



UNIVERSITAS INDONESIA

**PERBANDINGAN KINERJA REKSADANA SAHAM SYARIAH
INDONESIA DAN MALAYSIA**

TESIS

PERMATA WULANDARI

0906505741

**UNIVERSITAS INDONESIA
PROGRAM PASCA SARJANA
PROGRAM STUDI KAJIAN TIMUR TENGAH DAN ISLAM
KEKHUSUSAN EKONOMI DAN KEUANGAN SYARIAH
JAKARTA**

2011



UNIVERSITAS INDONESIA

**PERBANDINGAN KINERJA REKSADANA SAHAM SYARIAH
INDONESIA DAN MALAYSIA**

TESIS

**Diajukan Sebagai Syarat Untuk Memperoleh Gelar Magister Sains (M.Si)
Dalam Bidang Ilmu Ekonomi dan Keuangan Syariah Pada Program Studi
Timur Tengah dan Islam, Program Pascasarjana, Universitas Indonesia**

PERMATA WULANDARI

0906505741

**UNIVERSITAS INDONESIA
PROGRAM PASCA SARJANA
PROGRAM STUDI KAJIAN TIMUR TENGAH DAN ISLAM
KEKHUSUSAN EKONOMI DAN KEUANGAN SYARIAH
JAKARTA
2011**

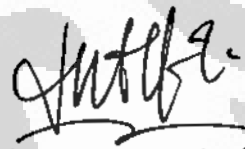
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

Nama : Permata Wulandari, S.E.

NPM : 0906505741

Tanggal : 7 Januari 2011

Tanda Tangan : 
(PERMATA WULANDARI)

LEMBAR PERSETUJUAN TESIS

Nama : Permata Wulandari, S.E.
NPM : 0906505741
Kekhususan : Ekonomi dan Keuangan Syariah
Konsentrasi : Investasi Syariah
Judul Tesis : Perbandingan Kinerja Reksadana Saham Syariah Indonesia dan
Malaysia



Pembimbing Tesis



Else Fernanda S.E, Ak, M.Sc

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :
Nama : Permata Wulandari, S.E.
NPM : 0906505741
Program Studi : Timur Tengah dan Islam
Judul Tesis : Perbandingan Kinerja Reksadana Saham
Syariah Indonesia dan Malaysia

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Sains pada Program Studi Timur Tengah dan Islam, Program Pascasarjana, Universitas Indonesia.

DEWAN PENGUJI

Ketua Dewan Penguji : Dr. A. Hanief Saha Ghafur, M.Si (.....)

Pembimbing : Else Fernanda, S.E, Ak, M. Sc (.....)

Penguji : Nurul Huda, S.E, M.M, M.Si (.....)

Pembaca Ahli : Ranti Wiliasih, S.P, M.Si (.....)

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 7 Januari 2011

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

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

Nama : Permata Wulandari, S.E.
NPM : 0906505741
Program Studi : Timur Tengah dan Islam
Kekhususan : Ekonomi dan Keuangan Syariah
Jenis Karya : Tesis

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:

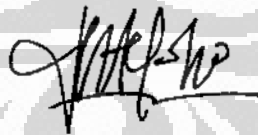
**PERBANDINGAN KINERJA REKSADANA SAHAM SYARIAH
INDONESIA DAN MALAYSIA**

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/menformatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (database), merawat, dan mempublikasikan 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 : Jakarta
Tanggal : 7 Januari 2011

Yang menyatakan,



(Permata Wulandari)

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur Penulis panjatkan kepada Allah SWT karena atas kehendak-Nya-lah Penulis dapat menyelesaikan penelitian tesis ini dengan baik dan tepat waktu sehingga Penulis mampu mencapai gelar Magister sains dengan kekhususan Ekonomi dan Keuangan Syariah di Fakultas Pascasarjana Universitas Indonesia.

Pada kesempatan ini pula Penulis mengucapkan terima kasih kepada berbagai pihak yang telah sangat mendukung penulis baik selama masa penelitian ini, maupun selama menjalani perkuliahan di Fakultas Pascasarjana Universitas Indonesia.

1. Bapak Else Fernanda selaku dosen pembimbing skripsi yang telah banyak meluangkan waktu, memberikan masukan, pencerahan, nasihat, dan motivasi, menghilangkan kekhawatiran, dan membagi pengalaman berharga sehingga saya tidak hanya dapat menyelesaikan tesis, tetapi juga menjadi lebih bersemangat untuk pencapaian selanjutnya.
2. Bapak Nurul Huda, Ibu Ranti Wiliasih dan Bapak Hanief Saha Ghafur selaku dosen penguji dan pembaca ahli yang telah memberikan banyak masukan ide untuk pengembangan tesis yang saya buat.
3. Seluruh Pengajar PSTTI UI dan staf yang telah memberikan banyak masukan terkait tesis ini. Terkhusus kepada mbak herlin yang telah susah payah menyusun jadwal tesis ini.
4. Ibu dan ayah yang senantiasa setia mendoakan, mencintai, dan mendukung di setiap waktu dan di setiap umur hidupku. Semoga kelulusan ini dapat menjadi sebuah kado manis atas ketulusan ibu dan ayah selama ini. Saya tidak akan menjadi seperti saat ini tanpa kasih sayang ibu dan ayah.
5. Krishasto Budisaty, imamku dan kekasihku. Seseorang pejuang yang tanpa henti untuk keluarga tercinta. Kasih sayangmu memberikan kehidupan terindah yang pernah kurasakan. Kuharap ini adalah kado terindah untukmu.

6. Naura Raihana, gadis kecil yang cerdas, pintar dan shalihah. Kado terindah jalinan cinta diriku dan kekasihku. Kehadiranmu memberikan arti dalam kehidupan yang sulit dirangkai dalam kata-kata.
7. Indah Kusuma Wardhani, Enrico Febrianto dan si kecil Fahmi Azzam. Adikku tersayang yang selalu membuat sang kakak tersenyum. Terimakasih atas bantuan dan cinta selama ini. Arief Dharmawan, Eva Emilda, Syifa, Saski, Salman dan Dian. Keluarga besar kakak ipar yang selalu mendukung perkuliahan sang adik ini.
8. Keluarga Besar staff pengajar departemen Manajemen FEUI, terkhusus Rahmat Aryo Baskoro (terimakasih udah mengerti anak buahnya yang ngajar plus kuliah plus jadi ibu plus jadi istri ini), Ratna Juwita (terimakasih buat sharingnya, saya yakin juwi lebih baik dari saya), Budi Prasetyo (terimakasih ka budi buat diskusi ekonometrikanya), Agung Faradynawati (asisten terlucu yang pernah saya kenal), AWL (kecerdasanmu luar biasa), Fitria DH (merindukanmu sangat di departemen Manajemen FEUI), Mbak Ririen (maaf menzolimi jadwal bikin buku kita karena pembuatan tesis ini), Ibu opik(terimakasih atas kesempatan bergabung di bisnis indonesia), Mbak leni (maafkan penerima hibah riset yang zolim ini), Fitria (terimakasih untuk kesempatan join di risetnya) dan seluruh staff pengajar yang belum bisa disebutkan satu persatu.
9. Keluarga Besar Bisnis Indonesia Intelligence Unit, Anton (terimakasih berat buat data bloombergnya tanpa Anton penelitian ini tidak terlaksana), Bu Mamay dan Pak Rahmon (Terimakasih untuk setiap koreksi naskah kajiannya) dan seluruh staff yang belum bisa disebutkan satu persatu.
10. Teman-teman EKS 17 pagi tercinta : Lilies Hasanah (ibu ketua yang membuat kelas menjadi berarti), Dessy Hariani (dessy yang selalu serius dan baik hati), Yosi Mardoni (Ayo disukseskan resolusi 2011nya), Lala (Anak tersantai tetapi memiliki catetan kuliah yang luar biasa), Bundo Heni (bundo yang sangat hobi belanja dan selalu punya ide yang luar biasa), Bunda nissa (doakan aku bisa menyusulmu memenuhi panggilan menuju tanah suci itu), Pak Zul (bapak yang luar biasa semangat belajarnya), Pak khafid (sikap menerima segala takdir dan baik hati yang selalu ingin saya pelajari), ikhwan

(sosok pria yang sangat cerdas sekali tetapi terbentur waktu untuk menyalurkan kecerdasannya), fuad (ustad gharar yang super duper baik), amien (makasih berat untuk translate bahasa arabnya, sangat berguna sekali), ebrinds (ebrinds yang lugu), ica (aktivis luar biasa), bayu (pasti kamu bisa bay), pak dick (bapak super kritis yang pernah saya kenal), uda selo (makasih uda atas diskusi bermutu kita), siapa lagi ya.... oia mas suryo(antara ada dan tiada). Ayo diselesaikan tesisnya.

11. Teman-teman investasi yang rajin luar biasa : pak soleh, pak endra, fajar, ica, pak khafid, mbak yayuk, mbak cana, mbak dine, adri, ainun, desi, lala, bayu. Terimakasih untuk diskusi bermanfaat kita.
12. Dan semua pihak yang belum sempat dimasukkan dalam tesis ini.

Jakarta, Januari 2011
Permata Wulandari

ABSTRAK

Nama : Permata Wulandari
Program Studi : Timur Tengah dan Islam
Judul : Perbandingan Kinerja Reksadana Saham Syariah
Indonesia dan Malaysia

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis perbandingan kinerja reksadana saham syariah Indonesia dan Malaysia dengan menggunakan indeks *Sharpe*, *Treynor*, *Jensen Alpha* dan *Appraisal ratio* dilengkapi dengan model *Treynor Mazuy* untuk menganalisis kemampuan *market timing* dan *stock selection* reksadana. Berdasarkan hasil pengujian telah ditemukan bahwa sepanjang tahun 2008, reksadana saham syariah Malaysia lebih unggul dari Indonesia berdasarkan *Sharpe*, *Treynor*, dan *Jensen* serta memiliki kemampuan *stock selection* dan *market timing* lebih baik. Pada tahun 2009, reksadana saham syariah Malaysia lebih unggul berdasarkan *Sharpe*, *Treynor* dan *Jensen* tetapi tidak pada pengukuran *appraisal ratio* dan kemampuan *stock selection*. Tidak ada yang signifikan dalam melakukan *market timing*. Pada periode 2008-2009, reksadana saham syariah Malaysia unggul dari Indonesia berdasarkan *Sharpe*, *Treynor*, *Jensen* dan *appraisal ratio* serta memiliki kemampuan *stock selection* dan *market timing* yang lebih baik.

Kata kunci: *Sharpe; Treynor; Jensen Alpha; Appraisal Ratio; Treynor Mazuy.*

ABSTRACT

Name : Permata Wulandari
Study Program : Middle-East and Islamic Studies Program
Title : Comparative Analysis Stock Mutual Fund Performance
between Indonesia and Malaysia

This research purpose to analyze comparative performance between syariah stock mutual fund in Indonesia and Malaysia using Sharpe, Treynor, Jensen Alpha and appraisal ratio index completed with Treynor Mazuy model to analyze market timing and stock selection mutual fund performance. Based on result found that for the year 2008, syariah stock mutual fund in Malaysia better in performance based on Sharpe, Treynor, Jensen, stock selection and market timing. For the year 2009, syariah stock mutual fund in Malaysia better in performance based on Sharpe, Treynor, Jensen, but not for appraisal ratio and stock selection measurement. No one has significant market timing performance. For the year 2008-2009, syariah stock mutual fund Malaysia better on the whole performance measurement and also have better stock selection and market timing performance.

Key Words: Sharpe; Treynor; Jensen Alpha; Appraisal Ratio; Treynor Mazuy.

الملخص

أن الغرض من هذا البحث هو تحليل مقارنة أعمال صناديق استثمار الأسهم الشرعية في بلدي أندونيسيا وماليزيا باستخدام مؤشر شارب ، ترينور ، ألفا جنسن، وتقييم النسبة، ويتم بنموذج لتحليل قدرة توقيت السوق و قدرة اختيار الأسهم لأعمال صناديق استثمار.

واستنادا على نتائج هذا البحث، قد وجدت على طول السنة 2008، أن صناديق استثمار الشرعية في ماليزيا متفوقة وأحسن من أندونيسيا بالنسبة للشارب ، ترينور، ألفا جنسن وأيضا أن لماليزيا قدرة توقيت السوق و قدرة اختيار الأسهم أحسن و متفوقة مما جرت في أندونيسيا. وفي السنة 2009، أعمال صناديق استثمار الأسهم الشرعية في ماليزيا جرت كما في السنة 2008 إلا في قدرة توقيت السوق.

واستنتاج من ذلك، أن أعمال صناديق استثمار الأسهم الشرعية في ماليزيا حول سنتي 2008 إلى 2009، أحسن من أعمال صناديق استثمار الأسهم الشرعية في أندونيسيا نظرا إلى استخدام مؤشر شارب ، ترينور، ألفا جنسن، وتقييم النسبة، ويتم بنموذج لتحليل قدرة توقيت السوق و قدرة اختيار الأسهم

الكلمات الرئيسية : شارب؛ ترينور؛ ألفا جنسن؛ نسبة التقييم؛ الموظفتان المساعدتان ترينور.

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	ii
LEMBAR PERSETUJUAN TESIS.....	iii
HALAMAN PENGESAHAN	iv
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS	v
KATA PENGANTAR.....	vi
ABSTRAK.....	1
ABSTRACT.....	2
المخلص.....	3
DAFTAR ISI.....	4
DAFTAR TABEL.....	7
DAFTAR GAMBAR.....	8
BAB I PENDAHULUAN.....	10
1.1. Latar Belakang	10
1.2. Perumusan Masalah.....	13
1.3. Batasan Permasalahan.....	14
1.4. Tujuan Penelitian.....	14
1.5. Manfaat Penelitian.....	15
1.6. Kerangka Pemikiran.....	17
1.7. Hipotesis.....	18
1.8. Metode Penelitian.....	19
1.8.1. Metode Pemilihan Sampel.....	19
1.8.2. Metode Pengolahan Data.....	21
1.9. Sistematika Pembahasan	21
BAB II LANDASAN TEORI.....	23
2.1. Investasi.....	24
2.1.1. Investasi Islam	25
2.1.2. Prinsip Investasi Dalam Islam	28
2.1.3. Bentuk Investasi Menurut Islam.....	31
2.2. Pasar modal	32
2.2.1. Pasar modal konvensional	36
2.2.2. Pasar modal syariah	37

2.3. Investasi pada Pasar Modal	42
2.3.1. Direct Investing.....	42
2.3.2. Indirect Investing	43
2.4. Teori Portofolio	43
2.5. Reksadana.....	46
2.6. Jenis Reksadana Berdasarkan alokasi asset	47
2.7. Klasifikasi Reksadana	50
2.8. Manfaat Reksadana	53
2.9. Nilai Aktiva Bersih (NAB) Reksadana	55
2.10. <i>Return</i> & Risiko Investasi pada Reksadana	56
2.11. Pengukuran Kinerja Reksadana	58
2.11.1. Pengukuran kinerja berdasarkan Indeks Sharpe	58
2.11.2. Pengukuran kinerja berdasarkan Indeks Jensen.....	59
2.11.3. Pengukuran kinerja berdasarkan Indeks Treynor	59
2.11.4. Pengukuran kinerja berdasarkan <i>appraisal ratio</i>	60
2.12. Stock Selection dan Market Timing.....	61
2.13. Membandingkan kinerja Reksadana	63
2.14. Penelitian Terkait Reksadana	64
BAB III METODOLOGI PENELITIAN	70
3.1. Obyek Penelitian	70
3.2. Sumber Data.....	71
3.3. Variabel penelitian	72
3.4. Metode Penelitian.....	75
3.4.1. Analisis statistik deskriptif.....	77
3.4.2. Uji asumsi CLRM (Classical Linier Regression Model).....	78
3.4.3. Indeks Sharpe, Teynor, Jensen dan Appraisal Ratio	83
3.4.4. Pengukuran kinerja berdasarkan <i>market timing</i> dan <i>stock selection</i>	84
BAB IV ANALISIS PERBANDINGAN KINERJA REKSADANA SAHAM SYARIAH INDONESIA DAN MALAYSIA	86
4.1. Analisis statistik deskriptif.....	86
4.1.1. Analisis statistik deskriptif tahun 2008.....	87
4.1.2. Analisis statistik deskriptif tahun 2009.....	88
4.1.3. Analisis deskriptif statistik tahun 2008-2009	90
4.2. Hasil pengujian diagnostik	92
4.2.1. Uji stasioneritas data.....	92

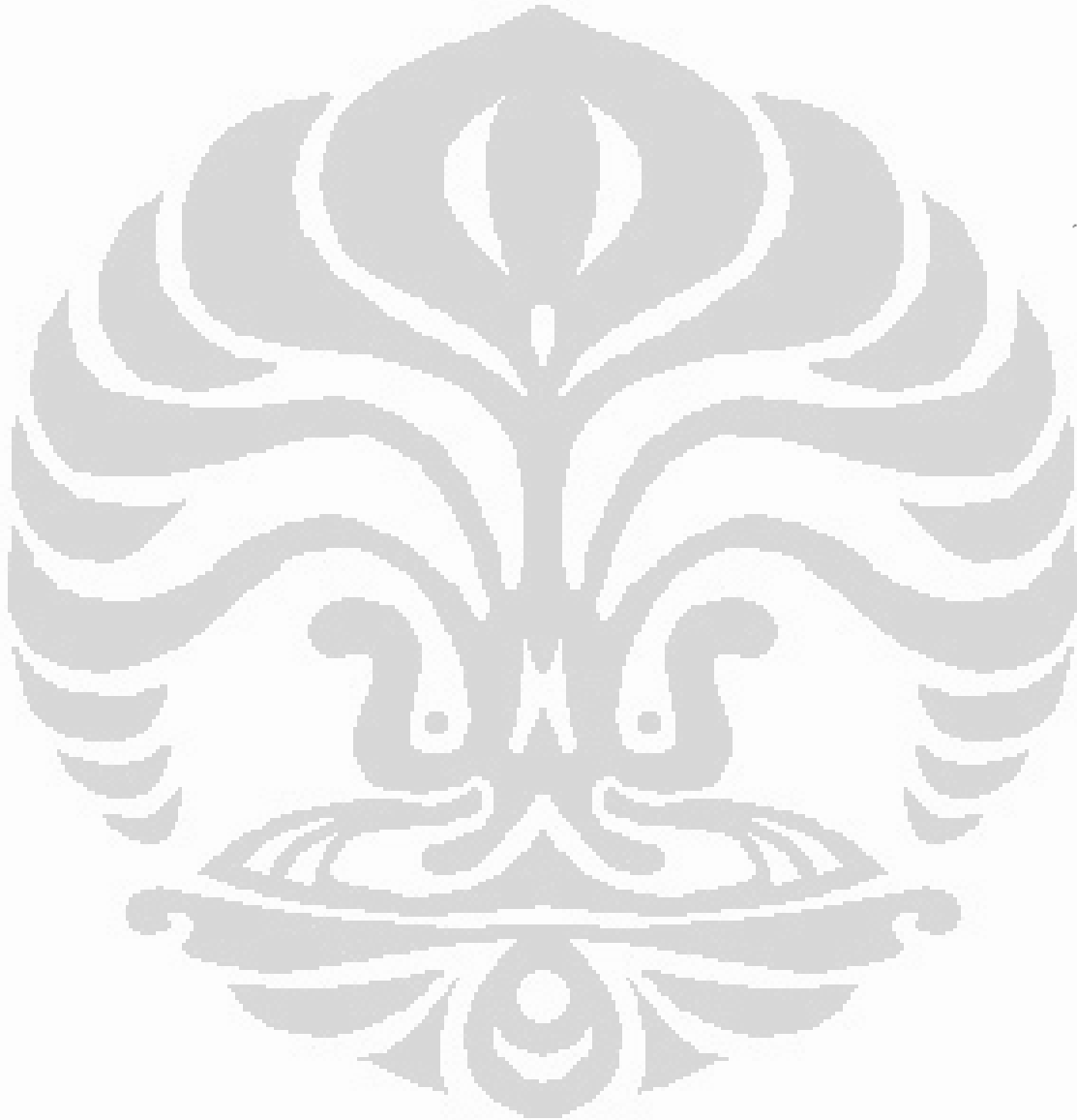
4.2.2. Uji autokorelasi.....	93
4.2.3. Uji heterokedastisitas.....	94
4.2.4. Uji signifikansi.....	96
4.2.5. Uji signifikansi t Jensen Alpha.....	97
4.2.6. Uji signifikansi t Treynor Mazuy.....	97
4.3. Komparasi kinerja reksadana saham Indonesia dan Malaysia.....	98
4.3.1. Komparasi kinerja berdasarkan Sharpe indeks.....	98
4.3.2. Komparasi kinerja berdasarkan Treynor indeks.....	101
4.3.3. Komparasi kinerja berdasarkan Jensen <i>Alpha</i> indeks.....	103
4.3.4. Komparasi kinerja berdasarkan appraisal ratio.....	104
4.3.5. Komparasi kinerja berdasarkan kemampuan <i>market timing</i> dan <i>stock selection</i>	106
4.3.6. Ringkasan komparasi kinerja.....	108
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN.....	110
5.1. Kesimpulan.....	110
5.1.1. Kesimpulan analisis perbandingan imbal hasil dan risiko reksadana.....	110
5.1.2. Kesimpulan analisis perbandingan kinerja berdasarkan indeks Sharpe, Treynor, Jensen dan <i>appraisal ratio</i>	111
5.1.3. Kesimpulan perbandingan kemampuan <i>market timing</i> dan <i>stock selection</i> manajer investasi.....	111
5.2. Saran.....	112
5.3. Implikasi Penelitian.....	113
DAFTAR PUSTAKA.....	116
LAMPIRAN.....	120

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 NAB Reksadana per jenis di Indonesia.....	2
Tabel 1.2 Alokasi asset investasi di Malaysia.....	2
Tabel 1.3 Daftar Reksadana Saham Indonesia dan Malaysia.....	11
Tabel 2.1 Analisis Unit Trust Malaysia.....	56
Tabel 2.2 Penelitian Terkait Reksadana.....	59
Tabel 3.1 Tanggal Efektif Reksadana.....	62
Tabel 4.1 Statistik Deskriptif Tahun 2008.....	77
Tabel 4.2 Statistik Deskriptif Tahun 2009.....	79
Tabel 4.3 Statistik Deskriptif 2008-2009.....	81
Tabel 4.4 Uji Stasioneritas Data.....	83
Tabel 4.5 Uji Autokorelasi.....	84
Tabel 4.6 Uji Heterokedastisitas Model Jensen Alpa.....	85
Tabel 4.7 Uji Heterokedastisitas Model Treynor-Mazuy.....	85
Tabel 4.8 Uji signifikansi F dan R^2	86
Tabel 4.9 Uji Signifikansi t Jensen Alpha.....	87
Tabel 4.10 Uji Signifikansi t Treynor Mazuy.....	88
Tabel 4.11 Sharpe indeks tahun 2008.....	89
Tabel 4.12 Sharpe indeks tahun 2009.....	89
Tabel 4.13 Sharpe indeks tahun 2008-2009.....	90
Tabel 4.14 Treynor indeks tahun 2008.....	91
Tabel 4.15 Treynor indeks tahun 2009.....	92
Tabel 4.16 Treynor indeks tahun 2008-2009.....	92
Tabel 4.17 Jensen <i>Alpha</i>	93
Tabel 4.18 <i>Appraisal Ratio</i> 2008.....	94
Tabel 4.19 <i>Appraisal Ratio</i> 2009.....	95
Tabel 4.20 <i>Appraisal Ratio</i> 2008-2009.....	95
Tabel 4.21 Model Treynor Mazuy.....	96
Tabel 2.22 Ringkasan Kinerja.....	98

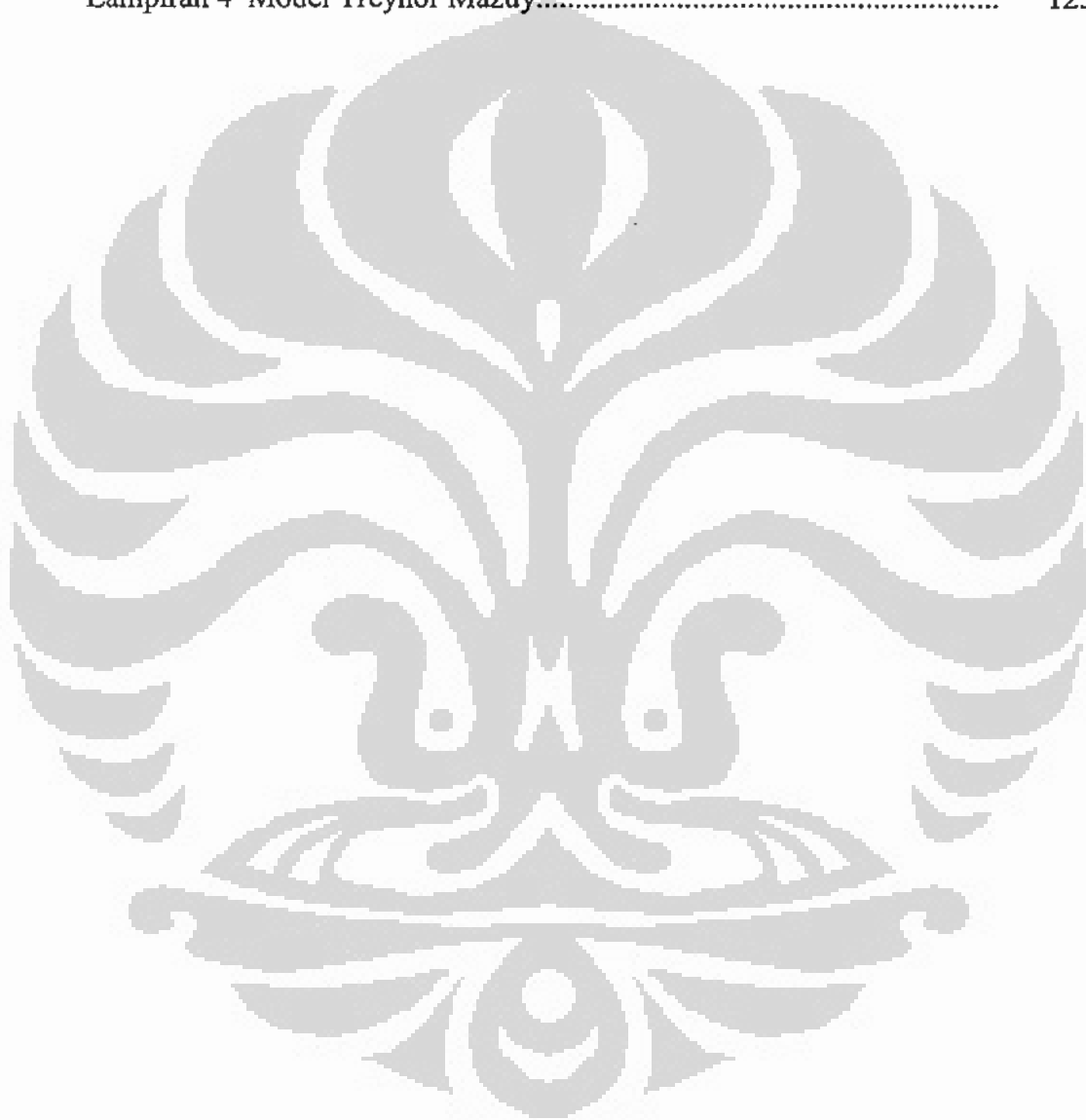
DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Kerangka Berfikir.....	8
Gambar 2.1 Alur Landasan Teori.....	14
Gambar 3.1 Alur Metode Penelitian.....	67



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Uji Stasioneritas Reksadana Saham Syariah.....	111
Lampiran 2 Uji Heterokedastisitas.....	116
Lampiran 3 Model Jensen Alpha.....	123
Lampiran 4 Model Treynor Mazuy.....	125



BAB I PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Cyprus based capital (Maheran, 2008) mencatatkan bahwa keuangan Islam mengalami pertumbuhan yang cukup tinggi dalam pasar internasional. Kondisi kontras terjadi sebelum tahun 1990, dimana banyak umat muslim mempresepsikan pasar saham sebagai area kontroversial. Pasar saham mulai diterima berdasarkan fatwa mengenai investasi yang dikeluarkan oleh *Moslem Jurisprudence Academy in Saudi Arabia* pada pertengahan 1990 yang mengatakakan bahwa investasi berbasis ekuitas diterima oleh syariah (Siddiqi, 2000).

Pada saat itu juga, sekitar 70 reksadana syariah di dunia yang umumnya berasal dari Timur Tengah bermunculan. Reksadana adalah salah satu cara untuk melakukan diversifikasi. Sesuai dengan Undang-Undang Pasar Modal no. 8 tahun 1995, pasal 1 ayat 27, reksadana adalah suatu wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manager investasi yang telah mendapat izin dari BAPEPAM (Badan Pengawas Pasar Modal).

Perkembangan *net asset value* dari industri reksadana berdasarkan data yang dirilis dari Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam, 2010) mengalami peningkatan dari posisi pada tahun 2005 sebesar 48.066 milyar menjadi 142.716.87 milyar pada Agustus 2010, peningkatan ini mencapai kisaran 350%. Pada tahun 2008 sampai 2009, peningkatan reksadana di Indonesia mencapai 63.44%. Sepanjang tahun 2010, pertumbuhan reksadana di Indonesia akan didominasi oleh reksadana saham (sebesar 40%). Berikut ini adalah gambaran investasi reksadana di Indonesia :

Tabel 1.1
NAB Reksadana per jenis di Indonesia

NAB Reksadana per jenis (Rp Milyar)										
Periode	Saham	Pasar uang	Campuran	Pendapatan Tetap	Terproteksi	indeks	ETF Saham	ETF Pendapatan Tetap	Syariah	Total
2008	19.891.42	2.301.84	10.002.12	10.931.32	29.331.30	100.98	43.7	688.93	774.22	74.065.81
2009	36.507.7	5.219.71	15.657.72	20.087.30	34.623.87	290.19	45.13	629.33	3.671.45	116.732.41

Sumber : Bapepam LK 2010, telah diolah kembali

Reksadana saham menduduki peringkat tertinggi sepanjang tahun 2009 mengungguli reksadana terproteksi. Posisi ini meningkat dari tahun 2008 yang menduduki peringkat kedua setelah reksadana terproteksi. Reksadana saham diperkirakan akan kembali berjaya pada tahun depan sebab kinerja bursa saham yang kembali meningkat mendorong beberapa manajer investasi (MI) mempertahankan besaran dana kelolaannya di reksadana saham. Kinerja reksadana syariah meskipun tidak terlalu signifikan, terus mengalami kenaikan.

