon di atas adalah angka dari tabel *Asymp Sig. (2-tailed)*. Tampilan P-value pada tabel di atas adalah untuk uji dua sisi dan pengujian ini pun menggunakan uji dua sisi sehingga angka yang tertera tidak perlu dibagi dua.

Pada kelompok uji pengukuran dengan menggunakan Indeks Sharpe didapatkan bahwa angka *P-value* tabel 4.4 memiliki nilai 0,001 dan tabel 4.5 memiliki nilai 0,000. Angka ini tidak lebih besar dari nilai α (0,05). Dengan begitu maka $H_0 : \eta_1 = \eta_2$ ditolak. Hal ini mengindikasikan bahwa ternyata secara statistik, kinerja antara reksadana syariah selama periode krisis (tahun 2008) berbeda periode pasca-krisis (tahun 2009).

Tabel 4.6 Hasil Uji Peringkat Bertanda Wilcoxon (Indeks Treynor)

Test Statistics^b

	Indeks Treynor dengan Pdt Tetap
Z	-2.159 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.031

a. Based on negative ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Sumber : Bloomberg (telah diolah kembali)

Tabel 4.7 Hasil Uji Peringkat Bertanda Wilcoxon (Indeks Treynor-Tanpa Pendapatan Tetap)

Test Statistics^b

	Indeks Treynor tanpa Pdt Tetap
Z	-3.516 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.000

a. Based on negative ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Sumber : Bloomberg (telah diolah kembali)

Uji terhadap indeks Treynor pun menunjukkan hasil yang sama yaitu menolak H₀ karena *P-value* tabel 4.6 yang dimiliki indeks Treynor bernilai 0,031 dan tabel 4.7 memiliki nilai 0,000. Angka ini lebih kecil dari nilai α (0,05). Hal ini berarti secara statistik, kinerja reksada syariah selama periode krisis (tahun 2008) memiliki perbedaan signifikan dengan kinerja reksadana syariah setelah periode krisis (tahun 2009).

BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

Pada karya akhir ini evaluasi dari 22 produk reksadana syariah yang ada di pasar modal pada periode krisis (2008) dan periode pasca-krisis (2009) dilakukan dengan menggunakan metode *Risk Adjusted* (indeks Sharpe dan indeks Treynor).

5.1 Kesimpulan

Kesimpulan dari evaluasi yang dilakukan didapat bahwa:

1. Kinerja reksadana syariah pada saat periode krisis (tahun 2008) menunjukkan hasil yang negatif baik dengan menggunakan indeks Sharpe maupun indeks Treynor. Terdapat 18 reksadana syariah yang memiliki nilai *return* negatif pada saat periode krisis (tahun 2008) dan 4 reksadana bernilai positif yang merupakan reksadana syariah pendapatan tetap. Sedangkan pada periode setelah krisis (tahun 2009) ke-22 reksadana syariah memiliki nilai *return* positif. Tetapi adapun indeks Sharpe memberikan hasil kinerja yang positif kepada 4 reksadana syariah pendapatan tetap sedangkan indeks Treynor memberikan 3 nilai positif pada reksadana syariah pendapatan tetap. Dan ditahun 2009 semua hasil kinerja bernilai positif baik dengan menggunakan indeks Sharpe maupun indeks Treynor.
2. Terdapat perbedaan hasil antara peringkat metode Sharpe dan Treynor. Hal ini dikarenakan tingkat risiko yang berbeda digunakan, Sharpe menggunakan *total risk* dan Treynor menggunakan *systematic risk*. Apabila perhitungan peringkat kinerja menggabungkan jenis pendapatan tetap maka peringkat pertama baik dengan menggunakan indeks Sharpe dan indeks Treynor dihasilkan oleh MNC Dana Syariah (BHAMUAM). Sedangkan apabila tidak menggabungkan jenis pendapatan tetap, maka peringkat pertama dengan menggunakan indeks Sharpe Mega Dana Syariah (MEGSYAR) dan indeks Treynor dihasilkan oleh PNM Ekuitas Syariah

(PNMEQTY). Hasil dari kedua metode ini menjadikan evaluasi saling melengkapi.