Sedangkan pada tahun 2005-2010, reksadana Malaysia, berdasarkan data yang dirilis oleh Bursa Malaysia (*Malaysia Securities Commission*, 2010) hanya mengalami peningkatan sebesar 110% dengan sumbangan dari reksadana saham sebesar 55%. Berikut ini adalah gambaran investasi sepanjang tahun 2008-2009 di Malaysia :

Tabel 1.2
Alokasi asset investasi di Malaysia

Alokasi asset investasi 2008-2009 (RM Milyar)							
Periode	Pendapatan tetap	Saham	Pasar uang	Reksadana	Ekuitas privat	Lainnya	Total
2008	37.47426	57.96576	26.5959	3.456554	2.660894	2.28263	130.436
2009	43.28721	104.5948	32.6667	6.575516	3.067296	1.514477	191.706

Sumber : *Securities Commission* Malaysia 2010, telah diolah kembali

Alokasi investasi asset di Malaysia di dominasi oleh saham dengan persentase yang meningkat dari 44.44% di tahun 2008 menjadi 54.56% di tahun 2009. Sampai 31 Desember 2009, total dana yang dikelola oleh manajemen investasi

meningkat 40.9% menjadi RM 315 milyar dibandingkan dengan posisi pada tahun 2008 sebesar RM 223.5 milyar. Sepanjang tahun 2008 sampai 2009, peningkatan reksadana di Malaysia mencapai 46.97% jauh dibawah Indonesia yang mengalami peningkatan sebesar 63.44%.

Namun kondisi yang kontras dengan kinerja yang telah dicapai, saat ini Indonesia jauh tertinggal dari Malaysia dalam pengelolaan reksadana. Pada periode 2005-2009, rasio AUM reksadana terhadap GDP Indonesia hanya sebesar 1,21%. Sementara di Malaysia rasionya sudah mencapai 12,2% terhadap GDP. Berdasarkan data dari Asosiasi Pengelola Reksadana Indonesia, kondisi ini disebabkan oleh minimnya sosialisasi kepada investor sehingga banyak investor yang hanya tahu menanamkan investasi di bank. Namun, data diatas dapat dijadikan sebuah potensi guna melakukan upaya pengembangan reksadana ke arah yang lebih baik dengan cara memperbesar basis peserta serta jumlah dana kelolaan nasabah.

Selain itu, pertumbuhan industri reksadana Indonesia justru akan terancam dengan adanya pengenaan pajak pada *underlying asset*. Undang-Undang No 36/2008 tentang Pajak Penghasilan yang sudah berlaku pada 1 Januari 2009 menetapkan pajak pendapatan bunga pada *underlying asset* reksadana pendapatan tetap. Pada negara Malaysia, pemerintah menghilangkan semua hambatan untuk menjadikan negara tersebut sebagai pusat industri keuangan di ASEAN. Itulah yang menyebabkan reksadana di negara tersebut berkembang cepat. Pada majalah Swa edisi Maret 2010, terdapat data bahwa tingkat pengetahuan masyarakat di Malaysia akan investasi pada instrument reksadana mencapai 50% sementara di Indonesia hanya 1%.

Malaysia merupakan negara dengan perkembangan terbesar kedua dalam industri perbankan dan keuangan Islam setelah negara Bahrain. *Positioning* Malaysia sebagai salah satu pusat keuangan Islam dunia juga menikmati aliran dana investasi tersebut, antara lain dengan semakin banyaknya bank-bank syariah Timur Tengah yang beroperasi di Malaysia, seperti Kuwait Finance House, Al-Rajhi Bank dari Saudi, serta Asian Finance Bank yang berbasis di Qatar.

Selain itu, Malaysia menjadi negara penerbit sukuk teraktif sepanjang tahun 2009 yang menyumbangkan peningkatan dengan rata-rata pertumbuhan per tahun

rata-rata sebesar 137%. Malaysia juga mendominasi 149 (37%) dari 400 reksadana Islam di seluruh dunia pada Desember 2008 (Malaysia *Securities Commission*, 2009). Sampai akhir tahun 2009, dari 232 reksadana saham syariah di dunia, Malaysia menguasai 29% atau berkisar 68 reksadana. Sedangkan, kondisi yang terjadi di Indonesia sampai akhir 2009 hanya ada sembilan reksadana saham syariah dari 43 reksadana syariah yang beredar.

1.2. Perumusan Masalah

Kondisi yang kontras antara pencapaian kinerja reksadana syariah di Indonesia yang tinggi tetapi pertumbuhannya cenderung jauh lebih lambat menarik untuk dikaji lebih lanjut. Semakin berkembangnya instrumen reksadana saham di Indonesia dan Malaysia, masalah yang dihadapi dari sudut pandang pemodal adalah bagaimana memilih alternatif reksadana saham yang ada berdasarkan kinerja portofolio. Pertanyaan tentang apakah Manajer Investasi Reksadana dapat memberikan perkiraan pengembalian (*expected return*) di atas rata-rata pada *benchmark* yang tepat adalah isu yang relevan bagi investor.

Oleh karena itu perlu dilakukan penelitian untuk menunjukkan kinerja mana yang terbaik antara reksadana saham Indonesia dan Malaysia berdasarkan indeks *Sharpe*, *Treynor*, *Jensen* dan *Appraisal Ratio*. Selain itu, kinerja ini dapat tercermin dari berbagai hal dan salah satunya adalah kemampuan *market timing* dan *stock selection* dari manajer investasi reksadana yang merupakan unsur penting dalam pengelolaan reksadana.

Jika dari penelitian ini membuktikan reksadana syariah di Indonesia lebih baik dari Malaysia, hal ini bisa dijadikan sebagai bekal untuk memasarkan produk reksadana syariah di Indonesia kepada investor asing. Namun jika hasil penelitian tidak lebih baik, hal ini dapat menjadi pengingat bagi manajer investasi syariah di Indonesia untuk memperbaiki diri.

Adapun obyek penelitian yang dipilih adalah reksadana syariah saham. Hal ini dikarenakan, seperti yang juga dijelaskan pada bagian pendahuluan, saat ini reksadana syariah saham berkembang paling pesat dibanding jenis yang lain.

Secara rinci pertanyaan penelitian tesis ini sebagai berikut :

1. Mana yang lebih besar dalam menghasilkan imbal hasil serta lebih kecil dalam menghasilkan risiko antara reksadana saham syariah di Indonesia dan Malaysia?
2. Reksadana manakah antara reksadana saham syariah di Indonesia dan Malaysia yang menghasilkan kinerja tertinggi berdasarkan indeks *Sharpe*, indeks *Jensen*, indeks *Treynor* dan *appraisal ratio*?
3. Apakah ada *stock selection* dan kemampuan *market timing* terhadap reksadana saham oleh manajemen investasi di Indonesia dan Malaysia, dan jika ada bagaimana tingkat keberhasilannya?

1.3. Batasan Permasalahan

Terdapat batasan didalam pembahasan tesis ini, pembatasan ini meliputi :

1. Penelitian ini mencoba untuk mengetahui manakah jenis reksadana yang menghasilkan kinerja lebih baik antara reksadana saham syariah di Indonesia dengan reksadana saham syariah di Malaysia.
2. Penelitian ini dilakukan dengan mengambil kasus seluruh reksadana saham syariah yang ada di Malaysia dan listing di Bloomberg serta seluruh reksadana saham syariah yang ada di Indonesia dan listing di Bloomberg melalui pergerakan Nilai Aktiva Bersih (NAB) pada bulan Januari 2008 sampai dengan Desember 2009.
3. Data sampel diperoleh dari transaksi yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia dan Bursa Malaysia.
4. Bobot masing-masing reksadana yang akan membentuk portofolio reksadana saham sebuah negara diasumsikan sama.

1.4. Tujuan Penelitian

Penelitian tesis ini bertujuan :

1. Untuk menjawab jenis reksadana manakah yang menghasilkan imbal hasil (*return*) yang terbaik antara reksadana saham syariah di Indonesia dan reksadana saham syariah di Malaysia. Hal ini dilakukan agar diketahui

faktor yang menyebabkan unggulnya nilai return reksadana tersebut yang nantinya akan mempengaruhi hasil kinerja reksadana.

2. Untuk menjawab jenis reksadana manakah yang menghasilkan risiko tertinggi antara reksadana saham syariah di Indonesia dan reksadana saham syariah di Malaysia. Hasil ini akan mencerminkan besarnya risiko dari reksadana tersebut terkait dengan imbal hasil yang dihasilkan.
3. Untuk menjawab jenis reksadana manakah yang menghasilkan kinerja tertinggi berdasarkan indeks *Sharpe*, indeks *Jensen*, indeks *Treynor* dan *appraisal ratio* antara reksadana saham syariah di Indonesia dan reksadana saham syariah di Malaysia. Perhitungan ini terkadang memberikan rangking yang berbeda pada masing-masing perhitungan dikarenakan variabel pendekatan perhitungan yang berbeda. Hal ini menarik untuk diteliti lebih lanjut mengenai faktor apa yang menyebabkan perbedaan hasil perhitungan tersebut.
4. Membuktikan serta mengukur kemampuan market timing dan tingkat keberhasilan dari *stock selection* reksadana saham yang dikelola oleh manajemen investasi di Indonesia dan Malaysia.

1.5. Manfaat Penelitian

Diharapkan setelah berbagai pengujian dilakukan, penelitian ini dapat memberikan kontribusi dan manfaat kepada berbagai pihak, yaitu diantaranya:

1. Investor

Memberikan gambaran kepada para investor yang akan berinvestasi pada instrumen berbasis reksadana saham syariah agar dapat mengambil keputusan investasi yang tidak hanya dapat memaksimalkan keuntungan tetapi juga dapat meminimalkan resiko dengan mempertimbangkan kinerja dari instrumen reksadana tersebut serta kemampuan *stock selection* dan *market timing* dari manajemen investasi.

2. Akademisi

Memberikan masukan dan saran bagi para peneliti yang hendak melakukan penelitian lebih lanjut mengenai kinerja reksadana serta

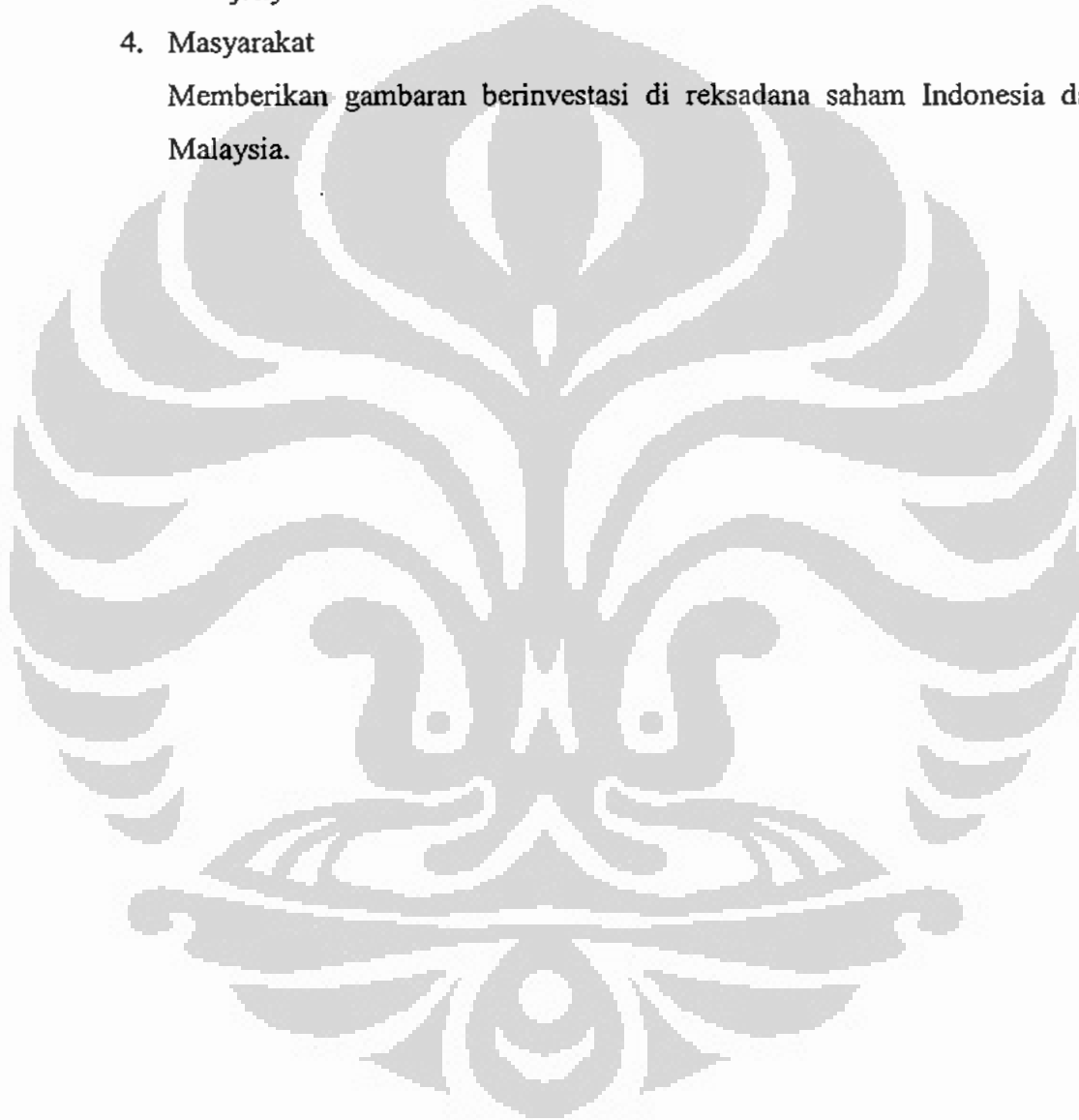
kemampuan *stock selection* dan *market timing* dari manajemen investasi. Tesis ini juga dapat digunakan sebagai acuan bahan pengajaran.

3. Dewan Syariah Nasional

Memberikan masukan jika ternyata hasil reksadana saham syariah di Indonesia memiliki kinerja yang tidak lebih baik untuk memperbaiki kinerjanya.

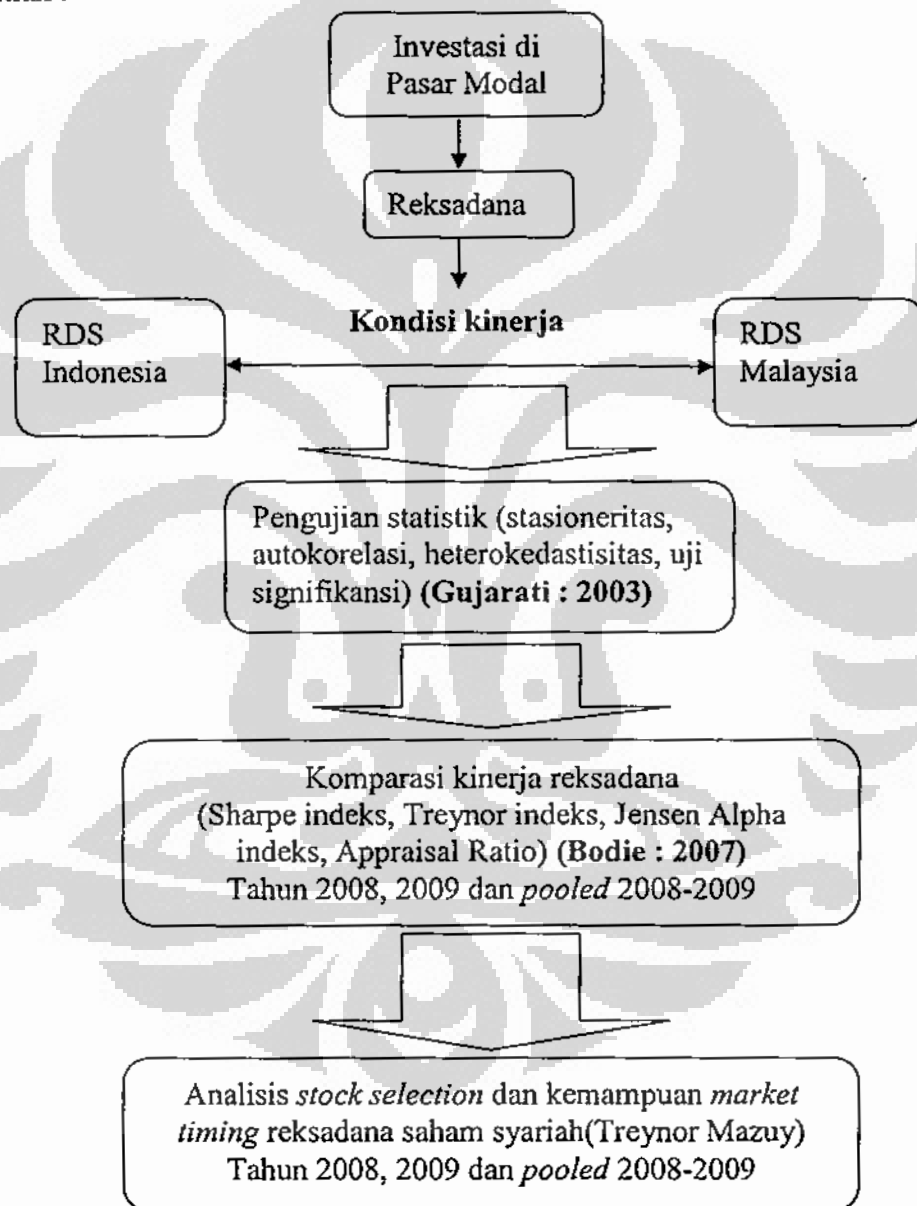
4. Masyarakat

Memberikan gambaran berinvestasi di reksadana saham Indonesia dan Malaysia.



1.6. Kerangka Pemikiran

Penelitian ini akan diawali dengan pembahasan investasi pada pasar modal kemudian akan membahas reksadana dengan pengelompokan reksadana saham syariah Indonesia dan Malaysia. Langkah selanjutnya akan dilakukan pengujian statistik, komparasi kinerja serta diakhiri dengan kemampuan *stock selection* dan *market timing* dari manajer investasi. Berikut ini adalah kerangka pemikiran dari penelitian :



Gambar 1.1

Kerangka Pemikiran

Sumber : Permata Wulandari, 2010

1.7. Hipotesis

Hipotesis adalah suatu bentuk formulasi pernyataan hubungan yang akan diuji, dalam penelitian tesis ini hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut :

1. Reksadana manakah antara reksadana saham syariah di Indonesia dan reksadana saham syariah di Malaysia yang menghasilkan imbal hasil (*return*) yang terbaik?

Hipotesis 1:

H_0 : Reksadana saham syariah di Indonesia memiliki imbal hasil (*return*) yang tidak lebih tinggi dari reksadana saham syariah di Malaysia.

H_1 : Reksadana saham syariah di Indonesia memiliki imbal hasil (*return*) yang lebih tinggi dari reksadana saham syariah di Malaysia.

2. Reksadana manakah antara reksadana saham syariah di Indonesia dan reksadana saham syariah di Malaysia yang menghasilkan risiko (*risk*) yang tertinggi?

Hipotesis 2 :

H_0 : Reksadana saham syariah di Indonesia memiliki risiko (*risk*) yang tidak lebih tinggi dari reksadana saham syariah di Malaysia.

H_1 : Reksadana saham syariah di Indonesia memiliki risiko (*risk*) yang lebih rendah dari reksadana saham syariah di Malaysia.

3. Reksadana manakah antara reksadana saham syariah di Indonesia dan reksadana saham syariah di Malaysia yang menghasilkan kinerja tertinggi berdasarkan indeks *Sharpe*, indeks *Jensen*, indeks *Treynor* dan *appraisal ratio*?

Hipotesis 3 :

H_0 : Reksadana saham syariah di Indonesia memiliki kinerja berdasarkan indeks *Sharpe*, *Jensen*, *Treynor* dan *appraisal ratio* yang yang tidak lebih tinggi dari reksadana saham syariah di Malaysia.

H_1 : Reksadana saham syariah di Indonesia memiliki kinerja berdasarkan indeks *Sharpe*, *Jensen*, *Treynor* dan *appraisal ratio* yang yang lebih tinggi dari reksadana saham syariah di Malaysia.

4. Apakah ada *stock selection* dan kemampuan *market timing* terhadap reksadana saham oleh manajemen investasi di Indonesia dan Malaysia, dan jika ada bagaimana tingkat keberhasilannya?

Hipotesis 4 :

H_0 : Tingkat keberhasilan *stock selection* dan kemampuan *market timing* terhadap reksadana saham oleh manajemen investasi di Indonesia tidak lebih berhasil jika dibandingkan dengan manajemen investasi di Malaysia.

H_1 : Tingkat keberhasilan *stock selection* dan kemampuan *market timing* terhadap reksadana saham oleh manajemen investasi di Indonesia lebih berhasil jika dibandingkan dengan manajemen investasi di Malaysia.

1.8. Metode Penelitian

1.8.1. Metode Pemilihan Sampel

Pada penelitian tesis ini, peneliti menggunakan sampel sebagai berikut :

Tabel 1.3

Daftar Reksadana Saham Indonesia dan Malaysia

No	Nama Reksadana
	<i>Reksadana Saham Syariah di Indonesia</i>
1	Reksadana PNM Ekuitas Syariah
2	Reksadana Trimegah Syariah Saham
3	Reksadana CIMB Islamic Equity Growth Syariah
4	Reksadana Mandiri Investa Atraktif Syariah
	<i>Reksadana Saham Syariah di Malaysia</i>
1	Reksadana Public Ittikal Fund
2	Reksadana AUTB Dana Bakti Fund
3	Reksadana RHB Mudharabah Fund
4	Reksadana Hong Leong Dana Makmur
5	Reksadana CIMB Islamic DALI Equity Fund
6	Reksadana Amittikal
7	Reksadana Pacific Dana Aman
8	Reksadana CIMB Islamic Equity Growth Syariah
9	Reksadana MAAKL Al-Faid
10	Reksadana MK ASM Dana Al Aiman
11	Reksadana MK ING Ekuiti Islam

Sumber : Bloomberg, telah diolah kembali

Sampel ini berupa sampel harian yang akan dikelompokkan pertahun kemudian dikelompokkan selama 2 tahunan. Sampel yang diambil adalah data nilai aktiva bersih selama 2 (dua) tahun dari awal Januari 2008 sampai akhir Desember 2009. Hal ini dikarenakan kondisi tahun 2008 mewakili industri reksadana yang mengalami keterpurukan akibat turunnya kinerja pasar saham di Indonesia dan Malaysia sedangkan pada tahun 2009 mewakili kondisi reksadana pada keadaan stabil.

1.8.2. Metode Pengolahan Data

Penelitian tesis akan mengambil data Nilai Aktiva Bersih selama dua tahun. Setelah itu dilakukan pemeriksaan apakah setiap harinya sudah terisi Nilai Aktiva Bersih. Jika ada yang masih kosong (karena hari libur nasional atau sebab yang lain), maka akan diisi dengan Nilai Aktiva Bersih pada hari sebelumnya.

Pengumpulan data untuk penelitian tesis ini dilakukan dengan menggunakan data sekunder dan secara mudah didapatkan melalui *internet* atau *website* badan-badan terkait.

Penyiapan data sebelum diolah menggunakan *Microsoft Excell*. Setelah dilakukan pengolahan data menggunakan *Microsoft Excell* dilanjutkan dengan mengolahnya menggunakan *E-Views* untuk perhitungan model penelitian.

1.9. Sistematika Pembahasan

Bab I. Pendahuluan

Bab satu dari penelitian tesis membahas mengenai latar belakang penelitian, perumusan masalah, batasan permasalahan, tujuan penelitian, manfaat penelitian, kerangka pemikiran, hipotesis, metode penelitian (metode pemilihan sampel dan metode pengolahan data) serta sistematika pembahasan.

Bab II. Tinjauan Literatur

Pada bab dua, penelitian akan memaparkan mengenai pengertian investasi, prinsip investasi dalam Islam, bentuk investasi dalam Islam, pasar modal, investasi pada pasar modal yang terbagi atas dua : *dirrect investing dan indirrect investing*. Pada *indirect investing* terdapat instrument investasi berupa reksadana. Reksadana akan dijadikan bahan utama pada penelitian. Teori reksadana yang akan digunakan pada tesis ini terbagi atas : Nilai Aktiva Bersih (NAB) reksadana, manfaat reksadana, *return* investasi reksadana, risiko investasi pada reksadana, jenis reksadana serta klasifikasi reksadana yang lebih dikhususkan pada klasifikasi berdasarkan hukum yang terbagi atas dua, yaitu : reksadana konvensional dan reksadana syari'ah. Selanjutnya tesis ini membahas mengenai pengukuran kinerja reksadana yang menjadi topik dari tesis, terbagi atas : pengukuran kinerja berdasarkan Indeks *Sharpe*, pengukuran kinerja berdasarkan Indeks *Jensen*,

pengukuran kinerja berdasarkan Indeks *Treynor* dan pengukuran kinerja berdasarkan appraisal ratio. Kemudian, thesis ini membahas stock selection dan market timing reksadana dan diakhiri dengan kriteria reksadana yang bisa dibandingkan.

BAB III. Metodologi Penelitian

Bab tiga pada penelitian ini membahas mengenai obyek penelitian, sumber data, variabel penelitian, serta perhitungan model.

Bab IV. Analisis Data

Bab empat pada penelitian ini membahas mengenai analisis dan pembahasan penelitian yang terbagi atas statistik deskriptif, uji statistik, analisis kinerja reksadana saham syariah di Indonesia dan Malaysia dengan tahunan dan *pooling return* 2 tahunan (2008-2009) menggunakan Indeks *Sharpe*, Indeks *Treynor* dan Indeks *Jensen* dan diakhiri dengan pendeteksian kemampuan *stock selection* dan *market timing* dari manajer investasi reksadana syariah masing-masing negara.

Bab V. Kesimpulan dan Saran

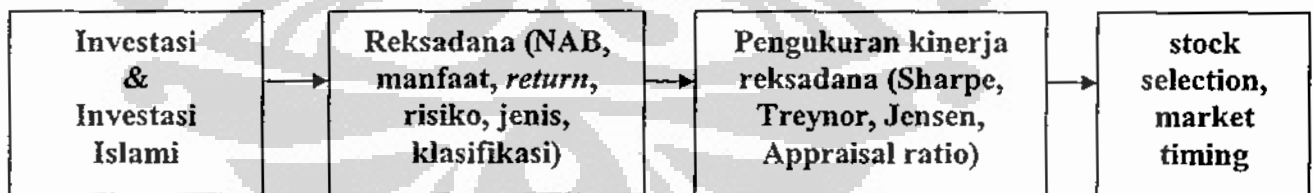
Bab lima dari penelitian ini akan membahas mengenai kesimpulan, saran-saran serta implementasi penelitian.

BAB II

LANDASAN TEORI

Pada bab dua dari penelitian ini, akan membahas mengenai pengertian investasi, prinsip investasi dalam islam, bentuk investasi dalam islam, pasar modal, investasi pada pasar modal yang terbagi atas dua : *dirrect investing dan indirrect investing*. Pada *indirect investing* terdapat instrument investasi berupa reksadana. Reksadana akan dijadikan bahan utama pada penelitian. Teori reksadana yang akan digunakan pada tesis ini terbagi atas: Nilai Aktiva Bersih (NAB) reksadana, manfaat reksadana, *return* investasi reksadana, risiko investasi pada reksadana, jenis reksadana serta klasifikasi reksadana yang lebih dikhususkan pada klasifikasi berdasarkan hukum yang terbagi atas dua, yaitu: reksadana konvensional dan reksadana syariah. Selanjutnya tesis ini membahas mengenai pengukuran kinerja reksadana yang menjadi topik dari tesis, terbagi atas : pengukuran kinerja berdasarkan Indeks *Sharpe*, pengukuran kinerja berdasarkan Indeks *Jensen*, pengukuran kinerja berdasarkan Indeks *Treynor* dan pengukuran kinerja berdasarkan *appraisal ratio*. Kemudian, thesis ini membahas stock selection dan market timing reksadana dan diakhiri dengan kriteria reksadana yang bisa dibandingkan.

Berikut ini adalah alur pada tinjauan literatur penelitian tesis ini :



Gambar 1

Alur Landasan Teori

Sumber : Permata Wulandari, 2010

2.1. Investasi

Aktivitas investasi terjadi ketika ada aliran dana/modal dari satu pihak yang kelebihan dana ke pihak yang membutuhkan dana/modal. Investasi sangat penting bagi pertumbuhan ekonomi suatu negara. Investasi dapat dilakukan pada dua sektor, yaitu : sektor riil dan sektor finansial. Perbedaannya, pada sektor riil, investor menanamkan modalnya secara langsung pada proyek usaha, akuisisi usaha lain, merger, lahan serta pendirian usaha. Sementara itu, investasi pada sektor finansial melibatkan instrumen-instrumen keuangan yang biasa disebut sekuritas.

(Bodie dkk, 2008) menuliskan bahwa aset finansial merupakan klaim terhadap keuntungan yang dihasilkan dari aset riil. Oleh karena itu, investasi pada aset finansial sering dikatakan tidak berkontribusi secara langsung pada pertumbuhan perekonomian suatu negara, berbeda dengan aset riil yang memiliki dampak langsung terhadap perekonomian.

Investasi memiliki beragam pengertian atau definisi sebagai berikut :

- a. *Penanaman uang atau modal di suatu perusahaan atau proyek untuk tujuan memperoleh keuntungan. Diartikan juga jumlah uang atau modal yang ditanam. (Kamus Besar Bahasa Indonesia, 1996)*
- b. *"An Investment is any or property right acquired or held for the purpose of conserving capital or earning an income"*(Christy dan John C. Clendenin , 1974)
- c. *"An investment is a commitment of money that is expected to generate of additional money"* (Jack Clark Francis, dikutip oleh Kamaruddin Ahmad, 2007)
- d. *"...the flow of spending that adds to the physical stock of capital."* (Dornbusch, R dan S. Fischer, 1994)

Ada dua teori dasar yang sering digunakan dalam membantu proses manajemen investasi yaitu teori portofolio dan teori pasar modal (Fabozzi : 1999). Teori portofolio berkaitan dengan pemilihan portofolio yang dapat memaksimalkan pengembalian investasi yang diharapkan sesuai dengan tingkat risiko yang diterima.

Pendapat lain mengatakan bahwa investasi adalah kegiatan penanaman modal baik secara langsung maupun tidak langsung dengan harapan mendapatkan keuntungan atas hasil investasi (Robert Ang : 1997). Motivasi utama dalam investasi saham adalah motif keuntungan yang dilakukan dengan cara menjual pada tingkat harga yang lebih besar pada periode berikutnya dengan target mendapatkan imbal hasil yang diharapkan. Motivasi lainnya adalah likuiditas dan keamanan

Beberapa produk investasi dikenal sebagai efek atau surat berharga. Definisi efek adalah suatu instrumen bentuk kepemilikan yang dapat dipindah tangankan dalam bentuk surat berharga, saham/obligasi, bukti hutang (*Promissory Notes*), bunga atau partisipasi dalam suatu perjanjian kolektif (Reksa dana), Hak untuk membeli suatu saham (*Rights*), garansi untuk membeli saham pada masa mendatang atau instrumen yang dapat diperjual belikan.

2.1.1. Investasi Islam

Islam mengatur hubungan yang kuat antara akhlak, akidah, ibadan dan muamalah. Aspek muamalah adalah salah satu dasar dalam membangun sistem perekonomian berdasarkan nilai-nilai islam. Ajaran yang terkandung dalam aspek muamalah akan menahan manusia dari menghalalkan segala cara dalam mencari rezeki. Al-Qur'an melarang manusia mencari rezeki dengan cara berspekulasi atau cara lainnya yang merugikan satu pihak :

"...Dan (diharamkan juga) mengundi nasib dengan anak panah, (perbuatan itu) adalah kefasikan. Pada hari ini orang kafir telah putus asa untuk (mengalahkan) agamamu, karena itu janganlah takut kepada mereka dan takutlah kepada-Ku" (Q.S. Al-Maidah : 3)

Transaksi perdagangan dalam bursa efek konvensional umumnya menggunakan sistem short selling, margin trading, dan perdagangan berjangka. Sistem-sistem itulah yang populer dipergunakan di bursa-bursa efek termasuk di Indonesia meskipun sebenarnya masih banyak sistem lainnya. Model transaksi *short selling* adalah praktik investasi menang kalah (*zero sum game*). Islam memandang aktivitas ini sebagai *maysir* karena bertumpu pada spekulasi. Jika mempergunakan *margin trading*, investor

membayar sebagian dan sisanya dipinjam dari perusahaan sekuritas yang dibebani bunga. Sistem ini berakibat pergerakan harga tidak menentu sehingga pergerakan pasar tidak mencerminkan kondisi perekonomian yang sebenarnya, baik secara makro maupun mikro. Sedangkan, perdagangan berjangka memperdagangkan barang yang tidak jelas, baik berdasarkan zat, kuantitas maupun kualitas serta kepemilikannya.

Investasi syariah tidak selalu membicarakan persoalan duniawi. Ada unsur lain yang menentukan berhasil tidaknya suatu investasi di masa depan, yaitu ketentuan dan kehendak Allah (Q.S Luqman : 34). Islam memandang semua perbuatan manusia dalam kehidupan sehari-harinya, termasuk aktivitas perekonomian sebagai sarana investasi yang akan mendapatkan hasil (*return*). Besaran *return* investasi dalam islam sesuai dengan besarnya sumber daya yang dikorbankan. Sehingga, investasi islam adalah pengorbanan sumber daya pada masa sekarang untuk mendapatkan hasil yang pasti, dengan harapan memperoleh hasil yang lebih besar di masa yang akan datang, baik langsung maupun tidak langsung dan tetap berpijak pada prinsip-prinsip syariah secara menyeluruh.

Pada perspektif ekonomi Islam (Ali Sakti, 2007), investasi tidak selalu bercerita tentang berapa keuntungan materi yang bisa didapatkan melalui aktivitas investasi, tapi ada beberapa faktor yang mendominasi motifasi investasi dalam Islam. Pertama, akibat implementasi mekanisme zakat maka asset produktif yang dimiliki seseorang pada jumlah tertentu (memenuhi batas nisab zakat) akan selalu dikenakan zakat, sehingga hal ini akan mendorong pemiliknya untuk mengelolanya melalui investasi. Dengan demikian melalui investasi tersebut pemilik asset memiliki potensi mempertahankan jumlah dan nilai assetnya. Berdasarkan argumentasi ini, aktifitas investasi pada dasarnya lebih dekat dengan perilaku individu (*investor/muzakki*) atas kekayaan atau asset mereka daripada perilaku individu atas simpanan mereka. Sejalan dengan kesimpulan bahwa sebenarnya ada perbedaan yang mendasar dalam perekonomian Islam dalam membahas perilaku simpanan dan investasi, dalam Islam investasi lebih bersumber dari harta kekayaan/asset daripada simpanan

yang dalam investasi dibatasi oleh definisi bagian sisa dari pendapatan setelah dikurangi oleh konsumsi.

Kedua, aktivitas investasi dilakukan lebih didasarkan pada motifasi sosial yaitu membantu sebagian masyarakat yang tidak memiliki modal namun memiliki kemampuan berupa keahlian (*skill*) dalam menjalankan usaha, baik dilakukan dengan bersyariat (*musyarakah*) maupun dengan berbagi hasil (*mudharabah*). Jadi dapat dikatakan bahwa investasi dalam Islam bukan hanya dipengaruhi faktor keuntungan materi, tapi juga sangat dipengaruhi oleh faktor syariah (kepatuhan pada ketentuan syariah) dan faktor sosial (*kemashlahatan* umat).

Melihat praktek ekonomi kontemporer, definisi investasi cenderung meluas dari definisi aslinya. Definisi investasi kini juga digunakan dalam menggambarkan aktivitas penanaman sejumlah dana dalam pasar keuangan konvensional, dimana aktivitasnya berbeda jauh dengan maksud yang terkandung dalam kata investasi itu sendiri yang biasa digunakan dalam sektor riil. Makna investasi di sektor keuangan tentu membuat aktivitas ini lebih dekat dengan motivasi spekulasi dan *capital gain*. Prilaku investasi seperti ini tentu akan memberikan wajah atau corak ekonomi yang berbeda, bahkan konsekuensi terhadap interaksi dalam mekanisme ekonomi juga akan sangat berbeda dengan sistem ekonomi non-spekulasi (syariah). Jadi perlu ditegaskan kembali, bahwa dalam perekonomian Islam spekulasi dalam segala bentuknya atau menanamkan dana atas motif profit atau *return* dalam bentuk bunga (*interest rate*) bukanlah investasi.

Selanjutnya melihat segmentasi masyarakat Islam, maka golongan masyarakat yang aktif melakukan aktifitas investasi adalah golongan masyarakat *muzakki*. Golongan masyarakat ini memiliki potensi melakukan investasi akibat sumber daya ekonominya berlebih setelah memenuhi kebutuhan dasar dan kebutuhan untuk berjaga-jaga. Investasi ini tentu akumulasi dan perannya dalam perekonomian secara makro sangat besar. Dengan berfungsinya sistem zakat dan dilarangnya riba serta spekulasi, maka akumulasi dana besar yang dimiliki oleh golongan *muzakki* akan ditransfer menjadi investasi, sebagai reaksi untuk menghindari risiko berkurangnya

harta mereka akibat kewajiban zakat dan motif ingin menjaga atau bahkan menambah jumlah kekayaan (harta) para muzakki. Berarti akumulasi investasi tersebut akan terus berputar dan berputar. Dengan begitu tingkat perputaran akan terjaga atau bahkan akan terus meningkat seiring dengan peningkatan jumlah akumulasi investasi.

Jadi dapat disimpulkan investasi dalam Islam ditentukan oleh beberapa variabel yang diantaranya adalah ekspektasi keuntungan pada sebuah proyek, pendapatan dan kondisi perekonomian (bukan oleh tingkat bunga yang selama ini dikenal dalam teori ekonomi konvensional).

2.1.2. Prinsip Investasi Dalam Islam

Beberapa prinsip yang harus diperhatikan dalam investasi menurut Islam (Huda, 2007):

a. Halal

Suatu bentuk investasi harus terhindar dari bidang maupun prosedur yang syubhat atau haram. Kehalalan meliputi niat saat bertransaksi dan selama prosedur pelaksanaan transaksi, bahwa masing-masing pihak harus bersikap amanah dan profesional, tidak boleh melakukan kecurangan. Dalam hadist qudsi, Allah berfirman: *"Saya (Allah) adalah pihak ketiga dari dua orang yang berserikat selama salah satu dari keduanya tidak mengkhianati kawannya, jika mereka berdua berkhianat, maka saya (Allah) keluar dari keduanya"*. Kehalalan juga menyangkut pada penggunaan barang atau jasa yang ditransaksikan. Jadi investasi dapat dilakukan pada industri yang halal menurut syariah. Contoh industri yang dikategorikan haram adalah: industri alkohol, industri pornografi, jasa keuangan ribawi, judi, dll. Seperti hadist Rasulullah: *"Bahwasanya Jabir r.a. mendengar Nabi SAW bersabda: Sesungguhnya Allah telah mengharamkan penjualan arak, bangkai, babi dan patung-patung..."*

b. Masalah

Manfaat yang timbul dari kegiatan investasi harus dapat dirasakan sesuai dengan porsinya oleh para pihak yang melakukan transaksi maupun oleh masyarakat secara luas.

- i. Manfaat bagi yang menginvestasikan : mendapatkan bagi hasil sesuai dengan besar investasi yang ditanamkan dan sesuai dengan akad awal menurut prinsip syariah.
- ii. Mendapatkan dana pembiayaan atau sumber dana dari hutang tidak lebih dari 30% dari rasio modalnya, pendapatan bunga yang diperoleh perusahaan tidak lebih dari 15%, memiliki aktiva kas atau piutang yang totalnya tidak lebih dari 50%. Sesuai dengan peringatan Allah dalam firmanNya QS. Al-Baqarah:280 bahwa: *"Orang yang berhutang tidak pernah tenang dalam tidurnya"*, maka dengan fatwa yang ditetapkan oleh DSN tersebut diharapkan perusahaan debitur dapat mengembalikan investasi sesuai dengan perjanjian yang dilakukan. QS Al-Maidah:1 bahwa: *"Hai orang-orang yang beriman! Penuhilah akad-akad itu"*
- iii. Manfaat bagi masyarakat secara luas. Besarnya investasi yang ditanamkan dalam berbagai bidang haruslah memberi manfaat bagi masyarakat. Investasi bisa digunakan untuk penelitian dan pengembangan supaya bisa meningkatkan produk-produk baru atau meningkatkan kualitas produksi, selain itu investasi juga dapat bermanfaat dalam mengurangi harga barang sehingga pada akhirnya menguntungkan pelanggan. Dengan investasi juga menggairahkan sektor industri sehingga mampu mengurangi jumlah pengangguran. Maka sesuai dengan tafsir Al-Misbah, bahwa pada akhirnya harta yang dimiliki individu memiliki fungsi sosial.

c. Menjauhi sistem riba

Riba secara bahasa berarti tambahan. Dikatakan, arba fulan 'ala fulan, yaitu si fulan telah menambah kepada si fulan. Sedangkan secara istilah; para *fuqaha* berbeda dalam memberikan definisi riba. Akan tetapi semuanya bermuara kepada satu maksud, yaitu penambahan pada modal pokok, sedikit atau banyak. Riba dibagi menjadi dua macam:

- i. Riba Nasi'ah

Diambil dari kata nasa, yang berarti mengakhirkan. Terbagi dalam dua bentuk. Pertama. Menambah hutang bagi yang tidak dapat melunasinya (pada waktu yang telah ditentukan). Bentuk yang demikian ini yang disebut dengan riba jahiliyah yaitu ketika seseorang mempunyai uang atas seseorang, dia berkata: Apakah engkau akan melunasi atau riba (mengakhirkan)? Jika melunasi, maka selesailah permasalahan. Akan tetapi, jika meminta penangguhan pembayaran, maka ditambah pula jumlah pembayarannya, sehingga bertumpuklah hutang orang tadi. Seperti menangguhkan pengembalian seekor onta sekarang dengan dua ekor onta pada masa mendatang.

Begitu juga, bangsa Arab sudah terbiasa dengan situasi, jika seorang pemberi pinjaman untuk suatu periode tertentu dan mengambil sejumlah riba tertentu setiap bulan. Jika peminjam tidak dapat membayar pinjaman pokok ketika telah jatuh tempo, ia akan diberikan tangguh waktu pembayaran kembali dengan menambahkan riba yang ia terima dari peminjam. Inilah riba yang berlaku sekarang dan dikutip oleh Bank dan Lembaga Keuangan lain di negara-negara dunia.

Kedua. Setiap jual beli sejenis yang mempunyai permasalahan *'illah* (sebab diharamkannya sebagaimana yang akan diterangkan nanti) dengan mengundurkan pengambilan barang dan uang atau pengunduran pengambilan salah satu dari keduanya, seperti menjual emas dengan emas, perak dengan perak dan semisalnya.

ii. Riba Al Fadhl

Diambil dari kata fadhl yaitu jual beli satu jenis barang yang masuk dalam katagori riba dengan berbeda timbangan, seperti: menukar emas 24 karat satu kg dengan emas 22 karat satu setengah kg. Syari'at telah menentukan enam macam barang yang masuk kedalamnya riba, yaitu : emas, perak, gandum, jelai, kurma dan garam; jika dijual enam macam barang ini dengan berbeda timbangan, maka para ulama telah sepakat tentang keharamannya, sesuai dengan hadits 'Ubadah bin Shamit, dari Nabi Shallallahu 'Alahi wa Sallam bersabda, artinya: Emas dengan emas, perak dengan perak, gandum dengan gandum, jelai dengan jelai,

kurma dengan kurma, garam dengan garam (serupa dengan serupa, setara dengan setara, dari tangan ke tangan (tunai). Jika barang-barang itu berbeda, maka juallah sekehendak kalian, dengan syarat pertukaran itu dari tangan ke tangan. Hadits ini menunjukkan, tidak diperbolehkan menjual barang-barang yang sama untuk ditukar dengan barang yang sama dengan penambahan atau menanggukkan penyerahan barang.

d. Menjauhi *gharar*

Imam Al-Qarafi mendefinisikan *gharar* sebagai suatu akad yang tidak diketahui dengan tegas, apakah efek akad itu terlaksana atau tidak. Sementara ibn Taimiyah menyatakan bahwa *gharar* adalah ketidakpastian yang diakibatkan oleh suatu akad. *Gharar* dalam investasi berwujud sebagai berikut: tidak adanya kemampuan penjual (perusahaan sekuritas) untuk menyerahkan sekuritas pada waktu terjadinya akad, menjual sekuritas yang belum dimiliki, tidak ada kepastian tentang jenis pembayaran atau jenis sekuritas yang ditransaksikan dan tidak adanya kepastian tentang sifat sekuritas yang ditransaksikan.

e. Menjauhi *Maysir* dan Spekulasi

Maysir adalah perjudian yang diharamkan karena dapat mengganggu mekanisme perekonomian. Akibat perjudian, uang yang merupakan alat untuk memperlancar perekonomian beredar diantara penjudi yang tidak melakukan aktivitas dan proses penciptaan nilai tambah. Jika dibiarkan, perjudian akan mengganggu mekanisme perekonomian dan merubah fungsi uang dari alat pengukur nilai dan alat tukar menjadi alat spekulasi.

2.1.3. Bentuk Investasi Menurut Islam

Bentuk investasi menurut islam, antara lain (Huda : 2007) :

a. *Musyarakah*

Atau disebut juga dengan *Al-Syirkah*, yaitu perjanjian kesepakatan bersama antara beberapa pemilik modal untuk menyertakan modalnya pada suatu proyek, yang biasanya berjangka waktu panjang.

b. *Mudharabah*

Atau disebut juga dengan *Al-Qiradh*, yaitu perjanjian kesepakatan bersama antara pemilik modal dengan pengusaha dimana pihak pemilik modal menyediakan dana dan pihak pengusaha memutarakan dana tersebut atas dasar bagi hasil.

c. Murabahah dan BBA

Definisi *Murabahah* (secara fiqh) adalah akad jual-beli atas barang tertentu, dimana dalam transaksi jual-beli tersebut penjual menyebutkan dengan jelas barang yang diperjual-belikan termasuk harga pembelian dan keuntungan yang diambil. BPA atau *Bai' Bits Tsaman Ajil* adalah akad jual beli yang uangnya diberikan kemudian atau ditangguhkan. *Tsaman Ajil* maknanya adalah harga belakangan. Maksudnya harga barang itu berbeda dengan bila dilakukan dengan tunai.

d. Salam

Akad jual beli suatu barang dimana harganya dibayar dengan segera, sedangkan barangnya akan diserahkan kemudian dalam jangka waktu yang disepakati.

e. *Istishna'*

Suatu perjanjian jual-beli antara *mustashni'* (pemesan/pembeli) dan *shani'* (produsen/penjual) dimana barang (*mashnu'*) yang akan diperjual-belikan harus dipesan terlebih dulu dengan kriteria yang jelas.

f. *Ijarah* dan *IMBT*.

Ijarah adalah akad pemindahan hak penggunaan/pemanfaatan atas barang atau jasa melalui pembayaran sewa, tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan (*ownership/milkiyyah*) atas barang itu sendiri. *Ijarah muntahia bittamlik*, disebut juga *ijarah wa iqtina* adalah perpaduan antara kontrak jual-beli dan sewa, atau dengan kata lain akad sewa yang diakhiri pemindahan kepemilikan ke tangan penyewa.

2.2. Pasar modal

Pasar modal adalah pasar dari berbagai instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang yang dapat diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang (obligasi) maupun modal sendiri (saham) yang diterbitkan pemerintah atau perusahaan swasta. Pada

dasarnya fungsi pasar modal sebagai wahana demokratisasi kepemilikan saham yang ditunjukkan dengan semakin banyaknya institusi dan individu yang memiliki saham perusahaan yang telah *go public*. (Suad Husnan, 1994)

Pasar modal mempunyai peranan yang sangat penting sebagai wahana penyaluran dana dari pemodal (pihak yang menyalurkan dana) kepada perusahaan (pihak yang membutuhkan dana) secara efisien. Tanpa ada pasar modal maka akses ke sumber dana yang tersedia secara efisien akan berkurang. Akibatnya, perusahaan akan menanggung biaya modal yang lebih tinggi.

Pada akhirnya hal ini akan berdampak pula pada terganggunya kegiatan perekonomian nasional. Selain itu, melalui mekanismenya, pasar modal mampu mengalokasikan dana yang tersedia kepada pihak yang paling produktif mampu menggunakan dana tersebut dengan demikian pasar modal juga berfungsi untuk mengalokasikan dana secara optimal. Keberhasilan bursa dalam mengelola pasar modal dengan baik akan mempengaruhi efisiensi dan jumlah dana yang dapat diintermediasikan melalui lembaga keuangan yang berada di bawah bursa.

Modal yang dalam bahasa Inggrisnya disebut *capital* mengandung arti barang yang dihasilkan oleh alam atau buatan manusia, yang diperlukan bukan untuk memenuhi secara langsung keinginan manusia tetapi untuk membantu memproduksi barang lain yang nantinya akan dapat memenuhi kebutuhan manusia secara langsung dan menghasilkan keuntungan.

Secara fisik terdapat dua jenis modal yaitu *fixed capital* dan *circulating capital* (Yunus, 2009). *Fixed capital* seperti gedung-gedung, mesin-mesin atau pabrik-pabrik; yaitu benda-benda yang ketika manfaatnya dinikmati tidak berkurang eksistensi substansinya. Adapun *circulating capital* seperti: bahan baku dan uang ketika manfaatnya dinikmati, substansinya juga hilang. Perbedaan keduanya dalam syariah dapat kita lihat sebagai berikut. Modal tetap pada umumnya dapat disewakan, tetapi tidak dapat dipinjamkan (*qardh*). Sedangkan modal sirkulasi yang bersifat konsumtif bisa dipinjamkan (*qardh*) tetapi tidak dapat disewakan. Hal itu karena *ijarah* dalam Islam hanya dapat dilakukan pada benda-benda yang memiliki karakteristik, substansinya dapat dinikmati secara terpisah atau sekaligus. Ketika sebuah barang disewakan, maka manfaat barang tersebut dipisahkan dari yang empunya. Ia kini dinikmati oleh penyewa, namun status

kepemilikannya tetap pada si empunya. Ketika masa sewa berakhir, barang itu dikembalikan kepada si empunya dalam keadaan seperti sediakala. Uang tidak memiliki sifat seperti ini. Ketika seseorang menggunakan uang, maka uang itu habis. Kalau ia menggunakan uang itu dari pinjaman, maka ia menanggung utang sebesar jumlah yang digunakan dan harus mengembalikan dalam jumlah yang sama (*mitsl*) bukan substansinya (*a'in*).

Pasar modal identik dengan sebuah tempat di mana modal diperdagangkan antara pihak yang memiliki kelebihan modal (investor) dengan orang yang membutuhkan modal (*issuer*) untuk mengembangkan investasi. Dalam Undang-Undang Pasar Modal No. 8 tahun 1995, pasar modal didefinisikan sebagai *“kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan perdagangan Efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek”*.

Adapun pihak-pihak yang terlibat dalam pasar modal adalah:

a. Emiten

Emiten adalah badan usaha (perseroan terbatas) yang menerbitkan saham untuk menambah modal atau menerbitkan obligasi untuk mendapatkan pinjaman kepada para investor di Bursa Efek.

b. Perantara Emisi yang meliputi :

i. Penjamin Emisi

Penjamin emisi adalah perantara yang menjamin penjualan emisi, sehingga apabila dari emisi wajib membeli (setidak-tidaknya sementara waktu sebelum laku) agar kebutuhan dana yang diperlukan emiten terpenuhi sesuai rencana.

ii. Akuntan Publik

Akuntan publik berfungsi untuk memeriksa kondisi keuangan emiten dan memberikan pendapat apakah laporan keuangan yang telah dikeluarkan emiten wajar atau tidak.

iii. Perusahaan Penilai

Perusahaan Penilai berfungsi untuk memberikan penilaian terhadap emiten, apakah nilai aktiva emiten sudah wajar atau tidak.

iv. Badan Pelaksana Pasar Modal

Badan Pelaksana Pasar Modal adalah badan yang mengatur dan mengawasi jalannya pasar modal, termasuk mencoret emiten (*delisting*) dari lantai bursa, memberikan sanksi kepada pihak-pihak yang melanggar peraturan pasar modal. Di Indonesia Badan Pelaksana Pasar Modal adalah Bapepam (Badan Pengawas dan Pelaksana Pasar Modal).

v. Bursa Efek

Bursa Efek merupakan tempat diselenggarakannya kegiatan perdagangan efek pasar modal yang didirikan oleh suatu badan usaha. Di Indonesia terdapat dua Bursa Efek, yaitu Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang dikelola PT Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya (BES) yang dikelola oleh PT Bursa Efek Surabaya.

vi. Perantara Perdagangan Efek

Efek yang diperdagangkan dalam bursa hanya boleh ditransaksikan melalui perantara, yaitu makelar (*broker*) dan komisioner. Makelar adalah pihak yang melakukan pembelian dan penjualan efek untuk kepentingan orang lain dengan memperoleh imbalan. Komisioner adalah pihak yang melakukan pembelian dan penjualan efek untuk kepentingan sendiri atau orang lain dengan memperoleh imbalan.

vii. Investor

Investor adalah pihak yang menanamkan modalnya dalam bentuk efek di bursa dengan membeli atau menjual kembali efek tersebut.

Di dalam pasar modal proses perdagangan efek (saham dan obligasi) melalui tahapan pasar perdana kemudian pasar sekunder. Pasar perdana adalah penjualan perdana saham dan obligasi oleh emiten kepada para investor. Kedua pihak yang saling memerlukan ini tidak bertemu secara dalam bursa tetapi melalui pihak perantara. Dari penjualan saham dan efek di pasar perdana ini, pihak emiten memperoleh dana yang dibutuhkan untuk mengembangkan usahanya.

Sedangkan pasar sekunder adalah pasar yang terjadi sesaat atau setelah pasar perdana. Maksudnya setelah saham dan obligasi yang dibeli investor dari emiten,

maka investor tersebut menjual kembali saham dan obligasi kepada investor lainnya, baik dengan tujuan mengambil untung dari kenaikan harga (*capital gain*) maupun untuk menghindari kerugian (*capital loss*). Perdagangan di pasar sekunder inilah yang secara reguler terjadi di bursa efek setiap harinya.

Manfaat dari adanya pasar modal terbagi atas dua (Anogara : 2005), pertama bagi emiten : jumlah dana yang dapat dihimpun berjumlah besar, dana tersebut dapat diterima sekaligus pada saat pasar perdana selesai, tidak ada *convenant* sehingga manajemen dapat lebih bebas dalam pengelolaan dana/perusahaan, solvabilitas perusahaan tinggi sehingga memperbaiki citra perusahaan dan ketergantungan emiten terhadap bank menjadi lebih kecil. Manfaat yang kedua adalah bagi investor : nilai investasi berkembang mengikuti pertumbuhan ekonomi. Peningkatan tersebut tercermin pada meningkatnya harga saham yang mencapai *capital gain*, memperoleh dividen bagi mereka yang memiliki/memegang saham dan bunga yang mengambang bagi pemenang obligasi serta dapat sekaligus melakukan investasi dalam beberapa instrumen yang mengurangi risiko.

2.2.1. Pasar modal konvensional

Pada pasar modal konvensional (Ghufron, 2005), instrumen yang diperdagangkan adalah surat-surat berharga (*securities*) seperti saham, obligasi, dan instrumen turunannya (*derivatif*) opsi, *right*, waran, dan reksadana.

Saham merupakan surat tanda penyertaan atau pemilikan seseorang atau badan terhadap perusahaan yang menerbitkan saham tersebut, sedangkan obligasi merupakan bukti pengakuan utang dari perusahaan kepada para pemegang obligasi yang bersangkutan.

Opsi merupakan produk turunan (*derivatif*) dari efek (saham dan obligasi). (Anogara, 2005) mendefinisikan opsi sebagai produk efek yang akan memberikan hak kepada pemegangnya (pembeli) untuk membeli atau menjual sejumlah tertentu dari aset finansial tertentu, pada harga tertentu, dan dalam jangka waktu tertentu. Adapun *right* adalah efek yang memberikan hak

kepada pemegang saham lama untuk membeli saham baru yang akan dikeluarkan emiten pada proporsi dan harga tertentu.

Waran merupakan turunan dari saham biasa yang bersifat jangka panjang dan memberikan hak kepada para pemegangnya untuk membeli saham atas nama dengan harga tertentu.

Sedangkan reksadana (*mutual fund*) adalah perusahaan investasi yang mengelola investasi saham, obligasi, dan lain-lainnya, dengan menerbitkan surat berharga tersendiri yang ditujukan kepada para investor, sehingga para investor tersebut tidak perlu lagi melakukan investasi langsung terhadap berbagai surat berharga yang diperdagangkan di bursa efek tetapi cukup membeli surat berharga yang diterbitkan reksadana tersebut.

2.2.2. Pasar modal syariah

Pada pasar modal syariah instrumen yang diperdagangkan adalah saham, obligasi syariah dan reksadana Syariah, sedangkan opsi, *waran* dan *right* tidak termasuk instrumen yang dibolehkan.

Adapun yang dimaksud saham dalam pasar modal syariah sama dengan saham dalam pasar modal konvensional. Hanya bedanya saham yang diperdagangkan dalam pasar modal syariah harus datang dari emiten yang memenuhi kriteria-kriteria syariah sebagaimana yang penulis sebutkan dalam pembahasan indeks Islam.

Sementara obligasi syariah berbeda dengan obligasi konvensional. Obligasi konvensional merupakan suatu jenis produk keuangan yang tidak dibenarkan dalam Islam karena menggunakan bunga sebagai daya tariknya. Menurut Muhammad al-Amin, instrumen obligasi syariah dapat diterbitkan dengan menggunakan prinsip *mudharabah*, *musyarakah*, *ijarah*, *istisna'*, *salam*, dan *murabahah* sehingga dari prinsip ini nama obligasi syariah tergantung pada prinsip yang mana yang digunakan emiten.

Dalam konsep Obligasi Syariah *Mudharabah*, emiten menerbitkan surat berharga jangka panjang untuk ditawarkan kepada para investor dan berkewajiban membayar pendapatan berupa bagi hasil atau *margin fee* serta pokok utang obligasi pada waktu jatuh tempo kepada para pemegang obligasi

tersebut. Dalam hal ini pihak emiten berfungsi sebagai *mudharib* sedangkan investor pemegang obligasi sebagai *shahibul mal*. Sementara emiten yang menerbitkan obligasi syariah harus memenuhi persyaratan seperti persyaratan emiten yang masuk dalam kriteria indeks Islam.

Instrumen ketiga yang diperdagangkan dalam pasar modal syariah adalah reksadana syariah. reksadana syariah merupakan sarana investasi campuran yang menggabungkan saham dan obligasi syariah dalam satu produk yang dikelola oleh manajer investasi. Manajer investasi menawarkan reksadana syariah kepada para investor yang berminat, sementara dana yang diperoleh dari investor tersebut dikelola oleh manajer investasi untuk ditanamkan dalam saham atau obligasi syariah yang dinilai menguntungkan.

Meskipun dalam konsep pasar modal syariah disebutkan bahwa saham yang diperdagangkan harus berasal dari perusahaan yang bergerak dalam sektor yang memenuhi kriteria syariah dan terbebas dari unsur riba, serta transaksi saham dilakukan dengan menghindari berbagai praktik spekulasi, hal itu tetap tidak membedakan pasar modal syariah dengan pasar modal konvensional secara menyeluruh.

a. Syarat perseroan (*syirkah*) dalam Islam

Perseroan (*syirkah*) dari segi bahasa memiliki makna penggabungan dua bagian atau lebih sehingga tidak bisa dibedakan lagi satu bagian dengan bagian yang lain. Sedangkan menurut syara', an-Nabhani mengungkapkan bahwa perseroan adalah transaksi antara dua orang atau lebih yang bersepakat untuk melakukan kerja yang bersifat finansial dengan tujuan mencari keuntungan.

Transaksi perseroan tersebut mengharuskan adanya *ijab dan qabul* sebagaimana yang dilakukan dalam transaksi lainnya di mana salah satu di antara mereka mengajak yang lain untuk mengadakan kerjasama dalam suatu masalah, sehingga kesepakatan tersebut belum cukup hanya dengan kesepakatan untuk melakukan perseroan saja atau memberikan modal untuk perseroan saja, tetapi harus mengandung makna bekerjasama dalam suatu urusan.

Adapun mengenai syarat sah dan tidaknya transaksi perseroan sangat tergantung pada sesuatu yang ditransaksikan, yaitu harus sesuatu hal yang bisa dikelola. Sesuatu yang bisa dikelola ini haruslah sesuatu yang bisa diwakilkan sehingga mengikat semua pihak yang melakukan perseroan.

Dalam Islam perseroan yang dibolehkan dapat diklasifikasikan menjadi lima jenis, yaitu perseroan *inan*, *abdan*, *mudharabah*, *wujuh*, dan *mufawadhah*.

b. Tanggung jawab terbatas dalam perseroan terbatas

Sementara itu kebatilan perseroan terbatas dalam ekonomi konvensional terletak pada tanggung jawab terbatas. Jika perusahaan rugi atau bangkrut para kreditur dan pemilik hak lainnya tidak dapat menuntut para persero perusahaan sedikitpun, berapapun kewajiban perusahaan terhadap mereka. Mereka hanya bisa menuntut atas haknya sebatas aset perusahaan yang tersisa. Dengan demikian sistem perseroan ini merupakan suatu perlindungan sistematis bagi para pemilik modal dan pengelola perusahaan.

Sistem perseroan dengan tanggung jawab terbatas bertentangan dengan hukum syara' yang menuntut ditunaikannya seluruh kewajiban mereka terhadap pihak lain di dunia ini, sebagaimana hadits Nabi SAW yang diriwayatkan oleh Imam Bukhari dari Abu Hurairah:

“Siapa saja yang mengambil harta orang dan bermaksud untuk melunasinya, maka Allah akan menolongnya untuk melunasinya. Dan siapa saja yang mengambil harta orang dan bermaksud merusaknya, maka Allah akan merusak orang itu.”