3. Dengan melakukan Uji Statistik Peringkat Bertanda Wilcoxon, kinerja reksadana syariah tahun 2008 memiliki perbedaan yang signifikan dengan kinerja tahun 2009 baik menggunakan indeks Sharpe maupun indeks Treynor, baik dengan menggabungkan dan tanpa menggabungkan sampel reksadana syariah jenis pendapatan tetap.

5.2 Saran

5.2.1 Bagi Investor

- Investor perlu melakukan pertimbangan kinerja portofolio di masa lalu, khususnya kinerja investasi pada saat krisis untuk memutuskan portofolio yang akan diinvestasikan.
- Investor perlu pemahaman lebih jauh mengenai hubungan tingkat pengembalian dan tingkat risiko. Karena penilaian kinerja reksadana maupun instrumen investasi lainnya akan menjadi keliru jika hanya dilihat dari tingkat pengembaliannya saja tanpa mempertimbangkan tingkat risikonya.

5.2.2 Bagi Manajer Investasi

- Manajer investasi diharapkan dapat membantu investor dalam memilih dan mengelola portofolio investasinya terutama bagi investor yang belum memiliki pemahaman yang mendalam khususnya mengenai reksadana syariah.
- Manajer investasi diharapkan mampu memberikan kinerja pengelolaan reksadana yang lebih baik khususnya terhadap portofolio investasi khususnya reksadana syariah pada saat periode krisis.

5.2.3 Bagi Penelitian Selanjutnya

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan diantaranya periode penelitian yang singkat dan jumlah serta jenis reksadana yang diobservasi. Dari berbagai

keterbatasan ini maka beberapa saran yang mungkin dapat dipertimbangkan untuk penelitian selanjutnya diantaranya:

- Menambah periode penelitian sehingga pergerakan kinerja reksadana dapat dilihat dengan lebih luas.
- Menghitung beta mulai dari tanggal efektif reksadana/ portofolio yang akan diukur kinerjanya.
- Menambah jumlah serta jenis reksadana yang diobservasi seperti jenis reksadana terproteksi dan indeks agar tidak terbatas pada jenis reksadana tertentu.
- Melakukan perbandingan kinerja reksadana dengan menggunakan metode lain seperti *Jensen's Alpha*, *Fama and French (Four factors model)*, dan metode lain yang sekiranya dapat memberikan hasil lebih akurat dalam menilai kinerja portofolio investasi.
- Melakukan analisis mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja reksadana.

DAFTAR REFERENSI

- Asgar Padlinuryayi, Yadi (2010). *Analisa Pergerakan dan Volatilitas Beberapa Saham LQ-45 Pada Periode Krisis Ekonomi Global*. Bogor: Tesis Pascasarjana Manajemen dan Bisnis Institut Pertanian Bogor.
- Asytuti, Rinda (2003). *Analisis Perbandingan Kinerja Antara Reksa Dana Syariah dan Reksa Dana Konvensional dalam Menghasilkan Return Optimal Pada Tahun 2001-2002*. Jakarta: Pascasarjana Ilmu Manajemen Universitas Indonesia.
- Baily, Martin, dan Douglas Elliott (2009). *The US Financial Economic Crisis: Where Does It Stand and Where Do We Go From Here?*. Brookings Institution.
- Bodie, Zvi, Alex Kane, dan Alan J Marcus (2007). *Investment*. New York : Mc Grawhill.
- Chang, Winston W. (2010). *Financial Crisis of 2007-2010 Working Paper Series*. Buffalo, NY: State University of New York at Buffalo.
- Christian, Ferry, (2009). *Evaluasi Kinerja Reksadana Saham pada Kondisi Bullish dan Bearish*. Jakarta: Magister Manajemen Universitas Indonesia
- Djumena, Erlangga, (2011). *Apa itu Reksadana Syariah*. Kompas.com.
- Elfakhani, Said and Hassan. Kabir M, (2005). *Performance of Islamic Mutual Funds*. Cairo: Economic Research Forum.
- Fatwa No.20/DSN-MUI/VI/2000, *Pedoman Pelaksanaan Investasi Reksadana Syariah*. Majelis Ulama Indonesia.
- Gordon, J., William F. Sharpe, (1995). *Investments 5th edition*. Bailey: Prentice Hall International.