Juga dalam hadits yang lain:

“*Sungguh hak-hak itu pasti akan ditunaikan kepada para pemiliknya pada hari kiamat nanti, hingga seekor domba betina tak bertanduk akan mendapat kesempatan membalas karena pernah ditanduk oleh domba betina bertanduk.*” [HR. Imam Ahmad dari Abu Hurairah].

“*Perbuatan orang kaya menunda-nunda pembayaran utangnya adalah suatu kezhaliman.*” [HR. Imam Bukhari dari Abu Hurairah].

"...sebaik-baik orang di antara kalian, adalah yang paling baik dalam penunaian hak (pembayaran utang, dan lain-lain)." [HR. Imam Bukhari].

c. Perseroan terbatas tidak memenuhi syarat perseroan dalam Islam

Kebatilan perseroan terbatas yang lain adalah bahwa pihak-pihak yang ikut serta dalam perseroan terbatas meleburkan dirinya dengan jalan pembagian komposisi kepemilikan saham oleh para pendiri pada saat perseroan terbatas tersebut pertama kali didirikan, kemudian pihak yang datang belakangan dengan jalan membeli saham yang dijual manajemen perseroan terbatas pada saat IPO atau di pasar perdana, dan pihak yang membeli saham dari pihak lain di pasar sekunder. Dengan demikian di dalam perseroan terbatas tidak terdapat dua pihak atau lebih yang melakukan akad serta *ijab* dan *qabul* tetapi yang ada berupa pembelian saham oleh siapa saja sebagai kehendak pribadinya yang bersifat sepihak. Artinya untuk menjadi rekanan/patner bagi seseorang dalam suatu perseroan terbatas maka cukup baginya dengan membeli saham perseroan terbatas tersebut.

Jelaslah kebatilan dalam perseroan terbatas tersebut karena tidak memenuhi adanya akad serta *ijab* dan *qabul* yang disyaratkan dalam Islam. Mereka yang ikut serta dalam perseroan terbatas hanyalah rekanan dalam modal (*syarikul mal*) saja. Masalah perseroan terbatas inilah yang terlewatkan dalam pembahasan konsep dan aplikasi pasar modal syariah.

d. Perdagangan saham bertentangan dengan syara'

Karena perseroan terbatas merupakan suatu bentuk perseroan yang batil, maka saham yang diterbitkan perseroan terbatas dengan tujuan menambah modal dan diperdagangkan dalam pasar modal menjadi batil pula.

Adapun pembahasan pembelian saham di pasar modal syariah harus dilakukan dengan tujuan berinvestasi bukan berspekulasi, artinya seseorang atau suatu badan usaha yang membeli saham berniat melakukan investasi jangka panjang di mana fokus keuntungan yang ingin dia peroleh hanya dari pembagian deviden dan keikutsertaannya dalam perseroan terbatas dengan hak suara yang dimilikinya, maka itupun tidak

menghilangkan kebatilan dalam pasar modal syariah. Karena apa yang dia lakukan dengan membeli saham tersebut sehingga berdasarkan hukum yang berlaku di negara yang bersangkutan dia memiliki hak milik terhadap suatu perseroan terbatas atau sebagai bagian dari orang yang turut andil dalam perseroan terbatas, namun tidak memenuhi syarat sah seseorang yang bergabung dalam suatu perseroan menurut hukum *syara'*.

Apalagi dalam prakteknya jual beli saham di pasar modal syariah sekalipun sangat sulit untuk menghindarkan dari kegiatan spekulasi, maksudnya sesuatu hal yang sulit untuk dicapai jika semua transaksi dalam pasar modal syariah didasarkan pada investasi jangka panjang. Karena perdagangan reguler yang dominan dalam pasar modal syariah bukan di pasar perdana tetapi di pasar sekunder. Di pasar sekunder inilah sangat terbuka bagi setiap pihak untuk ambil untung dengan melakukan transaksi jangka pendek dan di sinilah biasanya terjadi spekulasi.

Seandainya seluruh perdagangan saham baik di pasar primer maupun di pasar sekunder dilakukan atas dasar investasi maka kecepatan transaksi dan nilai kapitalisasi saham yang diperdagangkan akan sangat jauh berbeda dengan apa yang terjadi di pasar modal konvensional selama ini. Dengan asumsi ini maka dalam kacamata ekonomi sekarang pasar modal yang seperti itu tidak akan menarik minat banyak orang. Karena perdagangan saham terjadi dengan sangat lambat. Para investor yang ingin masuk dalam suatu perseroan harus menunggu suatu perseroan terbatas yang diminatinya menjual sahamnya di pasar perdana. Kemudian di pasar sekunder para investor harus menunggu dengan lama pihak pemegang saham suatu perseroan terbatas melepaskan sahamnya di lantai bursa.

Permasalahan muncul lagi dari emiten yang sahamnya diperdagangkan di pasar modal syariah. Meskipun pengelola pasar modal syariah sudah membersihkan emiten mana saja yang berhak masuk dalam pasar modal syariah melalui seleksi ketat. Akan tetapi ada satu yang bolong dari proses seleksi tersebut, yakni pembatasan suatu emiten tidak boleh terlibat transaksi dan utang piutang ribawi dalam batas-batas maksimal tertentu. Biasanya batasan aset yang mengandung riba adalah

30% dari total aset emiten. Muncul pertanyaan apakah terjamin aset suatu emiten yang mengandung unsur riba tidak lebih dari 30%.

Di sini permasalahannya bukan pada berapa persentasi unsur ribawi, sebab sedikit atau banyak yang namanya riba tetap haram. Dengan demikian saham yang diterbitkan dan diperdagangkan dari suatu emiten yang terlibat unsur ribawi menjadi haram. Sebab terjadi percampuran antara modal yang halal dengan modal yang haram, sehingga tidak bisa dipilah-pilah lagi mana modal murni dengan bunganya. Saat ini di Indonesia dan di belahan dunia lainnya, sangat sulit untuk menemukan suatu perseroan terbatas yang terbebas dari unsur-unsur ribawi.

2.3. Investasi pada Pasar Modal

Ada dua alternatif investasi pada pasar modal. *Direct Investing* dan *Indirect Investing*.

2.3.1. Direct Investing

Direct Investing (Jones, 2004) adalah alternatif investasi dimana investor membeli dan menjual sekuritas secara langsung menggunakan *brokerage account*. *Direct investing* terbagi atas empat bagian, antara lain : *Nonmarketable*, *Money Market*, *Capital Market* dan *Derivatives*. *Nonmarketable securities* adalah asset yang tidak mudah dijual dan tidak dapat dibeli secara cepat pada perubahan harga yang relatif lebih kecil, terdiri atas : *saving accounts*, *nonnegotiable certificates of deposit*, *money market deposit accounts*, dan *Government saving Bonds*. *Money market* adalah pasar jangka pendek kurang dari setahun, sangat liquid, dan risiko asset yang sangat sedikit, terdiri atas : *treasury bills*, *negotiable certificates of deposits*, *commercial paper*, *eurodollar*, *repurchase agreement* dan *banker's acceptance*. *Capital market* adalah pasar untuk sekuritas jangka panjang seperti saham dan *bond*, terdiri atas : *fixed income (treasuries, agencies, municipals dan corporates)* dan *equities (preferred stock dan common stock)*. *Derivatives* adalah sekuritas yang nilainya diturunkan secara keseluruhan atau sebagian melalui *claim* pada *underlying security*, terdiri atas: *option* dan *future contract*.

2.3.2. Indirect Investing

Indirect Investing (Jones, 2004) adalah alternatif investasi melalui pembelian dan penjualan *shares investment companies* dan portfolio sekuritas. *Indirect investing* terbagi atas empat bagian, antara lain : *unit investment trust*, *closed end*, *open end* dan *exchange traded funds*. *Unit investment trust* adalah bentuk dari *investment company* yang umumnya menjual *fixed income securities*, menawarkan diversifikasi dan biaya operasi minimum. *Closed end investment company* adalah *investment company* dengan *fixed capitalization* yang diperdagangkan pada *exchange market*. *Open end investment company (mutual fund)* adalah *investment company* dimana kapitalisasi secara konstan berubah searah dengan *shares* baru yang dijual dan *outstanding shares* yang beredar. Perbedaan antara *Closed end investment* dan *open end investment* adalah saham *closed end* tidak dapat diperjualbelikan kembali pada perusahaan sedangkan saham *open end* dapat diperjualbelikan kembali pada perusahaan. *Exchange traded funds* adalah *index fund* yang terdiri atas diversifikasi portfolio, harga dan jumlah yang diperdagangkan bergantung pada penawaran publik.

2.4. Teori Portofolio

Diversifikasi adalah kunci dari optimal risk management. Diversifikasi optimal memperhitungkan semua informasi yang tersedia. Asumsi yang digunakan dalam teori portofolio (Jones, 2004) adalah *single investment period* (satu tahun), *liquid position* (tidak ada biaya transaksi) dan preferensi hanya berdasarkan *expected return* dan risiko portofolio. Diversifikasi yang optimal akan membentuk portofolio yang efisien, yaitu portofolio dengan risiko portofolio terkecil untuk suatu tingkatan return dan *expected return* terbesar untuk suatu tingkatan risiko portofolio.

Harry Markowitz, William Sharpe, John Lintner, Jan Mossin dan lain-lain (Elton, 1995) adalah ilmuwan yang banyak memberikan kontribusi dalam pengembangan teori portofolio modern. Teori ini berkembang sejak diketemukan cara berinvestasi yang efisien dan optimal sebagaimana di kemukakan Harry

Markowitz pada tahun 1952. Berkat penemuan ini, Harry Markowitz memperoleh hadiah Nobel pada tahun 1990.

Teori portofolio yang dikemukakan Markowitz dikenal dengan model Markowitz, memberikan suatu cara bagaimana berinvestasi dengan efisien dan optimal., yaitu dengan membentuk portofolio optimal. Tujuan membentuk portofolio optimal adalah untuk memenuhi prinsip dalam berinvestasi “Memperoleh imbal hasil (*return*) pada tingkat yang dikehendaki dengan risiko yang paling minimum”. Untuk meminimumkan risiko, perlu dilakukan diversifikasi dalam berinvestasi, yaitu membentuk portofolio atau menginvestasikan dana tidak hanya disatu asset saja melainkan beberapa asset. Permasalahannya adalah berapa besar proporsi dana harus diinvestasikan pada masing-masing asset agar diperoleh tingkat imbal hasil yang dikehendaki dengan risiko yang paling minimum. Harry Markowitz mengemukakan model matematik untuk menjawab permasalahan tersebut.

Dua belas tahun kemudian teori portofolio model Markowitz lebih dikembangkan oleh William Sharpe dalam *Journal of Finance* September 1964 dalam artikelnya “*Capital Asset Prices : A Theory of Market Equilibrium*“, John Lintner dalam artikelnya : “*The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*” dalam *Review of Economics and Statistic*, Februari 1965 dan Jan Mossin dalam artikelnya “*Equilibrium in Capital Asset Market*” di *Econometrica*, Oktober 1966. Ketiga ilmuwan ini memberikan kontribusi dalam pengembangan teori portofolio, yang dikenal dengan Teori Keseimbangan Pasar Modal yang mengatakan bahwa jika seluruh investor dalam berinvestasi melakukan hal yang sama sebagaimana dikemukakan oleh Markowitz, maka asset yang diperdagangkan di pasar modal akan habis terbagi dibeli oleh investor, dan proporsi masing-masing surat berharga yang dipegang oleh investor akan identik dengan kapitalisasi pasar asset tersebut di pasar modal. Kesimpulannya, portofolio yang efisien dan optimal adalah portofolio pasar itu sendiri. Dengan demikian, investor dalam berinvestasi tidak perlu membentuk portofolio efisien dan optimal sebagaimana dikemukakan Markowitz, melainkan cukup membentuk portofolio yang identik dengan portofolio pasar.

Proporsi masing-masing surat berharga dalam portofolio identik dengan kapitalisasi pasar surat berharga tersebut. Naik turunnya nilai portofolio akan sebanding dengan naik-turunnya imbal hasil pasar, yaitu mengikuti naik-turunnya Indeks Harga Saham Gabungan. Risiko investasi yang relevan pada teori keseimbangan pasar, adalah risiko yang ditimbulkan oleh fluktuasi harga di pasar modal, dikenal dengan "risiko sistematis". Risiko lain yang tidak berkaitan dengan fluktuasi harga di pasar modal akan sama dengan nol (risiko tidak sistematis). Hal ini sejalan dengan diversifikasi dalam teori keseimbangan pasar yang melibatkan seluruh surat berharga yang diperdagangkan dipasar modal. Investor yang menerapkan teori ini dalam berinvestasi, menganut strategi pasif.

Pada teori portofolio dikenal juga sebuah teori yang dinamakan *single index model*. Teori ini Menghubungkan returns masing-masing sekuritas terhadap *return* pasar (*common index*), seperti IHSG, KLSI dan lain sebagainya. Model ini dinyatakan dengan formula sebagai berikut :

$$R_i = \alpha + \beta R_m + e_i \quad (2.1)$$

Keterangan : R_i = *Return* sekuritas i
 α = *unique part return*
 βR_m = *market related part return*
 e_i = residual

Model ini mengukur sensitivitas dari pergerakan suatu saham terhadap pasar saham. Asumsi dalam model ini adalah jika sekuritas hanya dipengaruhi oleh pergerakan pasar maka sekuritas-sekuritas bergerak bersama hanya karena hubungannya dengan pasar. Model ini biasa digunakan dalam menghitung beta sekuritas.

Implikasi dari adanya penyeleksian portofolio adalah investor harus fokus pada risiko yang tidak bisa dikelola lewat diversifikasi. *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) adalah model yang berfokus pada hubungan keseimbangan antara risiko dan *expected return* aset-aset berisiko. Teori ini dibangun dari teori portofolio Markowitz. Masing-masing investor diasumsikan mendiversifikasikan portfolionya menurut model Markowitz.

Asumsi-asumsi yang digunakan dalam CAPM, antara lain :

- a. Investor menggunakan informasi yang sama untuk menghasilkan portfolio efisien
- b. Memiliki horizon satu periode waktu yang sama
- c. Dapat meminjam dan meminjamkan dana pada risk-free rate
- d. Tidak ada biaya transaksi, tidak ada pajak penghasilan pribadi, tidak ada inflasi
- e. Tidak ada investor yang secara sendiri dapat mempengaruhi harga saham
- f. Pasar modal dalam keadaan keseimbangan

Formula yang digunakan dalam CAPM antara lain :

$$k_i = RF + \beta_i [E(R_M) - RF] \quad (2.2)$$

Keterangan : k_i = *required rate of return* dari suatu asset

: RF = *risk-free rate*

: $(\beta_i [E(R_M) - RF])$ = *risk premium*

Dibawah CAPM, seluruh investor akan memegang portfolio pasar. Implikasi paling penting dari CAPM adalah seluruh investor memegang portfolio optimal dari aset-aset berisiko yang sama dan portfolio dari seluruh aset-aset berisiko adalah portfolio berisiko optimal.

2.5. Reksadana

Undang-Undang Pasar Modal no. 8 tahun 1995, pasal 1 ayat 27 menyatakan bahwa reksadana adalah suatu wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manager investasi yang telah mendapat izin dari BAPEPAM (Badan Pengawas Pasar Modal). Portofolio investasi dari reksadana dapat terdiri dari berbagai macam instrumen surat berharga seperti saham, obligasi, instrumen pasar uang, atau campuran dari instrumen-instrumen diatas.

Berdasarkan definisi ini ditarik tiga garis besar dari definisi reksadana :

- a. Dana dari masyarakat

Masyarakat yang dimaksudkan disini adalah berbagai pihak yang menginvestasikan atau memasukan dana ke reksadana dengan berbagai variasi. Hal ini berarti , Investor dari reksadana dapat perorangan dan

lembaga dimana pihak tersebut melakukan investasi ke reksadana sesuai dengan tujuan investor.

b. Investasi dalam portfolio efek

Efek adalah surat berharga, seperti surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan, kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas Efek, dan setiap turunan dari efek. Turunan dari efek terdiri atas hutang maupun yang bersifat ekuitas, seperti opsi dan waran. Portofolio efek yang dikelola oleh reksadana dapat berupa kumpulan dari beberapa jenis efek.

c. Investasi oleh manajer investasi

Manajer investasi reksadana melakukan penempatan dana investor pada berbagai instrumen efek, baik pasar uang maupun pasar modal ataupun gabungan dari keduanya. Selain itu, dikhususkan juga pada efek yang mewakili sektor dan industri tertentu seperti infrastruktur, manufaktur, keuangan dan lainnya. Hal ini menunjukkan fleksibilitas reksadana karena dapat memberikan banyak alternatif pilihan sesuai dengan tujuan dan kebutuhan dari investor.

2.6. Jenis Reksadana Berdasarkan alokasi asset

Ada beberapa pilihan jenis reksadana berdasarkan alokasi asset, diantaranya sebagai berikut (Bapepam , 2010) :

a. Reksadana pasar uang (RDPU)

Reksadana yang mempunyai kebijakan investasi pada instrumen pasar uang, yaitu deposito yang jatuh temponya dibawah setahun, Sertifikat Bank Indonesia ataupun *promissory notes*. Tingkat bagi hasil dan risiko yang diberikan RDPU relatif lebih rendah dibanding reksadana lainnya.

b. Reksadana Obligasi (RDO)

Reksadana yang mempunyai kebijakan investasi pada instrumen obligasi baik korporasi maupun pemerintah. Tingkat bagi hasil dan risiko yang diberikan RDO relatif lebih tinggi dibanding RDPU. Investasi pada RDO akan memberikan pertumbuhan nilai pokok investasi yang konservatif.

c. Reksadana Saham (RDS)

Reksadana yang mempunyai kebijakan investasi pada instrumen saham. Tingkat bagi hasil dan risiko yang diberikan RDO tertinggi dibanding keseluruhan. Investasi pada RDO akan memberikan pertumbuhan yang agresif dan paling berisiko. Reksadana saham akan menjadi topik pada penelitian ini. Oleh karena itu akan dibahas lebih lanjut mengenai reksadana saham.

Reksadana Saham (Bapepam : 2010) dapat dibagi-bagi berdasarkan strategi investasinya, yaitu :

i. *Aggressive-Growth Funds*

Reksadana saham dengan portofolio investasi terutama pada saham perusahaan-perusahaan baru yang mempunyai potensi pertumbuhan sangat tinggi, walaupun bersifat spekulatif dengan risiko yang sangat tinggi dan memperoleh pendapatan bersumber pada kenaikan harga saham (*capital gain*) yang tinggi, walaupun dengan fluktuasi harga yang juga tinggi

ii. *Growth Funds*

Reksadana saham dengan portofolio investasi pada saham perusahaan-perusahaan yang telah, dan diperkirakan akan terus mampu untuk tumbuh diatas rata-rata industri dan memperoleh pendapatan bersumber pada kenaikan harga saham (*capital gain*) yang optimal dengan memperhatikan tingkat risiko yang ada.

iii. *Growth-Income Funds*

Reksadana saham dengan portofolio investasi pada perusahaan-perusahaan yang tumbuh sedikit dibawah rata-rata dan memiliki sejarah pembayaran dividen yang baik, dan memperoleh pendapatan bersumber pada potensi kenaikan harga (*capital gain*) dan pembayaran dividen.

iv. *Value-Income Funds*

Reksadana saham dengan portofolio investasi pada perusahaan-perusahaan yang memiliki sejarah pembayaran dividen yang sangat baik, dan mempunyai pendapatan bersumber dari penerimaan dividen.

Reksadana saham dapat juga dibagi-bagi berdasarkan nilai kapitalisasi pasar portofolionya, yaitu *Big-Capitalization Stock Funds* dengan portofolio pada saham-saham perusahaan dengan nilai kapitalisasi pasar yang besar, *Medium-Capitalization Stock Funds* dengan portofolio pada saham-saham perusahaan dengan nilai kapitalisasi pasar yang menengah, *Small-Capitalization Stock Funds* dengan portofolio pada saham-saham perusahaan dengan nilai kapitalisasi pasar yang kecil, bahkan beberapa kalangan menambahkan satu kategori tambahan yaitu *Micro-Capitalization Funds* dengan portofolio pada saham-saham perusahaan dengan nilai kapitalisasi pasar yang sangat kecil.

Salah satu jenis Reksadana lain yang berkaitan erat dengan saham adalah Reksadana Indek Saham (*Stock-Market-Index Funds*), yaitu Reksadana yang melakukan investasi pada portofolio dengan alokasi dan pemilihan saham sesuai, atau paling tidak berusaha menyamai pembobotan dan saham yang digunakan untuk menyusun indeks saham tertentu. Sesuai dengan peraturan Bapepam, suatu Reksadana dapat digolongkan sebagai Reksadana Indek Saham jika memenuhi 3 persyaratan, yaitu :

- i. Sekurang-kurangnya 80% dari nilai aktiva bersih Reksadana tersebut wajib diinvestasikan pada efek yang merupakan bagian dari kumpulan efek penyusun Indeks saham tersebut.
 - ii. Investasi dilakukan dengan jenis efek-efek yang sekurang-kurangnya merupakan 80% dari keseluruhan saham penyusun indeks
 - iii. Komposisi setiap saham sekurang-kurangnya 80% dan sebanyak-banyaknya 120% dari pembobotan saham tersebut dalam perhitungan indeks
- d. Reksadana Campuran (RDC)

Reksadana yang mempunyai kebijakan investasi kombinasi antara instrumen saham dan obligasi. Tingkat bagi hasil dan risiko yang diberikan RDC relatif lebih tinggi dibandingkan RDPU dan RDO. Investasi pada RDC akan memberikan pertumbuhan investasi yang lebih moderat.

Pada reksadana yang disebutkan diatas terdapat berbagai jenis antara lain konvensional dan syariah. Prinsip reksadana syariah yang membedakan dari

konvensional antara lain (Reading KIEI , 2005) : reksadana yang membatasi diri untuk berinvestasi hanya pada jenis efek yang memberi hasil sesuai dengan syariah Islam (tidak ada unsur ribawi) dan diterbitkan oleh perusahaan yang dalam operasinya tidak melanggar Syariah Islam sementara pemilihan efek dilakukan secara cermat agar investasi tersebut tidak termasuk dalam kategori gharar (Ketidakjelasan dan manipulatif). Reksadana syariah merupakan campuran investasi dalam bentuk saham halal dan campuran, yakni dana yang ditempatkan di Sertifikat Wadiah Bank Indonesia (SWBI) yang sekarang berganti nama menjadi Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) dan Sertifikat Investasi Mudharabah Antar Bank (SIMA).

2.7. Klasifikasi Reksadana

Berdasarkan hukum reksadana terbagi atas dua : reksadana konvensional dan reksadana syariah (Bapepam, 2010).

a. Reksadana Konvensional

Reksadana Konvensional adalah sebuah instrumen reksadana yang keberadaanya tidak berdasarkan prinsip syariah namun terdaftar pada Bursa Efek Jakarta dan dilindungi oleh BAPEPAM. Prinsip syariah yang dimaksudkan disini adalah tidak ada batasan ekuitas perusahaan yang akan dimasuki dan juga tidak dibatasi aturan syariah seperti pada reksadana syariah.

Pada reksadana konvensional berisi akad yang dibolehkan dalam Islam, yaitu jual beli dan bagi hasil (*Mudharabah/Musyarakah*), dan disana terdapat banyak kebaikan, seperti memajukan perekonomian, saling memberi keuntungan diantara para pelakunya meminimalkan risiko dalam pasar modal dan sebagainya. Mudharabah merupakan perjanjian antara pemilik modal (uang atau barang) dengan pengusaha sedangkan musyarakah merupakan perjanjian kerjasama antara dua pihak atau lebih pemilik modal untuk membiayai suatu usaha.

Namun didalamnya juga ada hal-hal bertentangan dengan syariah, baik dalam segi akad, operasi, investasi, transaksi dan pembagian keuntungannya, seperti reinvestasi pada :

- i. Perusahaan yang bergerak pada alkohol

- ii. Perjudian
- iii. Produksi yang bahan bakunya berasal dari babi
- iv. Pornografi
- v. Jasa keuangan yang bersifat konvensional
- vi. Asuransi yang bersifat konvensional.

b. Reksadana Syariah

Reksadana Syariah adalah Reksadana yang membatasi diri untuk berinvestasi hanya pada jenis Efek yang memberi hasil sesuai dengan Syariah Islam (tidak ada unsur ribawi) dan diterbitkan oleh perusahaan yang dalam operasinya tidak melanggar Syariah Islam sementara pemilihan Efek dilakukan secara cermat agar investasi tersebut tidak termasuk dalam kategori Gharar (Ketidakjelasan dan manipulatif)

i. Fatwa MUI tentang Reksadana Syariah

Fatwa merupakan hukum serta aturan dalam Islam. Berdasarkan fatwa Dewan Syariah Nasional No. 20/DSN-MUI/IV.2001, Reksadana Syariah adalah reksadana yang beroperasi sesuai prinsip syariah Islam baik dalam bentuk akad antara investor/nasabah sebagai shahibul maal (pemilik dana) dengan wakil shahibul maal (Manajer Investasi), maupun antara wakil shahibul maal (Manajer Investasi) dengan pengguna investasi (perusahaan reksadana).

Dewan Syariah Nasional adalah suatu dewan yang dibentuk atas prakarsa Majelis Ulama Indonesia yang bertujuan untuk memastikan kesesuaian antara produk, jasa dan kegiatan usaha dengan prinsip syariah, telah mengeluarkan fatwa No. 20/DSN-MUI/VI/2001. Fatwa tersebut memuat antara lain :

- a. Pada reksadana konvensional, masih terdapat unsur-unsur yang bertentangan dengan syariah, baik dari segi akad, pelaksana investasi, maupun dari segi pembagian keuntungan.
- b. Investasi hanya dapat dilakukan pada instrumen keuangan yang sesuai dengan syariah, yang meliputi saham yang sudah melalui penawaran umum dan pembagian deviden didasarkan pada tingkat laba usaha, penempatan pada deposito dalam bank umum syariah dan surat utang yang sesuai dengan syariah.

- c. Jenis usaha Emiten haruslah sesuai dengan syariah, antara lain tidak boleh melakukan usaha perjudian dan sejenisnya, usaha pada lembaga keuangan ribawi, usaha memproduksi, mendistribusi serta memperdagangkan makanan dan minuman haram serta barang-barang atau jasa-jasa yang merusak moral dan membawa keburukan. Pemilihan dan pelaksanaan investasi harus dilaksanakan dengan prinsip kehati-hatian dan tidak boleh ada unsur yang tidak jelas (*gharar*). Diantaranya tidak boleh melakukan penawaran palsu, penjualan barang yang belum dimiliki, *insider trading*-menyebarkan informasi yang salah dan menggunakan informasi orang dalam untuk keuntungan transaksi yang dilarang, serta melakukan investasi pada perusahaan yang tingkat hutangnya lebih dominan dari modalnya.
- d. Emiten dinyatakan tidak layak diinvestasikan dalam reksadana syariah jika struktur hutang terhadap modal sangat bergantung pada pembiayaan dari hutang, yang pada intinya merupakan pembiayaan yang mengandung unsur riba, Emiten memiliki Nisbah hutang terhadap modal lebih dari 82% (hutang 45%, modal 55%), manajemen emiten diketahui bertindak melanggar prinsip usaha yang Islami.
- e. Mekanisme operasional reksadana syariah terdiri dari : *Wakalah* antara Manajer Investasi dan pemodal; serta *mudharabah* antara Manajer Investasi dengan pengguna investasi. *Wakalah* merupakan perjanjian pemberian kuasa kepada pihak lain yang ditunjuk untuk mewakilinya dalam melaksanakan suatu tugas/ kerja atas nama pemberi kuasa.
- f. Karakteristik *mudharabah* adalah sebagai berikut: (1) pembagian keuntungan antara pemodal (yang diwakili oleh Manajer Investasi) dan pengguna investasi berdasarkan pada proporsi yang ditentukan dalam akad yang telah dibuat bersama dan tidak ada jaminan atas hasil investasi tertentu kepada si pemodal, (2) pemodal menanggung risiko sebesar dana yang telah diberikan, (3) Manajer Investasi sebagai wakil pemodal tidak menanggung risiko kerugian atas investasi yang dilakukannya sepanjang bukan karena kelalaiannya.

- g. Penghasilan investasi yang dapat diterima dalam Reksadana syariah adalah:
- i. Penghasilan dari saham dapat berupa : (1) dividen yang merupakan bagi hasil atas keuntungan yang dibagikan dari laba, baik yang dibayarkan dalam bentuk tunai maupun dalam bentuk saham, (2) *Rights* yang merupakan hak untuk memesan efek lebih dulu yang diberikan oleh emiten, (3) *capital gain* yang merupakan keuntungan yang diperoleh dari jual beli saham di pasar modal.
 - ii. Dari obligasi yang sesuai dengan syariah : bagi hasil yang diterima secara periodik dari laba emiten.
 - iii. Dari Surat Berharga Pasar Uang yang sesuai dengan syariah : bagi hasil yang diterima oleh *Issuer*.
 - iv. Dari deposito dapat berupa : bagi hasil yang diterima dari bank-bank syariah.

2.8. Manfaat Reksadana

Pada dasarnya keuntungan berinvestasi di reksadana dapat dikelompokkan menjadi tujuh macam, yaitu:

a. Diversifikasi Investasi

Diversifikasi berarti menempatkan asset investasi tidak hanya pada satu asset. Penempatan pada berbagai macam asset dapat mengurangi risiko. Tiap portofolio mengandung beberapa sekuritas. Karena itu risiko dari kegiatan investasi terbagi-bagi di antara sekuritas-sekuritas tersebut. Penurunan nilai dari satu sekuritas dapat diimbangi oleh keuntungan dari yang lainnya. Investor biasanya kekurangan modal untuk mencapai tingkat diversifikasi ini dengan modal mereka sendiri.

b. Pengelolaan yang professional

Reksadana dikelola oleh Manajemen yang professional. Manajemen yang professional dijalankan oleh seorang manajer profesional atau sebuah tim manajer mengelola masing-masing portofolio untuk mencapai tujuan seperti pertumbuhan jangka panjang, pemasukan saat ini dan penyimpanan modal. Hal ini melepaskan investor individual dari keharusan untuk

memilih investasi tertentu dan mengalokasikan uang mereka di antara berbagai tingkat aset.

c. **Kenyamanan Berinvestasi**

Setiap reksadana didukung oleh manajer investasi yang memiliki kemampuan menganalisa efek dan memiliki akses informasi pasar melalui banyak sumber sehingga mampu mengambil keputusan yang lebih akurat untuk kepentingan investasi pemodalnya. Selain itu, Reksadana bersifat mudah dibeli dan mudah pula dijual. Selain itu, investor tidak dibebani oleh penjagaan fisik dari aset-aset ataupun administrasi dari sebuah portofolio yang terdiversifikasi.

d. **Pengurangan Biaya Transaksi**

Investasi melalui reksadana relatif lebih ringan biayanya dibandingkan bila melakukan sendiri. Hal ini disebabkan karena pengelola investasi menghimpun dana dalam skala besar sehingga dapat mengalokasikannya secara ekonomis. Selain itu, hasil keuntungan dan hasil penjualan kembali reksadana tidak dikenai pajak sehingga akan mendapatkan keuntungan yang bersih.

e. **Terjangkau**

Reksadana memberi kesempatan kepada investor kecil untuk ikut andil berinvestasi di pasar modal. Dengan modal awal yang relatif kecil (umumnya Rp. 100.000 di Indonesia) orang sudah dapat membuka rekening investasi di reksadana

f. **Skala ekonomi**

Berbeda dengan investor individu, manajer investasi kerap mendapat diskon harga, karena sekuritas yang dibeli dalam jumlah besar. Selanjutnya keuntungan yang diperoleh dari selisih harga tersebut, dibagikan kepada para investor.

g. **Likuiditas**

Investasi reksadana mudah untuk diuangkan kembali serta efisien karena Anda dapat menjual kembali kepada pengelola investasi.