- Hayat, Raphie and Kraeussl, Roman, (2010). *Risk and Return Characteristic of Islamic Equity Funds*. *Emerging Market Review*, Vol.12, pp. 189-203.
- Jones, Charles P. (2009). *Investment (12th ed)*. Asia: Wailey.
- Khorana, A., H. Servaes, dan P. Tufano (2003). *Explaining the Size of Mutual Fund Industry Around The World*. *Journal of Financial Economics* vol. 78: 1.
- Mises, von Ludwig (2006). *The Causes of Economic Crisis and Other Essays Before and After the Great Depression*. Alabama: Ludwig von Mises Institute
- Nasution, V.Vaji. (2007). *Analisis Perbandingan Kinerja Reksadana Terproteksi dengan Reksadana Pendapatan Tetap 2005-2006*. Jakarta: Magister Manajemen Universitas Indonesia.
- Reilly, Frank K., dan Keith C. Brown. (2003). *Investment Analysis and Portfolio Management 7th edition*. Thomson South Western.
- Roubini, Nouriel (2009). *Ten Risks To Global Growth*. Forbes.com
- Setiawan Budi, Azis (2005). *Reksadana Syariah ; Alternatif Investasi Islami*. Surabaya: Pesantren Hidayatullah.
- Sharpe, William F (1966). *Mutual Fund Performance*. *The Journal of Business*. Jan 1966.
- Taylor, John B. (2008). *The Empirical Crisis and The Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong: Working Paper Series*. Stanford University.
- Tim Studi Investasi Syariah. (2004). *Studi tentang Investasi Syariah di Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: Departemen Keuangan Republik Indonesia.
- Undang-Undang No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.
- Utomo, Ponco (2010). *Peluang dan Tantangan Pertumbuhan Reksa Dana di Indonesia*. Jakarta: PT. Minna Padi Aset Manajemen.

Uyanto, Stanislaus S (2009). *Pedoman Analisis Data Dengan SPSS*. Edisi ketiga. Yogyakarta: Graha Ilmu.

Wiksuana, Bagus I. Gusti and Purnawati, Ni Ketut (2008). *Konsistensi Risk Adjusted Sebagai Pengukur Kinerja Portofolio Saham di Pasar Modal Indonesia*. Buletin Studi Ekonomi, Vol.13, No.2. (2008), pp.172-183.

www.bapepam.go.id

www.bi.go.id

www.idx.co.id

www.indonesiarecovery.org



DAFTAR LAMPIRAN

1. Tabel Populasi Reksadana Syariah per 31 Desember 2008

No	Nama	Manajer Investasi	Tanggal Efektif	Jenis
1	EURO PEREGRINE SYARIAH BALANCED PLUS	PT. Eurocapital Peregrine Securities	29-Nop-06	Campuran
2	DANAREKSA SYARIAH BERIMBANG	PT. Danarekxa Investment Management	24-Nop-00	Campuran
3	PNM SYARIAH	PT. PNM Investment Management	15-Mei-00	Campuran
4	IPB SYARIAH	PT. Kresna Graha Sekurindo, Tbk.	14-Des-05	Campuran
5	CIPTA SYARIAH BALANCE	PT. Ciptadana Asset Management	16-Apr-08	Campuran
6	SYARIAH BNP PARIBAS PESONA AMANAH	PT. BNP Paribas Investment Partners	9-Apr-07	Campuran
7	MEGA DANA SYARIAH	PT. Mega Capital Indonesia	11-Sep-06	Campuran
8	AAA AMANAH SYARIAH FUND	PT. Andalan Artha Advisindo Sekuritas	17-Jun-05	Campuran
9	BNI DANAPLUS SYARIAH	PT. BNI Securities	21-Apr-04	Campuran
10	TRIM SYARIAH BERIMBANG	PT. Trimegah Securities, Tbk.	26-Des-06	Campuran
11	MANDIRI INVESTA SYARIAH BERIMBANG	PT. Mandiri Manajemen Investasi	14-Okt-04	Campuran
12	CAPITAL SYARIAH FLEKSI	PT. Recapital Asset Management	08-Agust-05	Campuran
13	SYARIAH BATASA KOMBINASI	PT. Batasa Capital	29-Mar-07	Campuran
14	CIMB-PRINCIPAL ISLAMIC BALANCE	PT. CIMB-Principal Asset Management	12-Sep-06	Campuran
15	MNC DANA SYARIAH (d/h BIG DANA MUAMALAH)	PT. MNC Asset Management	29-Okt-04	Pendapatan Tetap
16	PNM AMANAH SYARIAH	PT. PNM Investment Management	26-Agust-04	Pendapatan Tetap
17	MANDIRI INVESTA DANA SYARIAH	PT. Mandiri Manajemen Investasi	22-Des-08	Pendapatan Tetap
18	SYARIAH BATASA SUKUK	PT. Batasa Capital	3-Sep-08	Pendapatan Tetap
19	BNI DANA SYARIAH	PT. BNI Securities	21-Apr-04	Pendapatan Tetap
20	MEGA DANA OBLIGASI SYARIAH	PT. Mega Capital Indonesia	21-Mei-07	Pendapatan Tetap
21	I-HAJJ SYARIAH FUND	PT. Insight Investments Management	13-Jan-05	Pendapatan Tetap