2.9. Nilai Aktiva Bersih (NAB) Reksadana

NAB adalah perbandingan antara total nilai investasi yang dilakukan manajer investasi dengan total volume reksadana yang diterbitkan. Beberapa aspek yang penting yang mempengaruhi Nilai Aktiva Bersih reksadana :

- a. Perubahan harga saham, harga obligasi dan harga instrumen investasi dalam portofolio reksadana tersebut.

Kinerja reksadana bergantung pada jenis instrumen investasi yang dipilih oleh Manajer Investasi. Berdasarkan pemilihan efek tersebut dapat diketahui apakah harga pasar instrumen investasi tersebut mengalami kenaikan dibanding pada saat harga belinya. Jika mengalami kenaikan, berarti akan meningkatkan Nilai Aktiva Bersih reksadana tersebut. Jika ternyata portofolio efek reksadana tersebut mengalami penurunan, dipastikan kinerja reksadana tersebut akan mengalami penurunan juga. Pergerakan harga pasar dari portofolio investasi reksadana itulah yang mengakibatkan pergerakan dan perubahan NAB reksadana dari waktu ke waktu.

- b. Adanya penghasilan dari pendapatan bunga/deviden.

Manajer Investasi yang mengalokasikan asetnya pada instrumen deposito akan memperoleh keuntungan dalam bentuk pendapatan bunga. Selain itu, pendapatan atas investasi saham dapat memberikan penghasilan dalam bentuk deviden tunai yang diberikan setiap tahunnya. Besaran deviden tunai bergantung pada kinerja masing-masing emiten dalam mengelola prestasi bisnisnya. Apabila emiten mendapatkan keuntungan laba bersih yang besar dan stabil, tingkat perolehan deviden tunai bagi para pemegang sahamnya cenderung akan meningkat begitu juga sebaliknya.

- c. Besar kecilnya nilai kewajiban yang dibebankan kepada reksadana.

Management Fee merupakan imbalan atas pengelolaan reksadana tersebut, yang meliputi fee untuk Manajer Investasi, yang berkisar sekitar 1% - 2% per tahun dari Nilai Aktiva Bersih.

2.10. Return & Risiko Investasi pada Reksadana

Return Investasi pada Reksadana merupakan perbandingan kenaikan NAB per unit penyertaan dalam satu periode dengan NAB per unit penyertaan pada awal periode. Besarnya total hasil investasi ini dapat digunakan untuk mencari tahu bagaimana fluktuasi total hasil investasi untuk melihat kestabilan hasil reksadana tersebut.

Selain *return* adapula lima risiko investasi pada reksadana, antara lain :

a. Risiko turunnya nilai unit penyertaan reksadana

Meskipun produk reksadana merupakan produk diversifikasi. Hal ini tidak menutup kemungkinan bahwa nilai unit penyertaannya akan turun. Turun atau naiknya nilai unit penyertaan tidak terlepas dari kenaikan atau penurunan harga efek ekuitas atau efek utang yang menjadi alat investasi reksadana tersebut.

Sebagai ilustrasi, sebuah produk reksadana berinvestasi pada jenis obligasi dan saham. Ketika suku bunga naik akan menyebabkan harga obligasi turun, dan pada saat yang sama kinerja emiten ekuitas melemah menyebabkan harga saham pun turun. Maka nilai unit penyertaan pada produk reksadana ini akan turun.

Selain itu, berkurangnya nilai unit penyertaan ini dapat juga disebabkan karena biaya-biaya yang dikenakan oleh perusahaan reksadana atas produknya. Ketika kegiatan investasi ini memperoleh hasil 0%, tetapi karena reksadana menanggung beban seperti biaya manajemen, maka beban tersebut akan dikurangkan dari aktiva yang ada.

b. Risiko Perubahan Ekonomi dan Politik

Perubahan ekonomi dan politik yang terjadi di suatu negara dapat mempengaruhi pandangan umum perusahaan-perusahaan di Indonesia termasuk yang tercatat di Bursa Efek Jakarta maupun Surabaya. Berubahnya pandangan umum tersebut dapat mempengaruhi likuiditas portofolio efek sehingga harga efek dapat turun ataupun naik.

Sebagai contoh, ketika Indonesia dilanda krisis moneter. Pada kondisi krisis moneter, kepercayaan investor asing terhadap keamanan berinvestasi di Indonesia mulai berkurang. Banyak investor asing yang menjual

portofolio efeknya dan membawa hasil penjualannya ke luar negeri. Hal ini mengakibatkan harga efek di Indonesia menjadi turun sehingga mempengaruhi turunnya nilai aktiva bersih reksadana.

c. Risiko Wanprestasi

Risiko wanprestasi ini dapat terjadi ketika pihak-pihak terkait pasar modal seperti emiten, bank kustodian, broker gagal memenuhi kewajibannya. Kegagalan ini dapat mempengaruhi nilai aktiva bersih reksadana. Wanprestasi dapat terjadi akibat dari pihak-pihak yang terkait dengan reksadana, misalnya pialang, bank kustodian, agen pembayaran, atau bencana alam, kebakaran serta kerusuhan, yang mungkin akan mempengaruhi penurunan NAB reksadana tersebut.

Sebagai contoh wanprestasi terjadi ketika perusahaan asuransi yang mengasuransikan kekayaan reksadana tidak segera membayarkan ganti rugi atau membayar lebih rendah dari nilai pertanggungan ketika terjadi hal-hal yang tidak diinginkan.

d. Risiko yang Berhubungan dengan Peraturan

Reksadana memiliki batasan-batasan yang dimaksud untuk melindungi investor, tetapi mungkin batasan-batasan ini dapat menjadi batu sandungan bagi investor juga. Contoh batasan adalah tidak diperbolehkan reksadana membeli efek di luar negeri dan membeli efek yang diterbitkan oleh perusahaan melebihi 10% dari nilai aktiva reksadana pada saat pembelian.

Batasan-batasan ini sangat dirasakan ketika pasar modal Indonesia turun tajam, pengelola reksadana tidak dapat memindahkan dananya ke pasar modal luar negeri yang lebih bergairah. Pengelola reksadana pun tidak dapat membeli saham lebih dari 10% NABnya meskipun saham tersebut potensial.

e. Risiko Likuiditas Reksadana Terbuka

Risiko ini dapat terjadi ketika perusahaan reksadana tidak memiliki dana tunai untuk membeli kembali unit penyertaan investornya. Sebuah perusahaan reksadana memperoleh dananya dengan menjual unit penyertaan kepada investor. Ketika investor menjual kembali unit

penyertaannya sedangkan perusahaan reksadana tidak dapat menjual portofolio investasinya dan tidak memiliki uang tunai, maka ia tidak dapat membeli unit penyertaan yang dijual investornya. Sebagai solusi teratasnya masalah tersebut, perusahaan reksadana diijinkan untuk memperoleh pinjaman untuk melunasinya. Pinjaman yang diberikan biasanya dibatasi dan disesuaikan dengan keadaan perusahaan reksadana tersebut. Apabila keadaan demikian terus berlangsung, maka proses penjualan kembali unit penyertaan oleh investor akan tertunda sampai memungkinkan.

2.11. Pengukuran Kinerja Reksadana

Pada paragraf sebelumnya penulis membahas mengenai teori reksadana. Selanjutnya penulis akan membahas mengenai pengukuran kinerja reksadana yang terbagi atas tiga macam indeks pengukuran.

2.11.1. Pengukuran kinerja berdasarkan Indeks Sharpe

Sharpe Index (Cvitani, 2000) adalah pengukuran portofolio sepanjang periode waktu yang telah ditentukan. Aspek terpenting pada *Sharpe Index* adalah indikator kinerja ini juga memperhitungkan risiko dari portofolio. Dalam mempergunakan *Sharpe Index*, kita harus mengetahui tiga hal. Pertama adalah *potfolio return*. Kedua adalah *risk free rate of return*. Terakhir adalah standar deviasi dari portofolio. Bagi *risk free rate of return*, harus menggunakan *return* rata-rata sepanjang periode waktu dari *government bond* atau di Indonesia dikenal dengan Sertifikat Bank Indonesia. Standar deviasi dari portofolio mengukur *systematic risk* dari portofolio. Penggunaan standar deviasi dibandingkan dengan beta (seperti pada Teynor Index) adalah mengasumsikan bahwa portofolio adalah bukan *diversified portfolio*.

Sharpe ratio mengukur *return* yang dihasilkan melebihi dari *risk free rate* (Sertifikat Bank Indonesia) pada portofolio terhadap risiko total portofolio yang diukur dengan standar deviasi pada *return* sepanjang periode tertentu. *Sharpe ratio* adalah ukuran yang paling tepat untuk mengukur kinerja portofolio

secara keseluruhan dibandingkan dengan portfolio lainnya. Formula yang digunakan pada index Sharpe adalah

$$Sharpe = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p} \quad (2.3)$$

Keterangan rumus :

R_p : Imbal hasil portofolio

R_f : Imbal hasil bebas risiko

σ_p : Standar deviasi portofolio

2.11.2. Pengukuran kinerja berdasarkan Indeks Jensen

Index ini mengukur perbedaan antara *return actual* dengan CAPM berdasarkan risiko yang sama (beta) (Jensen, 1968). Index ini mengukur kemampuan *active management* untuk meningkatkan *return* yang sejalan dengan risiko pasar. *Jensen Alpha Portfolio Measure* adalah intercept dari Sharpe Lintner CAPM regresi dari portfolio. *Jensen Alpha Portfolio Measure* mengukur kemampuan *active management* untuk meningkatkan *return* lebih sebagai *reward* dari risiko. Rumus *Jensen Alpha Portfolio Measure* :

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{mt} - R_{ft}) + \epsilon_{pt} \quad (2.4)$$

Keterangan rumus :

R_{pt} : Return portfolio pada bulan t

R_{ft} : *Risk Free return* pada bulan t

R_{mt} : *Return market portfolio* (IHSG)

ϵ_{pt} : *White noise error term*

β_p : Faktor koefisien risiko

2.11.3. Pengukuran kinerja berdasarkan Indeks Treynor

Treynor Index (M. Miller, 2002) adalah ukuran kinerja portfolio sepanjang periode waktu. Aspek terpenting pada teynor index adalah ukuran kinerja ini memperhitungkan risiko portfolio. Penggunaan Teynor Index, harus memperhitungkan tiga hal. Pertama adalah *portfolio return*. Kedua adalah

risk-free rate of return. Ketiga adalah *beta of the portfolio*. Pada *risk-free rate of return*, kita mempergunakan rata-rata *return* sepanjang periode waktu dari *government bond* atau di Indonesia dikenal dengan Sertifikat Bank Indonesia.

Beta portfolio mengukur risiko *systematic* dari portfolio. Penggunaan beta dibandingkan *standard deviation* (seperti pada Sharpe Index) telah mengasumsikan bahwa portfolio adalah *well diversified portfolio*. *Teynor Measure* mendefinisikan *reward* dari rata-rata *excess return* sebagai ratio risiko beta CAPM. Treynor Index adalah ukuran pengukuran kinerja pada satu periode. Aspek terpenting pada Treynor Index adalah indikator kinerja yang mengukut risiko portfolio.

Rumus *Teynor Measure* :

$$Treynor = \frac{R_p - R_f}{\beta_p} \quad (2.5)$$

Keterangan rumus :

R_p : Imbal hasil portofolio

R_f : Imbal hasil bebas risiko

β_p : Beta portofolio

2.11.4. Pengukuran kinerja berdasarkan *appraisal ratio*

Appraisal Ratio (AR) (Jones, 2006) mengukur (*alpha*) dalam hubungannya dengan *unsystematic risk*, rasio ini cenderung digunakan untuk mengukur kinerja reksadana yang dikelola oleh manajer investasi dengan manajemen aktif. Rasio ini mengukur *abnormal return* per unit dari risiko pasar, sebagai mana diberikan dalam persamaan berikut:

$$AR = \frac{\alpha_p}{\sigma_{\epsilon p}} \quad (2.6)$$

Keterangan rumus :

α_p = *abnormal return* dari suatu portofolio yaitu *excess* dari imbal hasil yang diprediksikan dari model CAPM

σ_{ep} = standard deviasi portofolio yang merupakan risiko yang tidak dihindarkan dengan diversifikasi.

2.12. Stock Selection dan Market Timing

Menurut (Bodie, 2008) *market timing* melibatkan pergeseran dana antara portofolio indeks pasar dan asset yang aman, seperti T-Bill di Amerika atau pasar uang bergantung pada apakah pasar secara keseluruhan diharapkan akan mengalahkan kinerja asset yang aman. Jenis strategi market timing sendiri ada dua macam. Pertama, strategi *market timing* murni dimana investor akan menginvestasikan 100% pada kelas asset yang ada. Strategi ini berisiko karena membutuhkan kemampuan meramalkan pasar dengan keakuratan mendekati 100%. Kedua, strategi market timing yang tidak terlalu berisiko. Dinamakan *dynamic asset allocation* dimana investor memindahkan sejumlah persentase dari portofolio yang diinvestasikan pada setiap kelas asset, berdasarkan pergerakan pasar yang diharapkan dan probabilitas return serta risiko pada tiap kelas asset. Manajemen investas profesional yang mengelola reksadana seringkali menggunakan strategi ini untuk mencapai tujuan reksadananya.

Pengambilan keputusan *market timing* didasari pada proses peramalan perubahan pada faktor makro yang mempengaruhi tingkat hasil investasi pada pasar uang dan pasar modal. Perubahan ini berdampak pada sektor-sektor industri yang sensitif serta mempengaruhi tingkat pengembalian efek ekuitas per sektoral bahkan persaham. Jika pasar modal diperkirakan akan *bullish*, maka strategi *market timing* akan mengubah portofolionya sehingga beta menjadi lebih besar. Sebaliknya bila pasar modal akan *bearish*, maka beta portofolio akan diubah menjadi lebih kecil.

Keputusan manajer investasi dalam merubah beta portofolio biasanya dilakukan dengan melakukan perubahan komposisi antara aktiva bebas risiko dan aktiva ekuitas. Sedangkan perubahan komposisi dalam aktiva ekuitas merupakan keputusan dalam memperbaiki kualitas aktiva berisiko bukan untuk tujuan *market timing*.

Teori mengenai *market timing* dipelopori oleh Treynor-Mazuy (TM) yang mengembangkan model pengujian serta menemukan hanya 1 dari 57 reksadana yang secara signifikan memiliki kemampuan *timing*. Model TM sampai saat ini masih dijadikan acuan dalam pengukuran kemampuan *market timing* manajer reksadana (Gumilang, 2009). Kesuksesan dari *market timing* dari sebuah portfolio memiliki hubungan dengan *beta* yang memiliki nilai tinggi pada saat pasar naik dan memiliki hubungan dengan *beta* yang memiliki nilai rendah pada saat pasar mengalami penurunan. Dengan kata lain ketika pasar sedang naik ($R_m > R_f$) maka manajer investasi akan merubah komponen portfolionya dengan *beta* yang memiliki nilai yang tinggi ($\beta > 1$) tetapi ketika pasar sedang mengalami penurunan ($R_m < R_f$) maka manajer investasi akan merubah komponen portfolio dalam reksadana dengan *beta* yang memiliki nilai yang rendah ($\beta < 1$). (Sharpe, 1998)

Model Treynor-Mazuy

Menurut Treynor dan Mazuy (1966) bahwa ketika nilai (*a*) atau *alpha* positif berarti menunjukkan adanya kemampuan *selectivity* dan ketika nilai (*c*) atau *market timing* positif berarti menunjukkan adanya kemampuan *market timing*, maka hal ini mengindikasikan bahwa manajer investasi menghasilkan *excess return* portfolio reksadana yang lebih besar dibandingkan dengan *excess return market*.

Menurut Admati, Bhattacharya, Pfleiderer dan Ross (1986) bahwa model regresi kuadratik adalah sebuah pengukuran yang valid dari pengukuran kinerja *market timing* dan dapat digunakan untuk mengidentifikasi kualitas dari *timing information* dan mendeteksi keberadaan dari *selectivity information*. Bentuk yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$R_p - R_f = a + b(R_m - R_f) + c(R_m - R_f)^2 + \epsilon_p \quad (2.7)$$

Keterangan rumus :

R_p = Return dari pasar saham.

R_f = Return untuk asset bebas risiko.

a = Intercept yang merupakan indikasi *stock selection* dari manajer investasi;

b = Koefisien regresi *excess market return* atau *slope* pada waktu pasar turun (*bearish*);

c = Koefisien regresi yang merupakan indikasi kemampuan *market timing* dari manajer investasi;

ε = Merupakan *random error*.

Jika manajer reksadana meningkatkan (menurunkan) risiko pasar sebelum terjadinya peningkatan (penurunan) terhadap pasar tersebut, maka *return* dari portofolio merupakan fungsi konveks dari *return* pasar. Model TM ini masih diajukan sebagai acuan penting dalam pengukuran *market timing* manajer reksadana.

Jenis strategi *market timing* ada dua macam. Pertama, strategi *market timing* murni dimana investor akan menginvestasikan 100% pada kelas asset yang ada atau menariknya semua. Namun, strategi ini sangat berisiko karena membutuhkan kemampuan peramalan pasar dengan akurasi mendekati 100%.

Kedua adalah strategi *market timing* yang tidak terlalu berisiko dinamakan dengan *dynamic asset allocation* dimana investor memindahkan sejumlah persentase dari portofolio yang diinvestasikan pada tiap kelas asset berdasarkan pergerakan pasar yang diharapkan dan probabilitas imbal hasil dibanding risiko pada tiap kelas aset. Manajemen investasi profesional umumnya menggunakan strategi ini untuk pencapaian tujuan reksadananya.

Terkait dengan *stock selection*, ada beberapa kondisi yang menyebabkan nilai *alpha* pada persamaan Treynor Mazuy bernilai positif. Hal tersebut adalah adanya *excess return* portofolio reksadana dibandingkan dengan *benchmark* pasar dan risiko yang diambil untuk mendapatkan *return* sama dengan *benchmark* pasar atau jika manajer investasi memberikan *return* sama dengan *benchmark* pasar tetapi risiko yang diambil untuk *return* tersebut lebih kecil dari *benchmark* pasar.

Nilai *alpha* yang positif, didapatkan melalui prediksi pergerakan pasar modal minimal pergerakan pasar modal dalam jangka pendek. (Gujarati, 2003) menggunakan *market timing* guna melawan pergerakan seluruh pasar sementara alokasi aset membuat fokus pada pemilihan investasi yang baik pada masing-masing pasar sekuritas.

2.13. Membandingkan kinerja Reksadana

Ada beberapa hal yang menjadi kriteria suatu reksadana dapat dibandingkan (Priyo, dkk, 2009) :

a. Periode reksadana yang diperbandingkan harus sama

Reksadana yang akan diperbandingkan harus mempunyai periode atau jangka waktu pengukuran yang sama.

b. Reksadana merupakan reksadana yang sejenis

Dalam membandingkan kinerja reksadana, hendaknya reksadana yang diikutsertakan adalah reksadana yang sejenis dalam pengertian memiliki karakteristik portofolio serta imbal hasil dan risiko yang sama. Hal ini akan memudahkan investor dalam menentukan pemilihan.

c. Keberadaan Faktor risiko harus ada

Guna menghasilkan kinerja investasi, sebagai persyaratan adalah faktor risiko. Faktor risiko dapat berupa risiko fluktuasi total yang dapat diukur dalam bentuk standar deviasi atau risiko relatif terhadap suatu *benchmark*. Perbandingan kinerja berdasarkan *risk adjusted return* akan lebih bermanfaat daripada perbandingan berdasarkan total *return*.

d. Penentuan kriteria berdasarkan *benchmark* tertentu

Perbandingan kinerja reksadana khususnya berdasarkan risiko relatif terhadap suatu pasar akan memerlukan *benchmark* kinerja dari suatu pasar yang sesuai dengan karakteristik portofolio reksadana.

e. Formulasi pengukuran kinerja yang sama

Hasil pengukuran baru dapat diperbandingkan jika formulasi atau metodologi benar dan seragam. Jika kondisi ini tidak terpenuhi, maka baik hasil perhitungan maupun perbandingan yang akan dilakukan menjadi tidak benar. Jika hal ini terjadi maka informasi yang diberikan kepada investor akan menyesatkan.

2.14. Penelitian Terkait Reksadana

(Ridho, 2008) melakukan penelitian mengenai perbandingan kinerja reksadana konvensional dan syariah dengan menggunakan indeks *sharpe*, *jensen* dan *treynor* dengan mengambil *study* kasus pada keseluruhan reksadana sepanjang tahun 2003-2007, didapatkan bahwa perbandingan uji hipotesis *two different mean* rerata kinerja tidak berbeda secara signifikan pada $\alpha=5\%$ untuk jangka panjang (5 tahunan). Perbandingan uji hipotesis *two different mean* pada jangka

menengah (3 tahun) menunjukkan bahwa tidak berbeda secara signifikan pada tingkat $\alpha=5\%$. Secara keseluruhan hasil menunjukkan tidak terjadi perbedaan secara signifikan pada tingkat $\alpha=5\%$.

Metodologi *Sharpe*, *Jensen* dan *Treynor* pada penelitian yang dilakukan oleh Ridho digunakan juga pada penelitian ini dengan menambahkan perhitungan *market timing* dan *stock selection*. Perbedaan dengan penelitian ini terletak pada penambahan metodologi serta obyek kajian berbeda serta penelitian ini tidak melakukan perbandingan uji hipotesis *two different mean*.

(Achsien, 2003) melakukan penelitian terhadap reksadana syariah di Malaysia yang dituangkan dalam buku berjudul "Analisis Antara Konsep dan Praktik Proses Management Portfolio Syariah Pada Sebuah Unit Trust di Malaysia Periode 1997-1999" dengan hasil sebagaimana tergambar pada tabel 2.1 dibawah ini :

Tabel 2.1
Analisis Unit Trust Malaysia

Ket	Syariah Fund	RHBII	Fund Konvensional	KLSE Index
Total Return	-349,334	-480,603	-442,912	-53,255
Average Daily Return	-0,0813	-0,1248	-0,1120	-0,1445
Beta	0,031	1	0,0221	1
Stdev	17,475	31,137	20,590	30,504
Sharpe	-0,0592	-0,0472	-0,0651	-0,0546
Treynor	-3,369	0,1470	-60,815	-0,1666
Jensen	0,0656		0,0889	
R-Square	0,003		0,0011	

Sumber : Achsien, hal 160, 2003

Pada tabel diatas dapat terlihat bahwa reksadana syariah secara konsisten lebih baik jika dibandingkan dengan reksadana konvensional, baik dalam total return, average daily return, maupun dengan indeks sharpe, treynor dan jensen. Bagi total return yang tidak risk adjusted, reksadana syariah mengalami penurunan sebesar 34,9334% sedangkan return reksadana konvensional sebesar

44,2912%. Keduanya mengalami penurunan karena pasar secara umum mengalami penurunan pada saat periode penggunaan data. Akibat dari krisis ekonomi, pasar modal di Asia mengalami *bearish* atau *downturn* yang cukup berkepanjangan.

Tampak pula bahwa indeks yang lain RBHII dan KLCI mengalami penurunan berturut-turut sebesar -48,0603% dan -53,255% sehingga kalau diurutkan, pemeringkatan berdasar total return ini akan menghasilkan urutan sebagai berikut : reksadana syariah, reksadana konvensional, RHBII dan KLSE Index. Reksadana syariah lebih unggul dari semua pembandingnya. Iri menunjukkan bahwa batasan *screening* dalam rangka menjalankan prinsip syariah tidak lantas menghambat kinerja portfolio.

Sama seperti penelitian yang dilakukan oleh Ridho ditahun 2008, penelitian ini hanya membandingkan reksadana syariah dan konvensional menggunakan metode sharpe, treynor dan jensen dengan perbedaan obyek pada reksadana Malaysia. Persamaan obyek dengan penelitian ini adalah sama-sama mengambil reksadana Malaysia tetapi dikomparasikan dengan reksadana syariah Indonesia.

(Gumilang, 2010) melakukan penelitian mengenai analisis kinerja kegiatan Reksadana Pendapatan Tetap di Indonesia dengan melihat kemampuan *market timing* dan *stock selection* yang dilakukannya. Pengukuran kinerja dilakukan dengan metode pengukuran tingkat pengembalian (*investment return measures*) maupun metode pengukuran dengan penyesuaian risiko (*risk-adjusted measures*), dan dilengkapi dengan analisis dengan metode Henriksson-Merton (1981) dan Treynor-Mazuy (1966), sebagaimana dipergunakan oleh Rzezniczak, P. and L. Swinkels (2008) untuk kasus Polandia.

Penelitian ini menggunakan data bulanan Reksadana Pendapatan Tetap di Indonesia periode 2006– 2008 berdasarkan pengelompokan *Asset Under Management* (AUM)-nya. Dari hasil penelitian, diperoleh kesimpulan bahwa perhitungan kinerja dari reksadana yang dikelola oleh kelompok Manajemen Investasi II lebih baik dibandingkan dengan kelompok Manajemen Investasi I dan kelompok III, karena terbukti menghasilkan tingkat *average return* dan *risk-adjusted performance* yang lebih tinggi. Pada penelitian ini, tidak ditemukan juga

bukti adanya *stock selection ability* dan *market timing ability* yang signifikan secara statistik, baik dengan menggunakan model Henriksson-Merton maupun model Treynor-Mazuy.

Penelitian ini menggunakan metode yang hampir sama dengan penelitian Gumilang Fajar Tinur di tahun 2010. Perbedaannya terletak pada metodologi pengelompokan *asset under management* yang dilakukan serta obyek kajian yang berbeda dimana Gumilang Fajar Tinur menggunakan reksadana pendapatan tetap konvensional Indonesia sebagai kajiannya sedangkan penelitian ini menggunakan reksadana saham syariah Indonesia dan Malaysia sebagai obyek kajian.

(Maheran dan Masliza, 2008), melakukan penelitian kinerja reksadana saham syariah di Malaysia. Penelitian ini dilakukan melalui pengukuran kinerja reksadana berdasarkan nilai aktiva bersih dari sembilan reksadana ekuitas dan harga portfolio pasar dari Kuala Lumpur Syariah Index (KLSI) sepanjang 2002-2006 menggunakan data mingguan berdasarkan pengukuran Sharpe dan Treynor. Penelitian ini memberikan hasil yang bervariasi pada kesembilan reksadana yang diuji.

Metodologi yang dilakukan pada penelitian Maheran dan Masliza hanya pada dua alat pengukuran, yaitu : sharpe dan treynor. Selain itu obyek penelitian hanya membandingkan kinerja antar reksadana saham syariah di Malaysia. Sama-sama mengambil obyek reksadana saham syariah merupakan persamaan dengan penelitian ini sedangkan metodologi yang digunakan diperluas dengan menambahkan *jensen*, *appraisal ratio*, *market timing* serta *stock selection*.

(Ilham dan Miranti, 2009), melakukan penelitian perbandingan kinerja reksadana syariah di Malaysia dan Indonesia sepanjang periode Oktober 2005 sampai dengan April 2007 menggunakan data harian dari empat reksadana syariah di Indonesia dan 20 (dua puluh) reksadana syariah di Malaysia. Hasil yang didapatkan menggunakan Sharpe, Treynor dan Jensen indeks pada tahun tersebut adalah reksadana syariah Malaysia lebih baik dalam kinerja jika dibandingkan Indonesia. Hal ini berdasarkan fenomena bahwa pasar modal syariah di Malaysia lebih berkembang jika dibandingkan Indonesia. Pasar modal syariah di Indonesia cenderung baru dan ketersediaan informasi bagi investor masih sangat terbatas.

Persamaan dengan penelitian ini adalah sama-sama mengambil obyek kajian reksadana syariah antara Malaysia dan Indonesia tetapi terdapat perbedaan dalam pengambilan sampel dimana penelitian yang dilakukan oleh Ilham dan Miranti dilakukan dengan pengambilan sampel acak reksadana syariah di Indonesia sebanyak 4 buah sedangkan Malaysia 16 buah. *Benchmark* yang dilakukan pada penelitian Ilham dan Miranti adalah sektor konvensional yang berbeda dengan penelitian ini. Selain itu penelitian yang dilakukan oleh Ilham dan Miranti tidak mengikutsertakan pengukuran *market timing* dan *stock selection*.

Berikut ini adalah tabel yang menunjukkan penelitian terkait reksadana yang dijadikan acuan pada penelitian ini :

Tabel 2.2
Penelitian Terkait Reksadana

No	Peneliti	Judul Penelitian	Tahun	Hasil
1	Ali Ridho	Perbandingan Kinerja Reksa Dana Konvensional dan Syariah dengan Indeks Sharpe, Treynor dan Jensen Periode Tahun 2003-2007	2008	Perbandingan uji hipotesis <i>two different mean</i> rerata kinerja tidak berbeda secara signifikan pada $\alpha=5\%$ untuk jangka panjang (5 tahunan). Perbandingan uji hipotesis <i>two different mean</i> pada jangka menengah (3 tahun) menunjukkan bahwa tidak berbeda secara signifikan pada tingkat $\alpha=5\%$. Secara keseluruhan hasil menunjukan tidak terjadi perbedaan secara signifikan pada tingkat $\alpha=5\%$
2	Iggi Achsien	Analisis Antara Konsep dan Praktik Proses Management Portfolio Syariah Pada Sebuah Unit Trust di Malaysia Periode 1997-1999	2003	Reksadana syariah secara konsisten lebih baik jika dibandingkan dengan reksadana konvensional

No	Peneliti	Judul Penelitian	Tahun	Hasil
3	Fajar Tinur Gumilang	Reksadana Pendapatan Tetap di Indonesia: Analisis Market Timing dan Stock Selection - Periode 2006 – 2008	2010	Perhitungan kinerja dari reksadana yang dikelola oleh kelompok Manajemen Investasi II lebih baik dibandingkan dengan kelompok Manajemen Investasi I dan kelompok III, karena terbukti menghasilkan tingkat <i>average return</i> dan <i>risk-adjusted performance</i> yang lebih tinggi. Pada penelitian ini, tidak ditemukan juga bukti adanya <i>stock selection ability</i> dan <i>market timing ability</i> yang signifikan secara statistik, baik dengan menggunakan model Henriksson-Merton maupun model Treynor-Mazuy.
4	Maheran dan Masliza	Islamic Equity Mutual Fund Performance in Malaysia: Risk and Return Analysis	2008	Pengukuran kinerja reksadana berdasarkan nilai aktiva bersih dari sembilan reksadana ekuitas dan harga portfolio pasar dari Kuala Lumpur Syariah Index (KLSI) sepanjang 2002-2006 memberikan hasil bervariasi
5	Ilham Reza dan Miranti	The Performance Analysis of Islamic Mutual Funds	2009	Hasil yang didapatkan menggunakan Sharpe, Treynor dan Jensen indeks pada tahun tersebut adalah reksadana syariah Malaysia lebih baik dalam kinerja jika dibandingkan Indonesia.

Sumber : Berbagai sumber, telah diolah kembali

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

Menurut Uma Sekaran (2000) penelitian (*research*) adalah satu proses mencari solusi atas permasalahan yang ada melalui satu tahapan pembelajaran dan analisis terhadap faktor-faktor atau variabel yang berpengaruh dalam penelitian tersebut. Sebagai satu proses pembelajaran tentu penelitian harus mengikuti kaidah-kaidah penelitian agar hasilnya dapat dipertanggungjawabkan secara ilmiah. Secara lebih spesifik, penelitian dibedakan antara *applied research* dan *fundamental research*. *Applied research* diartikan sebagai penelitian yang berusaha mencari solusi dari permasalahan yang terjadi sedangkan *fundamental research* adalah penelitian yang fokus pada pemahaman serta pengetahuan bagaimana suatu masalah terjadi dan metode pemecahan masalah.

3.1. Obyek Penelitian

Reksadana saham yang yang menjadi objek penelitian pada tesis ini terbagi atas dua kelompok sebagaimana sudah dipaparkan pada Tabel 1.4. Beberapa reksadana diatas merupakan reksadana saham di Indonesia dan Malaysia. Dasar pengambilan sampel oleh peneliti adalah :

- a. Kedua reksadana tersebut telah beroperasi lebih dari dua tahun
- b. Kedua reksadana sama-sama bergerak di bidang reksadana saham

Periode penelitian dilakukan selama 2 (dua) tahun, terhitung sejak 1 Januari 2008 sampai dengan 31 Desember 2009. Tabel 3.1 dibawah ini menunjukkan tanggal efektif berdirinya kedua reksadana :

Tabel 3.1
Tanggal Efektif Reksadana

No	Nama Reksadana	Manajer Investasi	Tanggal Efektif
	Reksadana Saham Syariah di Indonesia		
1	Reksadana PNM Ekuitas Syariah	PT.PNM Investment Management	28/6/2007
2	Reksadana Trimegah Syariah Saham	Trimegah Securities	26/12/2006
3	Reksadana CIMB Islamic Equity Growth Syariah	PT. CIMB Principal Asset Management	6/8/2007
4	Reksadana Mandiri Investa Atraktif Syariah	Mandiri Manajemen Investasi	19/12/2007
	Reksadana Saham Syariah di Malaysia		
1	Reksadana Public Ittikal Fund	Public Mutual Bhd	4/10/1997
2	Reksadana AUTB Dana Bakti Fund	Amanah SSCM Asset Mgmt Bhd	5/14/1971
3	Reksadana RHB Mudharabah Fund	RHB Asset Management	5/9/1996
4	Reksadana Hong Leong Dana Makmur	Hong Leong Asset Mgt BHD	11/12/2001
5	Reksadana CIMB Islamic DALI Equity Fund	CIMB-P Islamic Asset Mgmt S/B	4/30/2003
6	Reksadana Amittikal	AmInvestment Services Bhd	1/19/1993
7	Reksadana Pacific Dana Aman	Pacific Mutual Bhd	4/16/1998
8	Reksadana CIMB Islamic Equity Growth Syariah	CIMB-P Islamic Asset Mgmt S/B.	10/8/2004
9	Reksadana MAAKL Al-Faid	MAAKL Mutual Bhd	6/30/2003
10	Reksadana MK ASM Dana Al Aiman	ASM Asset Mgmt Sdn. Bhd	10/4/1968
11	Reksadana MK ING Ekuiti Islam	ING Funds Bhd	4/23/2004

Sumber : Bloomberg, telah diolah kembali

3.2. Sumber Data

Sumber data berasal dari data sekunder yang selanjutnya akan diolah. Data tersebut dikumpulkan berdasarkan periode penelitian terhitung sejak 1 Januari 2008 sampai dengan 31 Desember 2009. Data yang dikumpulkan mencakup :

- a. Nilai Aktiva Bersih per unit penyertaan harian masing-masing reksadana. Data nilai Aktiva Bersih per unit penyertaan masing-masing reksadana didapatkan dari situs www.bloomberg.com.

- b. Tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia Syariah (sebelumnya bernama Sertifikat Wadiah Bank Indonesia) dan Islamic rate index Malaysia yang akan digunakan sebagai *risk free*. Reksadana saham syariah dari Indonesia akan menggunakan Sertifikat Bank Indonesia Syariah sebagai *risk free* sedangkan reksadana saham syariah dari Malaysia akan menggunakan Islamic rate index Malaysia sebagai *risk free*. Data tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia Syariah didapatkan dari internet www.bi.go.id sedangkan data tingkat suku bunga Islamic rate index Malaysia didapatkan dari sumber www.bloomberg.com.
- c. *Jakarta Islamic Index* dan FTSE Bursa Malaysia Syariah Emas. Kedua indeks ini akan menjadi benchmark masing-masing reksadana. Reksadana saham syariah dari Indonesia akan menggunakan *Jakarta Islamic Index* sebagai *benchmark* sedangkan reksadana saham syariah dari Malaysia akan menggunakan FTSE Bursa Malaysia Syariah Emas sebagai *benchmark*. Data *Jakarta Islamic Index* didapatkan dari internet www.jsx.co.id sedangkan data FTSE Bursa Malaysia Syariah Emas didapatkan dari internet www.bloomberg.com.

3.3. Variabel penelitian

Variabel-variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini antara lain :

a. Return Nilai Aktiva Bersih

Perhitungan *return* Nilai aktiva Bersih didapatkan dari *Net Asset Value* dibagi dengan unit penyertaan. Perhitungan *return* dilakukan secara harian dimana nilai akhir periode merupakan nilai pada hari itu dan nilai awal periode merupakan nilai pada hari sebelumnya. Metode perhitungan harian dikarenakan penggunaan frekuensi data yang lebih tinggi (dalam hal ini harian) mampu mendeteksi kinerja, kemampuan *market timing* serta *stock selection* yang lebih baik. Perhitungan ini dilakukan dengan menggunakan Microsoft Excel dengan formula *logarithmic return*.

Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$Rr = \ln \frac{NAB_1}{NAB_0} \quad (3.1)$$

*Keterangan rumus : Rr adalah *return* dari reksadana

: NAB_1 adalah Nilai aktiva Bersih pada akhir periode

: NAB_0 adalah Nilai aktiva Bersih pada awal periode

b. Return Sertifikat Bank Indonesia Syariah

Islam melarang adanya ketetapan hasil atau adanya konsep bebas risiko dalam investasi. Pada ekonomi islam, tidak ada akad investasi yang bebas dari risiko sebab risiko dapat terjadi setiap saat sehingga pihak-pihak yang berakad harus menanggungnya bersama-sama. Penggunaan Sertifikat Bank Indonesia syariah didasarkan atas pengukuran aset bebas risiko yang relatif bukan aset bebas risiko yang absolut. Tidak digunakannya instrumen sukuk sebagai *benchmark* dari tingkat *risk free rate* dikarenakan sukuk masih memiliki risiko default. Oleh karena itu, ketentuan ini melanggar asumsi (Sharpe, Wiliam, 1966) yang mengatakan bahwa kriteria dari sekuritas bebas risiko adalah sekuritas yang memberikan investor suatu tingkat pengembalian yang pasti sepanjang horizon waktunya dan tidak memiliki risiko *default*.

Sebelumnya, instrumen kebijakan moneter syariah ini dikenal dengan nama Sertifikat Wadiah Bank Indonesia (SWBI) yang merupakan penitipan dana jangka pendek dengan prinsip wadiah. Namun, nilai *return* dari penempatan pada SWBI lebih rendah dari penempatan dana bank konvensional pada SBI sehingga Bank Indonesia mengeluarkan peraturan kembali yang mengatur ulang mengenai instrumen penyerap likuiditas berdasarkan syariah agar lebih menguntungkan. Pada tanggal 31 Maret 2008 diberlakukannya SBIS dengan perbedaan konsep, SWBI konsepnya wadiah sehingga bonus yang dihasilkan tidak ditargetkan sementara SBIS yang ada sekarang pake konsep jualah sehingga imbal hasilnya ditargetkan. SWBI bisa kapanpun diperoleh produknya sementara SBIS hanya bisa diperoleh produknya setelah FDR perbankan syariah berada diatas level 80%. Penelitian ini mengambil juga data SWBI sepanjang 1

Januari 2008 sampai 31 Maret 2008 yang dilakukan penyesuaian terhadap *return* SBIS.

Rumus perhitungan *return* SBIS harian adalah sebagai berikut :

$$RSBIS \text{ harian} = \frac{\text{return SBIS tahunan}}{360} \quad (3.2)$$

*Keterangan rumus : RSBIS adalah *Return* SBIS

c. *Return Islamic Rate Indeks* Malaysia

Perhitungan *return* Islamic Rate Indeks Malaysia mencerminkan tingkat *risk free rate*. *Return* Islamic Rate Indeks Malaysia dilakukan berdasarkan persentase. Rumus perhitungan *return* Islamic Rate Indeks harian adalah sebagai berikut :

$$RIRIM \text{ harian} = \frac{\text{return RIRIM tahunan}}{360} \quad (3.3)$$

*Keterangan rumus : RIRIM adalah *Return* Islamic Rate Indeks Malaysia

d. *Return Jakarta Islamic Index* (JII)

Return Jakarta Islamic Index mencerminkan *benchmark* dari reksadana syariah di Indonesia. Rumus perhitungan *return* Jakarta Islamic Index adalah sebagai berikut

$$RJII = \ln \frac{JII_1}{JII_0} \quad (3.4)$$

*Keterangan rumus : RJII adalah *Return* JII
 : JII₁ adalah Jakarta Islamic Index pada akhir periode
 : JII₀ adalah Jakarta Islamic Index pada awal periode

e. Return FTSE Bursa Malaysia Syariah Emas

Return Jakarta Islamic Index mencerminkan *benchmark* dari reksadana syariah di Indonesia. Rumus perhitungan *return* Jakarta Islamic Index adalah sebagai berikut

$$RFTSEBMSE = \ln \frac{FTSEBMSE_1}{FTSEBMSE_0} \quad (3.5)$$

*Keterangan rumus : RFTSEBMSE₀ adalah *Return* FTSE Bursa Malaysia Syariah Emas pada awal periode
: RFTSEBMSE₁ adalah *Return* FTSE Bursa Malaysia Syariah Emas pada akhir periode

f. Standar Deviasi Portfolio dan pasar

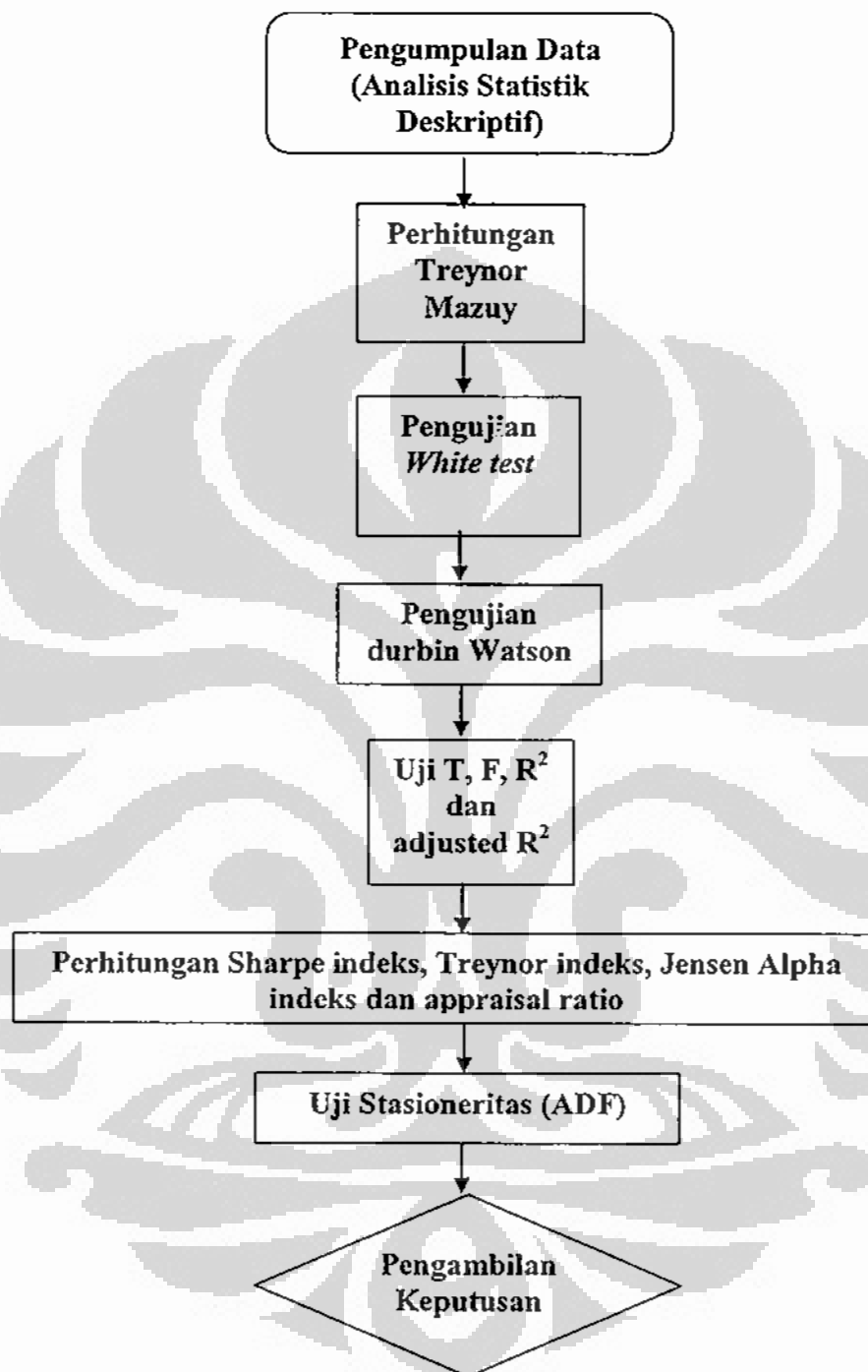
Perhitungan standar deviasi dilakukan terhadap tingkat *return* kedua portfolio reksadana masing-masing negara dengan menggunakan formula “stdev” pada *Microsoft excel*. Standar deviasi portfolio didapatkan dari “stdev” *return* NAB reksadana. Standar deviasi pasar didapatkan dari “stdev” *return* gabungan JII dan SBIS untuk reksadana syariah di Indonesia dan *return* gabungan FTSE BM Syariah Emas dan *Islamic Bank Rate* untuk reksadana syariah di Malaysia.

g. Beta Portfolio

Beta mengukur tingkat risiko di pasar. Perhitungan beta hanya sebatas beta portfolio sedangkan beta pasar tidak dihitung dikarenakan bernilai satu. Perhitungan beta dalam tesis ini menggunakan regresi pada fungsi aplikasi pada *eviews*. Regresi linier $Y=a + bX$. Berdasarkan ketentuan dalam *single indeks model* yang sudah dijelaskan sebelumnya dimana *return* reksadana sebagai sumbu Y dan *return market* sebagai sumbu X.

3.4. Metode Penelitian

Proses pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan *software* E-Views 4.0 dan Microsoft Excell. Sedangkan alur penelitian ini adalah mengikuti alur seperti yang tergambar pada Gambar 3.1 dibawah ini.



Gambar 3.1

Alur Metode Penelitian

Sumber: Permata Wulandari, 2010 (Diolah dari berbagai sumber)

Pertama, mengumpulkan data-data yang dibutuhkan dari berbagai sumber penyedia data keuangan seperti yang tersebut diatas kemudian melakukan perhitungan variabel penelitian dan analisis statistik deskriptif. Kedua, (Nachrowi, 2006) melakukan pengujian stasioneritas data dengan menggunakan *Augmented Dickey-Fuller Test*. Jika data sudah stasioner maka langkah selanjutnya adalah melakukan pengujian heterokedastisitas dengan menggunakan white test dilanjutkan dengan uji autokorelasi dengan uji durbin watson dan uji signifikansi (uji T , uji F , uji R^2 , dan Adjusted R^2) agar memenuhi asumsi CLRM (*Classical Linier Regression Model*).

Terakhir, melakukan pengujian melakukan perhitungan kinerja reksadana saham masing-masing negara menggunakan *Sharpe* indeks, *Treynor* indeks, *Jensen* indeks dan *appraisal ratio* dan diakhiri dengan melakukan perhitungan kinerja investasi dengan menggunakan model perhitungan model Treynor Mazuy agar mampu menerangkan kemampuan manajer investasi masing-masing negara dalam melakukan *stock selection ability* serta kemampuan *market timing*.

3.4.1. Analisis statistik deskriptif

Analisis statistik deskriptif memberikan gambaran mengenai kondisi statistik dari data sampel yang akan dianalisis. Pada penelitian ini data sampel yang digunakan adalah imbal hasil dari variabel dari penelitian. Perhitungan statistik deskriptif yang dilakukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

a. Mean

Mean adalah nilai rerata yang didapatkan dari sampel. Nilai ini dihasilkan dari proses penjumlahan seluruh data dibagi dengan jumlah observasi.

b. Median

Median merupakan nilai tengah dari data sampel manakala data sampel diurutkan dari data terkecil sampai data terbesar.

c. Maksimum dan minimum

Nilai maksimum dan minimum merupakan nilai tertinggi dan terendah dari data sampel.

d. Standar deviasi

Pengukuran standar deviasi merupakan pengukuran dispersi atau penyebaran simpangan yang didapatkan dari data.

e. *Skewness*

Skewness merupakan ukuran asimetris dari distribusi data yang berada di sekitar mean. *Skewness* yang merupakan distribusi yang simetris (distribusi normal) bernilai nol. Sementara, nilai *skewness* yang positif (lebih besar dari nol) menunjukan bahwa distribusi data mempunyai ekor kanan yang panjang (banyak data yang positif), sedangkan nilai *skewness* yang negatif memberikan petunjuk bahwa distribusi data memiliki ekor kiri yang panjang (banyak data negatif).

f. *Kurtosis*

Kurtosis mengukur kecuraman puncak atau kedataran puncak dari sebuah distribusi. Distribusi dikatakan normal jika memiliki nilai kurtosis sebesar tiga. Jika nilai kurtosisnya lebih besar dari tiga maka distribusinya dikatakan lebih curam dari normal dan jika nilai kurtosisnya lebih kecil dari tiga maka dikatakan bahwa distribusinya lebih datar dari kondisi normal.

g. *Varians*

Ukuran yang menunjukkan dispersi statistik (seberapa jauh data tersebar di sekitar nilai rata-rata). *Varians* atau ragam merupakan ukuran penyebaran dari data yang didapatkan dari kuadrat standar deviasi.

3.4.2. Uji asumsi CLRM (Classical Linier Regression Model)

Sebelum melakukan persamaan regresi, maka langkah yang pertama kali dilakukan adalah pengujian data agar memenuhi asumsi CLRM (*Classical Linier Regression Model*). (Brooks, 2002) mengatakan bahwa jika asumsi CLRM tidak terpenuhi maka akan terdapat tiga masalah dalam model regresi, yaitu : koefisien estimasi yang salah, standard eror yang tidak akurat serta kesalahan dalam asumsi distribusi uji klasik. Langkah-langkah pada tahap awal ini adalah :

a. *Uji stasioneritas*

Pada penelitian yang menggunakan data *time series*, data dapat dinyatakan stasioner apabila nilai rata-rata dan varian dari data tersebut tidak mengalami perubahan secara sistemik sepanjang waktu atau dengan kata lain rata-rata dan varian data tersebut konstan. Jika data yang digunakan tidak stasioner, maka hasil dari permodelan yang diestimasi menjadi kurang baik dan tidak akurat. Dalam bukunya, (Brooks, 2002) menyatakan beberapa alasan mengenai pentingnya menggunakan data yang stasioner, yaitu bahwa:

- i. Stasioneritas dari suatu *series* data dapat mempengaruhi perilaku dan *property* data tersebut.
- ii. Penggunaan data yang tidak stasioner dapat menyebabkan terjadinya *spurious regression*, yaitu kondisi dimana jika dilakukan regresi sederhana pada variabel-variabel yang tidak stasioner akan diperoleh hasil estimasi koefisien yang signifikan dan nilai R^2 yang tinggi meskipun sebenarnya tidak terdapat hubungan kausal diantara variabel-variabel tersebut.
- iii. Ketika variabel-variabel yang digunakan dalam suatu regresi adalah data yang tidak stasioner, maka hal tersebut dapat membuktikan bahwa asumsi-asumsi standar yang digunakan untuk analisis *asymptotic* tidak akan valid.

Jika data yang digunakan tidak stasioner, hal tersebut dapat menimbulkan beberapa masalah dalam menggunakan data *time series*, yaitu otokorelasi dan heteroskedastisitas. Menurut (Nachrowi, 2006), otokorelasi adalah korelasi yang terjadi antar observasi dalam satu variabel. Otokorelasi dapat muncul karena adanya kemungkinan adanya kondisi dimana antara satu waktu dengan waktu lainnya saling berhubungan sehingga data menjadi tidak stasioner.

Sedangkan heteroskedastisitas merupakan kondisi yang terjadi pada suatu persamaan regresi sederhana dimana varian persamaan tersebut mengalami perubahan dari waktu ke waktu (tidak konstan). Dampaknya adalah nilai dari persamaan tersebut akan menjadi semakin besar sehingga

interval kepercayaan menjadi semakin besar pula, dan uji hipotesis pada akhirnya menjadi tidak akurat.

Oleh karena itu, pengujian stasioneritas menjadi penting untuk dilakukan demi menghindari ketidakakuratan estimasi. Ada beberapa cara yang dapat dilakukan untuk uji stasioneritas, yaitu melalui grafik, korelogram, dan uji *unit root test*. Dalam penelitian ini uji stasioneritas yang digunakan adalah uji formal *unit root test*, yaitu dengan metode *Augmented Dickey-Fuller Test*.

Uji stasioneritas yang sering digunakan ini memiliki model sebagai berikut:

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + u_t \quad (3.6)$$

Dari persamaan tersebut, jika $H_0 : \rho = 1$, maka model tersebut menghadapi masalah varian Y_t yang tidak stasioner karena model menjadi *random walk* tanpa *trend*. Jika tidak stasioner maka dapat dikatakan bahwa varian tersebut memiliki *unit root*. Pada prakteknya, untuk kemudahan interpretasi model regresi dapat digunakan persamaan sebagai berikut:

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + u_t \quad (3.7)$$

Dari persamaan tersebut dapat dibuat hipotesis:

$$H_0 : \delta = 0$$

$$H_1 : \delta \neq 0$$

Dimana $\delta = \rho - 1$. Jika kita tolak H_0 maka $\rho = 1$. Hal ini menunjukkan bahwa data tidak stasioner dan memiliki *unit root*. Lebih lanjut Dickey-Fuller pun mengembangkan model yang dapat digunakan jika terdapat korelasi pada u_t . Model tersebut kemudian disebut dengan *Augmented Dickey-Fuller (ADF) Test*. Formulasinya adalah sebagai berikut:

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + \alpha_i \sum_{i=1}^m \Delta Y_{t-1} + u_t \quad (3.8)$$

Dimana m adalah panjang *lag* yang digunakan, β_1 adalah *intercept* dan β_2 adalah *trend (slope)*.

b. Uji heterokedastisitas

Pada penelitian ini, digunakan white test untuk menguji keberadaan heterokedastisitas. *White test* merupakan generalisasi dari *Breusch-Pangan*

test yang juga memasukkan nilai residual yang dikuadratkan, tetapi mengeluarkan unsur-unsur yang memiliki order yang lebih tinggi. Konsekuensinya *White test* digunakan untuk mendeteksi bentuk-bentuk yang lebih umum dari *heterokedastisitas* dibandingkan dengan *Breusch-Pagan test*.

Dalam melakukan uji *white* terdapat beberapa prosedur (Nachrowi, 2006), yaitu:

i. Hasil estimasi dari model persamaan regresi akan menghasilkan nilai eror, yaitu : μ_i .

ii. Membuat persamaan regresi :

$$\mu_i^2 = \alpha_0 + \alpha_1 X_{1i} + \alpha_2 X_{2i} + \alpha_3 X_{3i} + \alpha_4 X_{4i} + \alpha_5 X_{1i} \alpha_1 X_{2i} + V_i \quad (3.9)$$

Uji diatas mengasumsikan bahwa varians eror merupakan fungsi yang mempunyai hubungan dengan variabel bebas, kuadrat masing-masing variabel bebas dan interaksi antara variabel bebas.

iii. Hipotesis yang diajukan :

H_0 : Homokedastis

H_1 : Lainnya

iv. Jika nilai perhitungan melebihi nilai kritis dengan α yang dipilih maka diputuskan tidak terdapat heterokedastisitas. Hal ini karena $\alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = \alpha_4 = \alpha_5 = 0$ sehingga $\mu_i^2 = \alpha_0$ (konstan).

c. Uji autokorelasi

Autokorelasi (Nacrowi, 2006) merupakan korelasi antara variabel itu sendiri, pada pengamatan yang berbeda waktu atau individu. Umumnya kasus otokorelasi banyak terjadi pada data time series. Uji keberadaan autokorelasi dilakukan menggunakan uji durbin Watson. Statistik uji dalam uji durbin Watson adalah sebagai berikut :

$$d = \frac{\sum_{i=2}^N (\hat{u}_t - \hat{u}_{t-1})^2}{\sum_{i=2}^N \hat{u}_t^2} \quad (3.10)$$

Hipotesis dalam penggunaan durbin Watson d test adalah :

H_0 : $\rho = 0$, tidak ada autokorelasi

H_1 : $\rho \neq 0$, ada autokorelasi

d. Uji F, T, R^2 dan adjusted R^2

- Uji-F

Uji F (Nachrowi, 2006) diperuntukkan guna melakukan uji hipotesis koefisien (slop) regresi secara bersamaan. Hipotesis dalam uji F antara lain:

$$H_0 : \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \dots = \beta_k = 0$$

H_1 : Tidak demikian (paling tidak ada satu slop yang $\neq 0$)

dimana: k adalah banyaknya variabel bebas.

- Uji T

Uji T (Nachrowi, 2006) diperuntukkan guna pengujian koefisien regresi secara individu. Hipotesis dalam uji T antara lain :

$$H_0 : \beta_j = 0$$

$$H_1 : \beta_j \neq 0; \quad j = 0, 1, 2, \dots, k$$

k adalah koefisien slop.

- Uji R^2

Koefisien Determinasi (*Goodness of Fit*) (Nachrowi : 2006), yang dinotasikan dengan R^2 , menginformasikan baik atau tidaknya model regresi yang terestimasi. Atau dengan kata lain, angka tersebut dapat mengukur seberapa dekatkah garis regresi yang terestimasi dengan data sesungguhnya.

Nilai Koefisien Determinasi ini mencerminkan seberapa besar variasi dari variabel terikat Y dapat diterangkan oleh variabel bebas X. Bila nilai Koefisien Determinasi sama dengan 0 ($R^2 = 0$), artinya variasi dari Y tidak dapat diterangkan oleh X sama sekali. Sementara bila $R^2 = 1$, artinya variasi dari Y secara keseluruhan dapat diterangkan oleh X. Dengan kata lain bila $R^2 = 1$, maka semua titik-titik pengamatan berada tepat pada garis regresi. Dengan demikian baik atau buruknya suatu persamaan regresi ditentukan oleh R^2 -nya yang mempunyai nilai antara nol dan satu.

3.4.3. Indeks Sharpe, Teynor, Jensen dan Appraisal Ratio

Pengukuran kinerja dari reksadana dilakukan dengan menggunakan *risk adjusted performance*. Beberapa pendekatan dari risk adjusted performance antara lain menggunakan indeks Sharpe, indeks Treynor, Indeks Jensen Alpha dan Appraisal ratio.

a. Indeks Sharpe

Sharpe Portfolio Performance Measure menyediakan *reward to volatility trade-off*. Rumus *Sharpe Portfolio Performance Measure* :

$$\text{Sharpe Measure} = \frac{AR_p - AR_f}{\sigma_p} \quad (3.11)$$

AR_p^* : Return portfolio p

AR_f : Risk free asset (SBI return)

σ_p : Standard deviasi return untuk portfolio i

b. Indeks Treynor

Treynor Measure mendefinisikan *reward* dari rata-rata *excess return* sebagai ratio risiko beta CAPM. Rumus *Treynor Measure* :

$$\text{Teynor Measure} = \frac{AR_p - AR_f}{\beta_p} \quad (3.12)$$

c. Indeks Jensen

Jensen Alpha Portfolio Measure adalah intercept dari Sharpe Lintner CAPM regresi dari portfolio. Perhitungan Jensen Alpa pada tesis ini menggunakan regresi pada evIEWS dengan ketentuan *excess return portfolio* sebagai sumbu Y dan *excess return market* sebagai sumbu X. Berdasarkan perhitungan pada evIEWS didapatkan Jensen Alpa. Rumus *Jensen Alpha Portfolio Measure* :

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{mt} - R_{ft}) + \epsilon_{pt} \quad (3.13)$$

R_{pt} : Return portfolio pada bulan t

R_{ft} : Risk Free return pada bulan t

- R_{mt} : *Return market portfolio (IHSG)*
 ϵ_{pt} : *White noise error term*
 β_p : *Faktor koefisien risiko*

d. *Appraisal Ratio (AR)*

Appraisal ratio (Jones, 2002) mengukur (*alpha*) dalam hubungannya dengan *unsystematic risk*, rasio ini cenderung digunakan untuk mengukur kinerja reksadana yang dikelola oleh manajer investasi dengan manajemen aktif. Rasio ini mengukur *abnormal return* per unit dari risiko pasar, sebagai mana diberikan dalam persamaan berikut:

$$AR = \frac{\alpha_p}{\sigma_{ep}} \quad (3.14)$$

di mana,

α_p = *abnormal return* dari suatu portofolio yaitu *excess* dari imbal hasil yang diprediksikan dari model CAPM

σ_{ep} = *standard deviasi portofolio* yang merupakan risiko yang tidak dihindarkan dengan diversifikasi.