No	Nama	Manajer Investasi	Tanggal Efektif	Jenis
22	TRIM SYARIAH SAHAM	PT. Trimegah Securities, Tbk.	26-Des-06	Saham
23	CIMB-PRINCIPAL ISLAMIC EQUITY GROWTH	PT. CIMB-Principal Asset Management	06-Agust-07	Saham
24	MEGA DANA SAHAM SYARIAH	PT. Mega Capital Indonesia	3-Sep-08	Saham
25	CIPTA SYARIAH EQUITY	PT. Ciptadana Asset Management	16-Apr-08	Saham
26	SYARIAH BNP PARIBAS EQUITRA AMANAH	PT. BNP Paribas Investment Partners	24-Mar-08	Saham
27	BATAVIA DANA SAHAM SYARIAH	PT. Batavia Prosperindo Aset	16-Jul-07	Saham
28	MANDIRI INVESTA ATRAKTIF-SYARIAH	PT. Mandiri Manajemen Investasi	19-Des-07	Saham
29	BNIS SAHAM SYARIAH	PT. BNI Securities	4-Jul-08	Saham
30	PNM EKUITAS SYARIAH	PT. PNM Investment Management	26-Jul-07	Saham

Sumber : Bapepam-LK (telah diolah kembali)

2. Hasil Uji Normalitas (tahun 2008 dan 2009)

Group	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Return 2008	.177	23	.060	.905	23	.032
2009	.183	23	.044	.902	23	.028

a. Lilliefors Significance Correction

Sumber : Bloomberg (telah diolah kembali)

3. Hasil Uji Peringkat Bertanda Wilcoxon

Ranks

	N	Mean Rank	Sum of Ranks
Indeks Sharpe - Indeks Sharpe Negative Ranks	1 ^a	22.00	22.00
Positive Ranks	21 ^b	11.00	231.00
Ties	0 ^c		
Total	22		

a. Indeks Sharpe 2008 < Indeks Sharpe 2009

b. Indeks Sharpe 2008 > Indeks Sharpe 2009

c. Indeks Sharpe 2008 = Indeks Sharpe 2009

Test Statistics^b

	Indeks Sharpe
Z	-3.393 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.001

a. Based on negative ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Ranks

	N	Mean Rank	Sum of Ranks
Indeks Treynor - Indeks Treynor Negative Ranks	2 ^a	21.00	42.00
Positive Ranks	20 ^b	10.55	211.00
Ties	0 ^c		
Total	22		

a. Indeks Treynor 2008 < Indeks Treynor 2009

b. Indeks Treynor 2008 > Indeks Treynor 2009

c. Indeks Treynor 2008 = Indeks Treynor 2009

Test Statistics^b

	Indeks Treynor
Z	-2.159 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.031

a. Based on negative ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

Sumber : Bloomberg (telah diolah kembali)