3.4.4. *Pengukuran kinerja berdasarkan market timing dan stock selection*

Model Treynor-Mazuy (Tinur, 2010) menerangkan kemampuan manajer investasi dalam melakukan *stock selection ability* dan kemampuan *market timing*, dengan cara melakukan regresi antara *excess return* portofolio sebagai variabel terikat dengan *excess return market* dikuadratkan sebagai variabel bebas. Adapun model perhitungannya diberikan dalam persamaan :

$$R_p - R_f = \alpha + \beta_{1f}(R_m - R_f) + \beta_{2f}(R_m - R_f)^2 + \epsilon \quad (3.15)$$

dimana :

R_m = *Return* dari pasar saham.

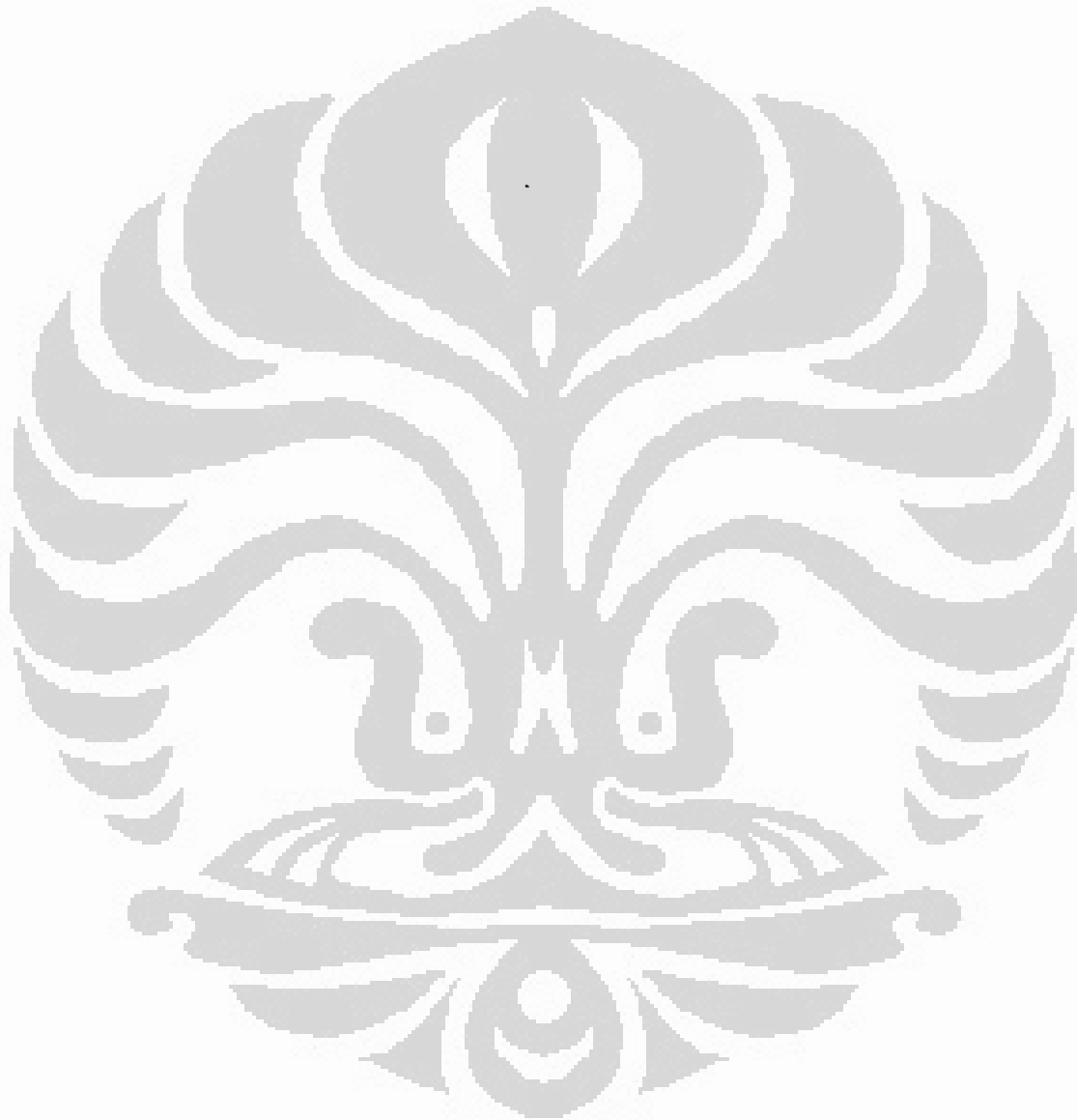
R_f = *Return* untuk asset bebas resiko.

a = *Intercept* yang merupakan indikasi *stock selection* dari manajer investasi;

β_{1t} = Koefisien regresi *excess market return* atau *slope* pada waktu pasar turun (*bearish*);

β_{2t} = Koefisien regresi yang merupakan indikasi kemampuan *market timing* dari manajer investasi;

ε = Merupakan *random error*



BAB IV ANALISIS PERBANDINGAN KINERJA REKSADANA SAHAM SYARIAH INDONESIA DAN MALAYSIA

Bab ini akan menyajikan proses pengolahan serta analisis data. Pada proses pengolahan data baik regresi sederhana maupun berganda menggunakan alat bantu software Eviews versi 4.0. Setiap regresi yang dihasilkan dilakukan pengujian untuk memastikan model regresi memenuhi syarat BLUE (*Best Leased Unbiased Estimator*) atau tidak. Jika ternyata model yang dihasilkan belum BLUE maka intepretasi dan analisis tetap dilakukan atas model tersebut karena penelitian ini bertujuan untuk mengukur komparasi kinerja reksadana, kemampuan *market timing* serta mengetahui tingkat keberhasilan pemilihan sekuritas dari portofolio reksadana saham masing-masing negara tidak bertujuan untuk membuat permodelan.

4.1. Analisis statistik deskriptif

Analisis statistik deskriptif memberikan gambaran mengenai ketersediaan data yang menggambarkan keadaan data yang diolah. Pada bagian analisis statistik deskriptif ini akan dikelompokan berdasarkan tahunan kemudian gabungan semua tahun. Tahun 2008 mencerminkan kondisi reksadana pada saat pasar mengalami penurunan sedangkan tahun 2009 mencerminkan kondisi reksadana pada saat pasar mengalami pemulihan.

4.1.1. Analisis statistik deskriptif tahun 2008

Analisis statistik deskriptif sepanjang tahun 2008 adalah sebagai berikut :

Tabel 4.1
Statistik Deskriptif Tahun 2008

	Imbal hasil reksadana saham syariah Indonesia	SBIS Indonesia (<i>Risk Free Return</i>)	JII Indonesia (<i>Return Market</i>)	Imbal hasil reksadana saham syariah Malaysia	Islamic rate Malaysia (<i>Risk Free Return</i>)	FBM Emas Syariah (<i>Return Market</i>)
Mean	-0.003184	0.025426	-0.004682	-0.001667	0.009725	-0.002323
Median	-0.001499	0.024885	-0.001762	-0.001594	0.009806	-0.00197
Maximum	0.04688	0.031224	0.076485	0.014931	0.009972	0.035808
Minimum	-0.084733	0.022179	-0.138571	-0.052807	0.009028	-0.113205
Std. Dev.	0.015168	0.003252	0.029237	0.006918	0.000213	0.01477
Skewness	-0.588227	0.593089	-0.831559	-2.128039	-2.695414	-1.811146
Kurtosis	6.588552	1.88418	6.18347	16.60672	8.695708	16.00028
Jarque-Bera	139.0521	25.85769	125.7793	1981.757	599.6456	1775.751
Probability	0	0.000002	0	0	0	0
Varians	0.053606	0.002464	0.199173	0.01115	1.06E-05	0.050829

Sumber: Permata Wulandari, 2010 (Pengolahan Data E-Views)

Nilai rata-rata harian yang ditunjukkan dari mean portofolio reksadana saham syariah Indonesia dan Malaysia menunjukkan posisi negatif sepanjang tahun 2008. Hal ini wajar karena pasar saham syariah di kedua negara mengalami penurunan (ditunjukkan oleh nilai rerata JII dan KLSI). Nilai tertinggi didapatkan oleh reksadana saham syariah Malaysia. Hal ini dikarenakan keterpurukan yang terjadi pada bursa saham Malaysia lebih baik jika dibandingkan Indonesia. Dampaknya akan terlihat pada reksadana saham syariah yang mengalami penurunan lebih sedikit jika dibandingkan reksadana saham syariah di Indonesia.

Nilai rata-rata dari *risk free return* yang dicerminkan dari imbal hasil sbis menunjukkan nilai positif pada kedua negara dengan besaran yang lebih besar pada

negara Indonesia jika dibandingkan dengan Malaysia. Tingkat imbal hasil BI rate yang cukup tinggi berimbang pada penyesuaian imbal hasil SBIS yang tinggi. Nilai rata-rata harian dari imbal hasil pasar yang dicerminkan dari rerata imbal hasil FBM Emas Syariah sebesar -0.002323 menunjukkan nilai yang lebih besar jika dibandingkan dengan nilai rerata imbal hasil harian JII sebesar -0.004682 . Berdasarkan data diatas, nilai median berbeda cukup jauh dari nilai mean. Hal ini menunjukkan bahwa data yang ada tidak terdistribusi normal.

Keseluruhan data menunjukkan nilai *skewness* yang negatif kecuali imbal hasil SBIS. Hal ini mengindikasikan data yang digunakan memiliki ekor kiri distribusi yang panjang dan memiliki banyak imbal hasil yang negatif. Semua nilai kurtosis sepanjang tahun 2008 menunjukkan nilai yang lebih besar dari tiga kecuali pada data imbal hasil SBIS. Nilai ini menandakan bahwa distribusi data imbal hasil lebih curam dari distribusi normal. Hasil uji *skewness* dan *kurtosis* menunjukkan bahwa data tidak terdistribusi normal. Probabilitas *Jarque berra* menunjukkan angka kurang dari 5% sehingga diputuskan menolak hipotesis bahwa data terdistribusi normal. Seluruh data yang digunakan dalam penelitian sepanjang tahun 2008 tidak terdistribusi normal.

4.1.2. Analisis statistik deskriptif tahun 2009

Tabel 4.2 dibawah ini menunjukkan analisis deskriptif dari variabel yang digunakan sepanjang tahun 2009 :

Tabel 4.2
Statistik Deskriptif Tahun 2009

	Imbal hasil reksadana saham syariah Indonesia	SBIS Indonesia (<i>Risk Free Imbal hasil</i>)	JII Indonesia (<i>Return Market</i>)	Imbal hasil reksadana saham syariah Malaysia	Islamic rate Malaysia (<i>Risk Free Return</i>)	FBM Emas Syariah (<i>Return Market</i>)
Mean	0.002751	0.020556	0.00222	0.000892	0.005989	0.000996
Median	0.002025	0.019297	0.001544	0.000814	0.005806	0.000801
Maximum	0.039537	0.028682	0.063282	0.010503	0.009056	0.02675
Minimum	-0.03418	0.017941	-0.04712	-0.01083	0.005361	-0.02389
Std. Dev.	0.01023	0.003073	0.017918	0.003339	0.000864	0.007709
Skewness	0.505796	1.205799	0.112421	-0.06765	2.639302	0.236338
Kurtosis	4.902983	3.471583	3.722617	3.644632	9.27405	4.24065
Jarque-Bera	41.60843	54.09212	5.130695	3.886616	602.2451	15.79028
Probability	0	0	0.076892	0.143229	0	0.000373
Varians	0.022396	0.002021	0.068709	0.002386	0.00016	0.012717

Sumber: Permata Wulandari, 2010 (Pengolahan Data E-Views)

Nilai rata-rata harian yang ditunjukkan dari *mean* portofolio reksadana saham syariah Indonesia dan Malaysia menunjukkan posisi positif sepanjang tahun 2009. Hal ini dikarenakan tahun 2009 merupakan tahun pemulihan bagi bursa saham baik di Indonesia maupun Malaysia. Nilai tertinggi didapatkan oleh reksadana saham syariah Indonesia. Posisi ini menandakan bahwa reksadana saham syariah Indonesia mampu memulihkan kinerja lebih cepat jika dibandingkan reksadana saham syariah Malaysia. Konsep *high risk high return* berlaku dalam kedua portofolio ini dimana reksadana saham syariah Indonesia lebih berisiko jika mengalami keterpurukan tetapi imbal hasil yang didapatkan manakala terjadi pemulihan lebih tinggi jika dibandingkan reksadana saham syariah Malaysia.

Nilai rata-rata dari *risk free return* yang dicerminkan dari imbal hasil sbis menunjukkan nilai positif pada kedua negara dengan besaran yang lebih besar pada negara Indonesia jika dibandingkan dengan Malaysia. Tingkat imbal hasil BI rate yang cukup tinggi berimbang pada penyesuaian imbal hasil SBIS yang tinggi. Nilai rata-rata harian dari *return market* yang dicerminkan dari rerata imbal hasil JII menunjukkan nilai yang lebih besar jika dibandingkan dengan nilai rerata imbal

hasil harian FBM Emas Syariah. Kondisi inilah yang menyebabkan reksadana saham syariah di Indonesia memiliki imbal hasil yang lebih tinggi jika dibandingkan reksadana saham syariah Malaysia.

Berdasarkan data diatas, nilai median berbeda dari nilai mean meskipun perbedaannya tidak sejauh pada tahun 2008. Hal ini menunjukkan bahwa kebanyakan data yang ada tidak terdistribusi normal. Keseluruhan data menunjukkan nilai *skewness* yang positif kecuali reksadana saham syariah Malaysia. Hal ini mengindikasikan data yang digunakan memiliki ekor kanan distribusi yang panjang dan memiliki banyak imbal hasil yang positif.

Semua nilai *kurtosis* sepanjang tahun 2008 menunjukkan nilai yang lebih besar dari tiga. Nilai ini menandakan bahwa distribusi data imbal hasil lebih curam dari distribusi normal. Hasil uji *skewness* dan *kurtosis* menunjukkan bahwa data tidak terdistribusi normal. Probabilitas Jarque berra menunjukkan nilai kurang dari 5% kecuali pada data JII dan imbal hasil reksadana saham syariah Malaysia sehingga diputuskan menolak hipotesis bahwa data terdistribusi normal kecuali pada data JII dan imbal hasil reksadana saham syariah Malaysia.

4.1.3. Analisis deskriptif statistik tahun 2008-2009

Tabel 4.3 dibawah ini menunjukkan gambaran statistik deskriptif dari variabel yang digunakan pada penelitian ini sepanjang tahun 2008 -2009 :

Tabel 4.3
Statistik Deskriptif 2008-2009

	Imbal hasil reksadana saham syariah Indonesia	SBIS Indonesia (<i>Risk Free Return</i>)	JII Indonesia (<i>Return Market</i>)	Imbal hasil reksadana saham syariah Malaysia	Islamic rate Malaysia (<i>Risk Free Return</i>)	FBM Emas Syariah (<i>Return Market</i>)
Mean	-0.000342	0.023094	-0.001377	-0.000441	0.007936	-0.000734
Median	0.000232	2.22E-02	-0.000155	-9.12E-05	0.009056	6.57E-06
Maximum	0.04688	0.031224	0.076485	0.014931	0.009972	0.035808
Minimum	-0.084733	0.017941	-0.138571	-0.052807	0.005361	-0.113205
Std. Dev.	0.013359	0.003993	0.024695	0.005644	0.001968	0.012025
Skewness	-0.571664	0.474587	-0.87922	-2.432503	-0.224793	-1.940434
Kurtosis	7.243863	2.267098	7.304022	21.71163	1.127787	20.29019
Jarque-Bera	361.3996	26.90404	404.4128	6993.05	69.35758	5874.637
Probability	0	0.000001	0	0	0	0
Varians	0.079949	0.007142	0.273219	0.01427	0.001734	0.06478

Sumber: Permata Wulandari, 2010 (Pengolahan Data E-Views)

Nilai rata-rata harian yang ditunjukkan dari mean portofolio reksadana saham syariah Indonesia dan Malaysia menunjukkan posisi negatif sepanjang tahun 2008 sampai dengan 2009. Hal ini dikarenakan pengaruh penurunan reksadana saham syariah yang terjadi sepanjang tahun 2008 belum mampu diimbangi peningkatan pada tahun 2009. Nilai tertinggi didapatkan oleh reksadana saham syariah Indonesia. Posisi ini menandakan bahwa reksadana saham syariah Indonesia menunjukkan kinerja lebih baik jika dibandingkan Malaysia dari segi perolehan imbal hasil.

Nilai rata-rata dari *risk free return* yang dicerminkan dari imbal hasil sbis menunjukkan nilai positif pada kedua negara dengan besaran yang lebih besar pada negara Indonesia jika dibandingkan dengan Malaysia. Tingkat imbal hasil BI rate yang cukup tinggi berimbang pada penyesuaian imbal hasil SBIS yang tinggi. Nilai rata-rata harian dari *return market* yang dicerminkan dari rerata imbal hasil FBM Emas Syariah menunjukkan nilai yang lebih besar jika dibandingkan dengan nilai rerata imbal hasil harian JII. Kondisi ini kontras dengan perolehan imbal hasil reksadana saham syariah Indonesia yang lebih tinggi jika dibandingkan Malaysia.

Berdasarkan data diatas, nilai median berbeda dari nilai mean dengan perbedaan yang lebih jauh jika dibandingkan tahun 2009. Hal ini menunjukkan bahwa kebanyakan data yang ada tidak terdistribusi normal. Keseluruhan data menunjukkan nilai *skewness* yang negatif kecuali pada data imbal hasil bebas risiko. Hal ini mengindikasikan data yang digunakan memiliki ekor kiri distribusi yang panjang dan memiliki banyak imbal hasil yang negatif. Semua nilai *kurtosis* sepanjang tahun 2008-2009 menunjukkan nilai yang lebih besar dari tiga kecuali pada data imbal hasil bebas risiko kedua negara. Nilai ini menandakan bahwa distribusi data imbal hasil lebih curam dari distribusi normal. Hasil uji *skewness* dan *kurtosis* menunjukkan bahwa data tidak terdistribusi normal kecuali data imbal hasil bebas risiko kedua negara. Nilai *Jarque berra* menunjukkan probabilitas kurang dari 5% pada semua data sehingga diputuskan menolak hipotesis bahwa data terdistribusi normal.

4.2. Hasil pengujian diagnostik

Tesis ini menggunakan beberapa uji asumsi klasik yang harus dipenuhi sebagai prasyarat agar terpenuhinya hasil penelitian yang bersifat BLUE (*Best Leased Unbiased Estimators*). Uji asumsi klasik yang dipakai dalam penelitian ini, antara lain (Nachrowi : 2006) : uji stasioneritas data dengan menggunakan *Augmented Dickey Fuller (ADF)*, uji Autokorelasi dengan uji Durbin-Watson (*DW Test*), dan uji heteroskedastisitas dengan menggunakan Uji White dan Uji Signifikansi (Uji *T*, Uji *F*, dan Uji *R²*).

4.2.1. Uji stasioneritas data

Variabel regresi yang tidak stasioner dapat menyebabkan hasil estimasi parameter menjadi tidak valid. Salah satu untuk menjaga validitas estimasi parameter adalah perlu dilakukannya uji formal stasioneritas untuk melihat tingkat stasioneritas setiap variabel. Tesis ini menggunakan metode pengujian unit root menggunakan *Augmented Dickey-Fuller (ADF) Test*.

Hipotesis yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah bahwa suatu *series* dinyatakan tidak stasioner jika $\delta = 0$ dan $\rho = 1$. Oleh karena itu variabel-variabel data yang digunakan harus mampu menolak hipotesis nol tersebut

untuk bisa dinyatakan stasioner. Hasil pengujian ADF untuk masing-masing data reksadana saham adalah sebagai berikut :

Tabel 4.4

Uji Stasioneritas Data

Residual Persamaan Regresi	2008		2009		2008-2009	
	Uji statistik ADF	Keputusan	Uji statistik ADF	Keputusan	Uji statistik ADF	Keputusan
Reksadana saham Indonesia	-9.146463	Data Stasioner	-9.782604	Data Stasioner	-12.61149	Data Stasioner
Reksadana saham Malaysia	-13.79931	Data Stasioner	-10.08805	Data Stasioner	-12.49279	Data Stasioner

Sumber: Permata Wulandari, 2010 (Pengolahan Data E-Views)

Pengujian stasioneritas dilakukan untuk menghindari ketidakakuratan estimasi. Dalam penelitian ini uji stasioneritas yang digunakan adalah uji formal *unit root test*, yaitu dengan metode *Augmented Dickey-Fuller Test*. Berdasarkan hasil pengujian *unit root* yang telah dilakukan, kita peroleh nilai seluruh variabel *ADF Test* adalah diatas nilai kritis. Hal ini mengindikasikan bahwa data-data sepanjang tahun 2008-2009 tersebut sudah stasioner serta tidak memiliki *unit root* sehingga data tersebut bisa digunakan untuk melakukan estimasi. Nilai rata-rata dan varian dari data reksadana saham syariah tidak mengalami perubahan secara sistemik sepanjang waktu atau dengan kata lain rata-rata dan varian data tersebut konstan.

4.2.2. Uji autokorelasi

Model yang mengandung autokorelasi akan menyebabkan salahnya penafsiran dalam pengintrepretasian model karena adanya korelasi antara variabel itu sendiri. Salah satu untuk menjaga tidak terjadinya autokorelasi adalah perlu dilakukannya uji formal durbin watson untuk melihat tingkat autokorelasi pada model. Tesis ini menggunakan metode pengujian autokorelasi dengan *Durbin Watson Test*.

Hipotesis yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah bahwa suatu model dinyatakan terdapat autokorelasi jika $\rho \neq 0$. Oleh karena itu variabel-

variabel data yang digunakan harus mampu menolak hipotesis nol tersebut untuk bisa dinyatakan tidak ada autokorelasi. Hasil pengujian *Durbin watson* untuk masing-masing model *Jensen* dan *Treynor Mazuy* adalah sebagai berikut :

Tabel 4.5
Uji Autokorelasi

Kelompok	Jensen			Treynor-Mazuy			Kesimpulan
	2008	2009	2008-2009	2008	2009	2008-2009	
RDS Indonesia	1.052271	1.355669	1.140964	1.094542	1.355376	1.154683	Tidak ada otokorelasi
RDS Malaysia	1.907894	1.679593	1.835404	2.010346	1.662563	1.723757	Tidak ada otokorelasi

Sumber: Permata Wulandari, 2010 (Pengolahan Data E-Views)

Pada keseluruhan model sepanjang tahun 2008, 2009 dan 2008-2009 menunjukkan tidak ditemukannya autokorelasi. Hal ini mengindikasikan bahwa tidak adanya korelasi antara variabel itu sendiri.

4.2.3. Uji heterokedastisitas

Model yang mengandung heterokedastis meskipun masih memberikan estimator OLS yang tidak bias dan konsisten, tetapi estimator tersebut sudah tidak efisien, yaitu varians dari estimator tidak minimum. Akibatnya Uji *t*, interval kepercayaan, dan berbagai ukuran lainnya, menjadi tidak tepat. Oleh karena itu, masalah ini harus diatasi dalam mengestimasi dengan metode OLS (Nachrowi, 2006).

Salah satu untuk menjaga tidak terjadinya heterokedastis adalah perlu dilakukannya uji *white test* untuk melihat tingkat heterokedastisitas pada model. Tesis ini menggunakan metode pengujian heterokedastisitas dengan uji *white test*. Hasil pengujian *white-test* untuk masing-masing model *Jensen* adalah sebagai berikut :

Tabel 4.6
Uji Heterokedastisitas Model Jensen Alpa

Kelompok		Jensen					
		2008	Kesimpulan	2009	Kesimpulan	2008-2009	Kesimpulan
RDS Indonesia	Obs*R ²	71.38		11.82		109.87	
	Probability	0	Heterokedastis*)	0.0027	Heterokedastis*)	0	Heterokedastis*)
RDS Malaysia	Obs*R ²	87.31		1.701		40.82	
	Probability	0	Heterokedastis*)	0.427	Homokedastis	0	Heterokedastis*)

Sumber: Permata Wulandari, 2010 (Pengolahan Data E-Views)

Hasil pengujian menunjukkan bahwa hampir seluruh data pada model Jensen menunjukkan adanya residual yang heterokedastisitas kecuali pada persamaan Jensen reksadana saham syariah di Malaysia tahun 2009. Oleh karena itu dilakukanlah remedial heterokedastis pada masing-masing regresi yang masih mengandung heterokedastis. Remedial dilakukan dengan menambahkan penyesuaian heterokedastis uji white dan masalah heterokedastisitas pada model Jensen ini bisa teratasi.

Hasil pengujian *white-test* untuk masing-masing model Treynor Mazuy adalah sebagai berikut :

Tabel 4.7
Uji Heterokedastisitas Model Treynor-Mazuy

Kelompok		Treynor-Mazuy					
		2008	Kesimpulan	2009	Kesimpulan	2008-2009	Kesimpulan
RDS Indonesia	Obs*R ²	103.1543		12.68471		127.2549	
	Probability	0	Heterokedastis*)	0.00537	Heterokedastis*)	0	Heterokedastis*)
RDS Malaysia	Obs*R ²	47.98174		1.715004		48.16802	
	Probability	0	Heterokedastis*)	0.633603	Homokedastis	0	Heterokedastis*)

Sumber: Permata Wulandari, 2010 (Pengolahan Data E-Views)

Hasil pengujian menunjukkan bahwa hampir seluruh data pada model Treynor Mazuy menunjukkan adanya residual yang heterokedastisitas kecuali pada persamaan Treynor Mazuy reksadana saham syariah di Malaysia tahun 2009. Oleh karena itu dilakukanlah remedial heterokedastis pada masing-masing regresi yang

masih mengandung heterokedastis. Remedial dilakukan dengan menambahkan penyesuaian heterokedastis uji white dan masalah heterokedastisitas pada model Jensen ini bisa teratasi.

4.2.4. Uji signifikansi

Pengujian signifikansi pada penelitian ini menggunakan uji F, R^2 dan uji t. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan tingkat kepercayaan 95% ($\alpha = 5\%$). Berikut hasil pengujian uji F dan R^2 pada model Jensen dan Treynor Mazuy :

Tabel 4.8
Uji signifikansi F dan R²

Kelompok		Jensen			Treynor Mazuy		
		2008	2009	2008-2009	2008	2009	2008-2009
RDS INA	F-stat	327.8236	131.4555	537.3326	167.4904	65.41937	268.7593
	Prob	0	0	0	0	0	0
	R ²	0.585584	0.381633	0.545885	0.591859	0.381633	0.546526
RDS MALAY	F-stat	1144.582	802.6456	1406.736	599.5299	400.4209	599.5299
	Prob	0	0	0	0	0	0
	R ²	0.831467	0.790281	0.758865	0.838468	0.790688	0.838468

Sumber: Permata Wulandari, 2010 (Pengolahan Data E-Views)

Uji variabel secara keseluruhan menunjukkan hasil yang signifikan pada tingkat kepercayaan 95%. Tidak ada model yang tidak signifikan pada masing-masing tahun penelitian. Nilai R^2 mengindikasikan kemampuan variabel bebas dalam menjelaskan variabel terikat dan nilai R^2 yang didapatkan pada model Jensen dan Treynor Mazuy pada negara reksadana saham Malaysia lebih tinggi dari nilai R^2 yang didapatkan pada model Jensen dan Treynor Mazuy pada negara Indonesia. Variabel bebas yang digunakan pada model reksadana saham Malaysia lebih mampu menjelaskan variabel terikat daripada model pada reksadana saham Indonesia.

4.2.5. Uji signifikansi t Jensen Alpha

Uji signifikansi t mengukur tingkat signifikansi pada masing-masing koefisien yang digunakan dalam model penelitian. Berikut ini adalah uji signifikansi t pada model Jensen *Alpha*:

Tabel 4.9

Uji Signifikansi t Jensen *Alpha*

Kelompok		2008		2009		2008-2009	
		<i>Alpha</i>	β_1	<i>Alpha</i>	β_1	<i>Alpha</i>	β_1
RDS INA	Coeff	-0.01653	0.401393	-0.01127	0.35651	-0.01321	0.417833
	t-stat	-12.9883	8.552352	-11.8429	9.225232	-20.7617	23.18044
	Prob	0	0	0	0	0	0
RDS MALAY	Coeff	-0.01117	-1.33324	-0.00431	-0.84209	-0.00512	-0.62442
	t-stat	-28.0299	-33.8317	-15.5091	-28.331	-20.24	-37.5065
	Prob	0	0	0	0	0	0

Sumber: Permata Wulandari, 2010 (Pengolahan Data E-Views)

Hasil uji t menunjukkan seluruh koefisien signifikan pada tingkat level kepercayaan 95%. Tidak ada satupun koefisien yang tidak signifikan sepanjang tahun 2008, 2009 dan 2008-2009 menggunakan model Jensen *Alpha*. Hal ini menandakan bahwa variabel bebas yang digunakan dalam penelitian mempunyai pengaruh pada variabel terikat yang digunakan.

4.2.6. Uji signifikansi t Treynor Mazuy

Tabel 4.10 dibawah ini adalah uji signifikansi t pada model Treynor Mazuy sepanjang tahun 2008, 2009 dan 2008-2009 :

Tabel 4.10
Uji Signifikansi t Treynor Mazuy

Kelompok	2008			2009			2008-2009			
	C	β_1	β_2	C	β_1	β_2	C	β_1	β_2	
RDS INA	Coeff	-0.0159	0.462229	0.680224	0.355885	0.355885	-0.017756	-0.013059	0.436626	0.246669
	t-stat	-15.33703	7.312997	0.658223	4.96392	4.96392	-0.011978	-19.63953	14.67324	0.793951
	Prob	0	0	0.5111*	0	0	0.9905*	0	0	0.4276*
RDS MALAY	Coeff	-0.00714	-0.681297	-1.134779	-0.004365	-0.830409	1.317056	-0.005323	-0.688618	1.534897
	t-stat	-18.82671	-21.65566	-4.595912	-14.96974	-26.56757	0.940323	-21.09738	-31.36448	4.371564
	Prob	0	0	0	0	0	0.3481*	0	0	0

Sumber: Permata Wulandari, 2010 (Pengolahan Data E-Views)

Hasil uji t menunjukkan beberapa variabel β_2 pada model Treynor Mazuy reksadana saham syariah Indonesia tahun 2008, 2009, 2008-2009 dan model Treynor Mazuy reksadana saham syariah Malaysia tahun 2008 dan 2008-2009 menunjukkan hasil yang tidak signifikan pada tingkat level kepercayaan 95%. Hal ini menandakan bahwa beberapa variabel β_2 pada model Treynor Mazuy tidak memiliki pengaruh imbal hasil premium portofolio reksadana.

4.3. Komparasi kinerja reksadana saham Indonesia dan Malaysia

Komparasi kinerja dilakukan menggunakan *Sharpe* indeks, Treynor indeks, Jensen *alpha* indeks, appraisal ratio serta mengidentifikasi kemampuan market timing menggunakan model Treynor Mazuy. Hal ini dilakukan agar memperoleh gambaran yang cukup jelas mengenai kinerja reksadana saham syariah masing-masing negara.

4.3.1. Komparasi kinerja berdasarkan Sharpe indeks

Sharpe indeks merupakan pengukuran imbal hasil per unit dari total risiko. Semakin tinggi *sharpe measure* mengindikasikan kinerja yang semakin baik. Sharpe mengukur kinerja portofolio relatif terhadap total risiko. Nilai sharpe memberikan indikasi seberapa baik manajer portofolio mendiversifikasi risiko *unsystematic*. Berikut adalah hasil kinerja berdasarkan indeks Sharpe pada masing-masing portofolio reksadana saham syariah :

Tabel 4.11
Sharpe indeks tahun 2008

	SHARPE INDEKS			
	<i>Return Portofolio</i>	<i>Risk free return</i>	Standar deviasi	Sharpe
RDS INA	-0.003184	0.025426	0.026911236	-1.063125
RDS MALAY	-0.001667	0.009725	0.011625795	-0.97989*

Ket *: nilai sharpe tertinggi

Sumber: Permata Wulandari, 2010 (Pengolahan Data E-Views)

Nilai sharpe indeks menunjukkan angka negatif sepanjang tahun 2008 pada kedua reksadana dengan reksadana saham syariah Malaysia mengungguli reksadana saham syariah Indonesia. Hal ini dikarenakan imbal hasil portofolio reksadana bernilai negatif sedangkan *risk free return* menunjukkan hasil yang positif. Standar deviasi dari portofolio reksadana saham syariah Indonesia yang lebih tinggi dua kali lipat dari reksadana saham syariah Malaysia turut menyumbangkan kinerja reksadana berdasarkan Sharpe indeks yang lebih rendah.

Hasil ini mengindikasikan bahwa manajer investasi reksadana saham syariah di Malaysia sepanjang tahun 2008 lebih mampu mendiversifikasi risiko *unsystematic* jika dibandingkan manajer investasi reksadana saham syariah di Indonesia.

Tabel 4.12
Sharpe indeks tahun 2009

	SHARPE INDEKS			
	<i>Return Portofolio</i>	<i>Risk free return</i>	Standar deviasi	Sharpe Indeks
RDS INA	0.002751	0.020556	0.01967737	-0.904847
RDS MALAY	0.000892	0.005989	0.007401988	-0.688599*

Ket *: nilai sharpe tertinggi

Sumber: Permata Wulandari, 2010 (Pengolahan Data E-Views)

Nilai sharpe indeks menunjukkan angka negatif sepanjang tahun 2009 pada kedua reksadana dengan reksadana saham syariah Malaysia mengungguli reksadana saham syariah Indonesia. Posisi ini tidak mengalami perubahan jika dibandingkan posisi pada tahun 2008. Hal ini dikarenakan meskipun imbal

hasil portofolio reksadana bernilai positif tetapi *risk free return* memberikan hasil yang lebih besar karena tahun 2009 merupakan tahun pemulihan keterpurukan reksadana pada tahun 2008 sehingga kinerja reksadana belum bisa maksimal. Standar deviasi dari portofolio reksadana saham syariah Indonesia yang lebih tinggi dua kali lipat dari reksadana saham syariah Malaysia turut menyumbangkin kinerja reksadana berdasarkan Sharpe indeks yang lebih rendah meskipun imbal hasil yang diberikan lebih tinggi.

Hasil ini mengindikasikan bahwa manajer investasi reksadana saham syariah di Malaysia sepanjang tahun 2009 lebih mampu mendiversifikasi risiko *unsystematic* jika dibandingkan manajer investasi reksadana saham syariah di Indonesia.

Tabel 4.13

Sharpe Indeks tahun 2008-2009

	SHARPE INDEKS			
	<i>Return Portofolio</i>	<i>Risk free return</i>	Standar deviasi	Sharpe indeks
RDS INA	-0.000342	0.023094	0.023906748	-0.980309
RDS MALAY	-0.000441	0.007936	0.009820325	-0.853027*

Ket *: nilai sharpe tertinggi

Sumber: Permata Wulandari, 2010 (Pengolahan Data E-Views)

Nilai sharpe indeks menunjukkan angka negatif sepanjang tahun 2008-2009 pada kedua reksadana dengan reksadana saham syariah Malaysia mengungguli reksadana saham syariah Indonesia. Posisi ini konsisten dengan pencapaian reksadana saham syariah di Malaysia yang mengungguli reksadana saham syariah Indonesia sepanjang tahun 2008 dan 2009. Hal ini dikarenakan imbal hasil portofolio pada kedua reksadana masih menunjukkan nilai negatif dikarenakan imbas penurunan reksadana saham syariah pada tahun 2008. Selain itu *risk free return* menunjukkan posisi yang lebih tinggi. Standar deviasi dari portofolio reksadana saham syariah Indonesia yang lebih tinggi dari reksadana saham syariah Malaysia sehingga berdampak pada perolehan *Sharpe ratio* yang lebih kecil.

Hasil ini mengindikasikan bahwa manajer investasi reksadana saham syariah di Malaysia sepanjang tahun 2008-2009 lebih mampu melakukan

diversifikasi risiko *unsystematic* jika dibandingkan manajer investasi reksadana saham syariah di Indonesia.

4.3.2. Komparasi kinerja berdasarkan Treynor indeks

Treynor indeks memberikan pengukuran imbal hasil per unit dari risiko pasar yang diperoleh dari suatu investasi. Semakin besar nilai Treynor maka akan semakin baik kinerja reksadana. Berikut ini adalah risiko pasar pada reksadana saham syariah di Indonesia dan Malaysia :

Tabel 4.14
Treynor indeks tahun 2008

	TREYNOR INDEKS			
	<i>Return Portofolio</i>	<i>Risk free return</i>	Beta	Treynor indeks
RDS INA	-0.00318	0.025426	0.393866	-0.07264
RDS MALAY	-0.00167	0.009725	0.375192	-0.03036*

Ket *: nilai treynor tertinggi

Sumber: Permata Wulandari, 2010 (Pengolahan Data E-Views)

Sama seperti perolehan pada *Sharpe ratio*, nilai *Treynor* indeks pada tahun 2008 menunjukkan bahwa kinerja reksadana saham syariah Malaysia lebih unggul dari reksadana saham syariah Indonesia. Hal ini dikarenakan perolehan imbal hasil reksadana saham syariah Indonesia jauh dibawah perolehan imbal hasil reksadana saham syariah Malaysia. Selain itu, beta yang diperoleh pada reksadana saham syariah Indonesia lebih tinggi jika dibandingkan Malaysia. Tentunya, posisi ini bertentangan dengan konsep *high risk high return* karena tingkat imbal hasil reksadana saham syariah di Indonesia lebih rendah sedangkan tingkat risikonya lebih tinggi.

Intrepretasi dari Treynor indeks ini mengindikasikan bahwa portofolio asset sepanjang tahun 2008 telah terdiversifikasi secara lengkap karena hasil yang diberikan sama dengan hasil perhitungan Sharpe indeks. Manajer investasi reksadana saham syariah Malaysia lebih mampu menangani risiko *systematic* jika dibandingkan Indonesia.

Tabel 4.15
Treydor indeks tahun 2009

	TREYNOR INDEKS			
	<i>Return Portofolio</i>	<i>Risk free return</i>	Beta	Treydor indeks
RDS INA	0.002751	0.020556	0.337273	-0.05279
RDS MALAY	0.000892	0.005989	0.120409	-0.04233*

Ket *: nilai treynor tertinggi

Sumber: Permata Wulandari, 2010 (Pengolahan Data E-Views)

Pada tahun 2009, nilai Treynor indeks menunjukkan bahwa kinerja reksadana saham syariah Malaysia lebih unggul dari reksadana saham syariah Indonesia sama seperti perolehan pada Sharpe indeks. Meskipun perolehan imbal hasil reksadana saham syariah Indonesia tiga kali lebih tinggi dari perolehan imbal hasil reksadana saham syariah Malaysia. Hal ini disebabkan beta yang diperoleh pada reksadana saham syariah Indonesia lebih tinggi jika dibandingkan Malaysia sehingga berdampak pada indeks treynor yang lebih rendah.

Intrepretasi dari Treynor indeks ini mengindikasikan bahwa portofolio asset sepanjang tahun 2009 telah terdiversifikasi secara lengkap karena hasil yang diberikan sama dengan hasil perhitungan sharpe indeks. Manajer investasi reksadana saham syariah Malaysia lebih mampu menangani risiko *systematic* jika dibandingkan Indonesia.

Tabel 4.16
Treydor indeks tahun 2008-2009

	TREYNOR INDEKS			
	<i>Return Portofolio</i>	<i>Risk free return</i>	Beta	Treydor indeks
RDS INA	-0.00034	0.023094	0.38874	-0.06029
RDS MALAY	-0.00044	0.007936	-0.20815	0.040245*

Ket *: nilai treynor tertinggi

Sumber: Permata Wulandari, 2010 (Pengolahan Data E-Views)

Secara keseluruhan tahun sepanjang 2008 sampai 2009, reksadana saham Malaysia memiliki kinerja yang lebih baik berdasarkan treynor indeks

meskipun imbal hasil portofolio yang dihasilkan lebih rendah dan negatif. Nilai beta yang negatif menandakan bahwa manajer investasi reksadana saham syariah di Malaysia mampu bergerak berlawanan dengan pergerakan pasar yang mengalami penurunan sepanjang tahun 2008-2009 sehingga Treynor indeks yang dihasilkan bernilai positif.

Hasil ini mengindikasikan bahwa portofolio asset sepanjang tahun 2008 hingga tahun 2009 telah terdiversifikasi secara lengkap karena hasil yang diberikan sama dengan hasil perhitungan sharpe indeks. Manajer investasi reksadana saham syariah Malaysia lebih mampu menangani risiko *systematic* jika dibandingkan Indonesia.

4.3.3. Komparasi kinerja berdasarkan Jensen *Alpha* indeks

Alpha mengukur derajat imbal hasil yang diperoleh manajer portfolio setelah memperhitungkan risiko pasar yang diukur dengan beta. Jika manajer portfolio memperoleh *imbal hasil* kurang lebih sama dengan pasar, maka *alpha* sama dengan nol. Berikut ini adalah perhitungan kinerja berdasarkan Jensen *Alpha* indeks :

Tabel 4.17
Jensen *Alpha*

JENSEN ALPHA		2008	2009	2008-2009
Kelompok		<i>Alpha</i>	<i>Alpha</i>	<i>Alpha</i>
RDS INA	Coeff	-0.01653	-0.01127	-0.013211
	t-stat	-12.9883	-11.8429	-20.76166
	Prob	0	0	0
RDS MALAY	Coeff	-0.01117*	-0.00431*	-0.005121*
	t-stat	-28.0299	-15.5091	-20.23998
	Prob	0	0	0

Ket *: nilai *Alpha* tertinggi

Sumber: Permata Wulandari, 2010 (Pengolahan Data E-Views)

Seluruh hasil perhitungan Jensen *alpha* indeks pada kedua portofolio reksadana di masing-masing negara menunjukkan hasil yang negatif. Hal ini

mengindikasikan bahwa manajer portofolio pada masing-masing negara memiliki imbal hasil yang lebih rendah dari pasar. Nilai ini juga mengindikasikan bahwa manajer investasi pada masing-masing negara berkinerja lebih buruk dari yang diharapkan.

Perolehan Jensen *Alpha* sepanjang tahun 2008, 2009 dan 2008-2009 menjelaskan bahwa manajer investasi pada reksadana saham syariah di Malaysia berkinerja lebih baik jika dibandingkan Indonesia meskipun kinerja yang didapatkan lebih rendah dari kinerja pasar. Hal ini menjadi bahan evaluasi bagi manajer investasi reksadana saham syariah di Malaysia dan Indonesia karena kedua reksadana tersebut tidak mampu menghasilkan kinerja yang lebih baik dari pasar sepanjang tahun 2008, 2009 dan 2008-2009.

4.3.4. Komparasi kinerja berdasarkan appraisal ratio

Appraisal ratio digunakan untuk mengukur kemampuan dalam memilih portofolio dari manajer investasi. Berikut ini adalah hasil dari appraisal ratio :

Tabel 4.18

Appraisal Ratio tahun 2008

	2008		
	α_p	σ_p	Appraisal ratio
Reksadana saham syariah Indonesia	-0.0165	0.026911	-0.614241568*
Reksadana saham syariah Malaysia	-0.0112	0.011626	-0.9607945

*Ket *: nilai Appraisal ratio tertinggi*

Sumber: Permata Wulandari, 2010 (Pengolahan Data E-Views)

Meskipun kinerja berdasarkan Sharpe, Treynor dan Jensen *alpha* sepanjang tahun 2008 dimenangkan oleh reksadana saham syariah Malaysia tetapi pada tahun 2008, reksadana saham syariah Indonesia lebih unggul berdasarkan appraisal ratio. Nilai *alpha* yang lebih rendah dengan standar deviasi yang lebih tinggi membuat appraisal ratio yang dihasilkan lebih tinggi. Hal ini mengindikasikan bahwa sepanjang tahun 2008 berdasarkan appraisal ratio, kinerja reksadana saham syariah Indonesia lebih tinggi. Manajer investasi dari reksadana saham syariah Indonesia lebih mampu melakukan

pemilihan portofolio reksadana. Pola manajemen aktif dari manajer investasi reksadana saham syariah di Indonesia mampu menghasilkan kinerja lebih dibandingkan Malaysia pada tahun 2008.

Tabel 4.19

Appraisal Ratio tahun 2009

	2009		
	α_p	σ_p	Appraisal ratio
Reksadana saham syariah Indonesia	-0.0113	0.019677	-0.572739156*
Reksadana saham syariah Malaysia	-0.0043	0.007402	-0.582275978

*Ket *:* nilai *Appraisal ratio* tertinggi

Sumber: Permata Wulandari, 2010 (Pengolahan Data E-Views)

Kondisi yang sama terjadi pada perolehan kinerja berdasarkan appraisal ratio pada tahun 2009. Reksadana saham syariah Indonesia lebih unggul jika dibandingkan reksadana saham syariah Malaysia meskipun berdasarkan Sharpe, Treynor dan Jensen indeks kondisi yang terjadi sebaliknya. Nilai *alpha* yang merupakan *abnormal return* pada reksadana saham syariah Indonesia lebih rendah dengan standard deviasi yang lebih tinggi menghasilkan appraisal ratio yang lebih tinggi. Manajer investasi dari reksadana saham syariah Indonesia lebih mampu melakukan pemilihan portofolio reksadana. Pola manajemen aktif dari manajer investasi reksadana saham syariah di Indonesia mampu menghasilkan kinerja lebih dibandingkan Malaysia pada tahun 2009.

Tabel 4.20

Appraisal Ratio tahun 2008-2009

	2008-2009		
	α_p	σ_p	Appraisal ratio
Reksadana saham syariah Indonesia	-0.0132	0.023907	-0.552605472
Reksadana saham syariah Malaysia	-0.0051	0.00982	-0.521469493*

*Ket *:* nilai *Alpha* tertinggi

Sumber: Permata Wulandari, 2010 (Pengolahan Data E-Views)

Meskipun sepanjang tahun 2008 dan 2009 kinerja reksadana saham syariah Indonesia memiliki hasil yang lebih baik berdasarkan *appraisal ratio*, berdasarkan analisis *pooled year* 2008-2009 reksadana saham syariah Malaysia mengungguli reksadana saham syariah Indonesia. Hasil ini didapatkan karena risiko pada keseluruhan tahun tersebut yang diperoleh oleh reksadana saham syariah Indonesia sangat tinggi sehingga *abnormal return* yang didapatkan tidak mampu mengimbangnya. Manajer investasi reksadana saham syariah Malaysia lebih mampu melakukan pemilihan portofolio reksadana dan pola manajemen aktif dari manajer investasi terbukti lebih mampu menghasilkan kinerja yang lebih baik dibandingkan Indonesia. Hal ini sejalan dengan perhitungan berdasarkan Sharpe, Treynor dan Jensen indeks yang menilai bahwa kinerja reksadana saham syariah Malaysia lebih baik sepanjang tahun 2008 sampai 2009 dibandingkan Indonesia.

4.3.5. Komparasi kinerja berdasarkan kemampuan *market timing* dan *stock selection*

Pengukuran kemampuan *market timing* dan kemampuan *stock selection* dari manajer investasi reksadana di hitung berdasarkan model Treynor Mazuy. Berikut ini adalah ringkasan dari model Treynor Mazuy pada reksadana saham syariah di Indonesia dan Malaysia :

Tabel 4.21

Model Treynor Mazuy

Kelompok		2008			2009			2008-2009		
		<i>Alpha</i>	β_1	β_2	<i>Alpha</i>	β_1	β_2	<i>Alpha</i>	β_1	β_2
RDS INA	Coeff	-0.0159	0.462229	0.680224	0.355885*	0.355885	-0.017756	-0.013059	0.436626	0.246669
	t-stat	-15.33703	7.312997	0.658223	4.96392	4.96392	-0.011978	-19.63953	14.67324	0.793951
	Prob	0	0	0.5111	0	0	0.9905	0	0	0.4276
RDS MALAY	Coeff	-0.00714*	-0.681297	-1.134779	-0.004365	-0.830409	1.317056	-0.005323*	-0.688618	-1.534897
	t-stat	-18.82671	-21.65566	-4.595912	-14.96974	-26.56757	0.940323	-21.09738	-31.36448	-4.371564
	Prob	0	0	0**	0	0	0.3481	0	0	0**

Ket *: nilai *Alpha* tertinggi

** : nilai *market timing* signifikan pada $\alpha < 5\%$

Sumber: Permata Wulandari, 2010 (Pengolahan Data E-Views)

Hasil perhitungan model Treynor Mazuy menunjukkan bahwa nilai *alpha* reksadana saham syariah Indonesia sepanjang tahun 2008 lebih rendah dari nilai *alpha* reksadana saham syariah Malaysia pada tahun 2008 (signifikan pada nilai $\alpha = 5\%$). Hal ini mengindikasikan bahwa manajer investasi reksadana saham syariah di Malaysia memiliki kemampuan *stock selection* yang lebih baik dari reksadana saham syariah di Indonesia. Hal ini sejalan dengan pengukuran berdasarkan Sharpe, Treynor dan Jensen indeks yang menunjukkan bahwa kinerja reksadana saham syariah Malaysia lebih baik dari Indonesia. Kemampuan *stock selection* yang lebih tinggi dari manajer investasi memberikan pengaruh yang searah pada peningkatan kinerja.

Pada tahun 2009, kemampuan *stock selection* dari manajer investasi reksadana saham syariah di Indonesia lebih tinggi meskipun berdasarkan Sharpe, Treynor dan Jensen, reksadana saham syariah Malaysia memiliki kinerja yang lebih tinggi. Hal ini memberikan sebuah fakta bahwa kemampuan *stock selection* di tahun 2009 belum memberikan kontribusi positif dalam meningkatkan kinerja reksadana saham syariah di Indonesia.

Berdasarkan analisis *pooled year* 2008-2009, reksadana saham syariah Malaysia memiliki kinerja yang lebih unggul dalam melakukan *stock selection* jika dibandingkan reksadana saham syariah Indonesia. Hal ini sejalan dengan kinerja berdasarkan Sharpe, Treynor, Jensen dan *Appraisal ratio* yang lebih tinggi. Kemampuan *stock selection* memberikan sumbangan positif pada kinerja reksadana saham syariah di Indonesia.

Kinerja *market timing* yang ditunjukkan oleh koefisien β_2 sepanjang tahun

2008, 2009 dan 2008-2009, memperlihatkan bahwa kemampuan reksadana saham syariah di Indonesia tidak ada yang mampu secara signifikan melakukan *market timing*. Kondisi inilah yang menyebabkan pada berbagai alat pengukuran kinerja yang telah dilakukan sebelumnya, kinerja reksadana saham syariah Indonesia lebih rendah. Kemampuan *market timing* merupakan

kemampuan manajer investasi reksadana dalam memanfaatkan momen dari turun dan naiknya kinerja pasar. Reksadana saham syariah di Indonesia berdasarkan pengukuran diatas, tidak ada yang mampu secara signifikan memanfaatkan momen penurunan serta peningkatan kinerja pasar untuk memperbaiki kinerja portofolio reksadana saham syariah.

Pada reksadana saham syariah Malaysia, di tahun 2008 serta *pooled year* 2008-2009 tercatat mampu melakukan *market timing* secara signifikan tetapi nilai koefisien yang dihasilkan bernilai negatif yang berarti manajer investasi reksadana saham syariah Malaysia menghasilkan *excess return* portofolio reksadana yang lebih kecil jika dibandingkan dengan *excess return market*. Kemampuan memanfaatkan momen dimana pasar mengalami peningkatan dan penurunan masih belum baik karena masih bernilai negatif. Meskipun begitu hasil yang didapatkan signifikan jika dibandingkan manajer investasi reksadana saham syariah di Indonesia yang tidak signifikan dalam melakukan *market timing* portofolio.

4.3.6. Ringkasan komparasi kinerja

Berikut ini adalah ringkasan komparasi kinerja sepanjang tahun 2008, 2009 dan 2008-2009 :

Tabel 4.22
Ringkasan Kinerja

2008							
	Kinerja Reksadana				Treynor Mazuy		
	Sharpe	Treynor	Jensen	Appraisal Ratio	Alpha	β_1	β_2
RDS INA	-1.063125	-0.07264	-0.0165	-1.0895*	-0.0159	0.46223	0.68022**
RDS MALAY	-0.97989*	-0.03036*	-0.0112*	-1.6151	-0.0071*	-0.6813	-1.1348
2009							
RDS INA	-0.904847	-0.05279	-0.0113	-1.1015*	0.35589*	0.35589	-0.0178**
RDS MALAY	0.688599*	-0.04233*	-0.0043*	-1.2902	-0.0044	-0.8304	1.31706**
2008-2009							
RDS INA	-0.980309	-0.06029	-0.0132	-0.9889	-0.0131	0.43663	0.24667**
RDS MALAY	0.853027*	0.040245*	-0.0051*	-0.9073*	-0.0053*	-0.6886	-1.5349

Ket * : reksadana dengan kinerja yang lebih tinggi

** : tidak signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$

Sumber: Permata Wulandari, 2010 (Pengolahan Data E-Views)

Hasil ringkasan kinerja diatas menggambarkan bahwa sepanjang tahun 2008, berdasarkan kinerja yang diukur dari indeks Sharpe, Treynor, dan Jensen, reksadana saham syariah Malaysia lebih unggul dari Indonesia. Sedangkan kinerja berdasarkan appraisal ratio, reksadana saham syariah Indonesia lebih unggul dibandingkan Malaysia. Tingginya kinerja reksadana saham syariah di Malaysia didukung oleh kemampuan melakukan *stock selection* dan *market timing* dari manajer investasi reksadana saham syariah di Malaysia yang lebih tinggi.

Sepanjang tahun 2009, berdasarkan kinerja yang diukur dari indeks Sharpe, Treynor, dan Jensen, reksadana saham syariah Malaysia lebih unggul dari Indonesia. Sedangkan kinerja berdasarkan appraisal ratio, reksadana saham syariah Indonesia lebih unggul dibandingkan Malaysia. Meskipun manajer investasi reksadana saham syariah di Indonesia mampu melakukan *stock selection* yang lebih baik tetapi kontribusi ini belum mampu meningkatkan kinerja dari reksadana saham syariah di Indonesia karena berdasarkan pengukuran kinerja diatas reksadana saham syariah di Indonesia tidak lebih baik dari Malaysia.

Pada perhitungan *pooled year*, 2008-2009, berdasarkan kinerja yang diukur dari semua metodologi pengukuran dalam penelitian ini, reksadana saham syariah Malaysia lebih unggul dari Indonesia. Hal ini didukung oleh kemampuan *market timing* dan *stock selection* dari manajer investasi reksadana saham syariah Malaysia yang lebih baik dari Indonesia. Inilah yang menyebabkan reksadana saham syariah di Indonesia kurang mampu berkembang pesat sebagaimana reksadana saham syariah di Malaysia karena kinerjanya masih belum baik.

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

5.1.1. Kesimpulan analisis perbandingan imbal hasil dan risiko reksadana

Reksadana saham syariah sepanjang tahun 2008 di Malaysia memiliki imbal hasil yang lebih tinggi sebesar -0.001667 dibandingkan reksadana saham di Indonesia sebesar -0.003184. Nilai negatif ini mengindikasikan pergerakan reksadana saham sejalan dengan pergerakan pasar yang diwakili oleh JII di Indonesia sebesar -0.004682 dan FBM Emas Syariah sebesar -0.002323. Pergerakan reksadana saham syariah sepanjang tahun 2009 menunjukkan nilai imbal hasil yang lebih unggul pada instrumen reksadana saham syariah di Indonesia sebesar 0.002751 dibandingkan Malaysia 0.000892 yang sejalan dengan pergerakan pasar yang juga menunjukkan nilai positif. Namun, nilai ini masih dibawah dari tingkat *risk free return*. Sepanjang tahun 2008-2009, secara keseluruhan imbal hasil yang didapatkan pada reksadana saham menunjukkan nilai yang negatif dengan nilai tertinggi pada reksadana saham syariah di Indonesia.

Risiko portofolio reksadana saham syariah di Indonesia pada tahun 2008 menunjukkan nilai yang lebih tinggi (lebih berisiko) jika dibandingkan portofolio reksadana saham syariah di Malaysia. Hal ini sejalan dengan konsep *high risk high return*. Hal yang sama juga terjadi sepanjang tahun 2009 dan 2008-2009 dimana reksadana saham syariah Indonesia memiliki nilai risiko yang lebih tinggi dibandingkan reksadana saham syariah di Malaysia. Pada tahun 2008, Pengukuran kinerja reksadana saham syariah berdasarkan Sharpe dan appraisal ratio menunjukkan bahwa reksadana saham syariah di Indonesia memiliki kinerja yang lebih tinggi jika dibandingkan reksadana saham syariah di Malaysia. Hal ini mengindikasikan bahwa manajer investasi di Indonesia lebih mampu mendiversifikasi risiko *unsystematic* dibandingkan manajer investasi di Malaysia. Sedangkan berdasarkan pengukuran Treynor dan Jensen Alpha, reksadana saham syariah di Malaysia menunjukkan kinerja yang lebih tinggi dibandingkan Indonesia.

5.1.2. Kesimpulan analisis perbandingan kinerja berdasarkan indeks Sharpe, Treynor, Jensen dan *appraisal ratio*

Sepanjang tahun 2008, berdasarkan kinerja yang diukur dari indeks Sharpe, Treynor, dan Jensen, reksadana saham syariah Malaysia lebih unggul dari Indonesia. Sedangkan kinerja berdasarkan *appraisal ratio*, reksadana saham syariah Indonesia lebih unggul dibandingkan Malaysia. Pada tahun 2009, berdasarkan kinerja yang diukur dari indeks Sharpe, Treynor, dan Jensen, reksadana saham syariah Malaysia lebih unggul dari Indonesia. Sedangkan kinerja berdasarkan *appraisal ratio*, reksadana saham syariah Indonesia lebih unggul dibandingkan Malaysia. Pada perhitungan *pooled year*, 2008-2009, berdasarkan kinerja yang diukur dari semua metodologi pengukuran dalam penelitian ini, reksadana saham syariah Malaysia lebih unggul dari Indonesia.

5.1.3. Kesimpulan perbandingan kemampuan *market timing* dan *stock selection* manajer investasi

Berdasarkan perhitungan Treynor Mazuy sepanjang tahun 2008, manajer investasi reksadana saham syariah di Malaysia memiliki kemampuan *stock selection* yang lebih baik dari reksadana saham syariah di Indonesia dan manajer investasi reksadana saham syariah di Malaysia memiliki kemampuan yang signifikan dalam meramalkan keadaan pasar sehingga dapat memilih waktu yang tepat pada saat pembelian maupun penjualan sekuritas. Pada tahun 2009, manajer investasi reksadana saham syariah di Malaysia memiliki kemampuan *stock selection* yang lebih baik dari reksadana saham syariah di Indonesia. Manajer investasi reksadana saham syariah pada masing-masing negara tidak ada yang secara signifikan memiliki kemampuan dalam meramalkan keadaan pasar sehingga tidak dapat memilih waktu yang tepat pada saat pembelian maupun penjualan sekuritas dan keputusan investasi hanya berdasarkan *stock selection*. Sepanjang tahun 2008-2009, manajer investasi reksadana saham syariah di Indonesia memiliki kemampuan *stock selection* yang lebih baik dari reksadana saham syariah di Malaysia. Sedangkan, manajer investasi reksadana saham syariah di Malaysia memiliki kemampuan signifikan kemampuan dalam meramalkan keadaan pasar

sehingga dapat memilih waktu yang tepat pada saat pembelian maupun penjualan sekuritas.

5.2. Saran

Hasil dari penelitian ini memberikan masukan bahwa manajer investasi reksadana saham syariah di Indonesia memiliki kinerja dibawah kinerja dari manajer investasi reksadana saham syariah di Malaysia. Hal ini dikarenakan tidak memiliki kemampuan *market timing* serta *stock selection* yang baik. Semakin banyaknya investor yang rasional (memilih kinerja yang terbaik) menjadi pemacu bagi reksadana saham syariah di Indonesia untuk memperbaiki kinerja.

Penelitian ini menggunakan nilai aktiva bersih tanpa memasukan faktor *reinvested dividends* karena data tersebut tidak dipublikasikan. Hal ini akan membuat hasil menjadi bias karena imbal hasil reksadana akan terlihat lebih kecil dari yang seharusnya (*understated*). Dimasa mendatang diharapkan data ini bisa dipublikasikan sehingga bias data bisa diminimalisir.

Investor harus berhati-hati pada reksadana yang menawarkan tingkat *return* pada data historis yang lebih besar jauh diatas *benchmark* pasar dalam hal ini JII dan KLSE BM Emas. Tingkat imbal hasil yang terlalu besar akan mengandung risiko yang besar. Sebagai alternatif, investor dapat memilih syariah *structured fund* yang merupakan reksadana dimana investor bisa mendapatkan tingkat *return* dengan risiko yang lebih terukur dibandingkan reksadana saham biasa.

Penggunaan model penelitian lain pada perhitungan kinerja, *stock selection* dan *market timing* seperti model Fama dan French serta model Henrickson Merton akan memperbanyak variabel dalam reksadana sehingga diperkirakan akan mampu menjelaskan faktor yang mempengaruhi kinerja.

Kelemahan pada penelitian ini adalah jangka waktu perhitungan hanya meliputi periode dimana kejatuhan reksadana dan pemulihan reksadana. Sehingga hanya bisa meneliti pada saat terjadi beta portofolio yang negatif. Diharapkan, penelitian berikutnya mampu meneliti pada periode yang mewakili kejatuhan reksadana, pemulihan reksadana dan kebangkitan reksadana.

5.3. Implikasi Penelitian

Berdasarkan pengujian statistik yang telah dilakukan dapat diambil kesimpulan bahwa reksadana saham syariah Malaysia memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan Indonesia. Beberapa hal yang menyebabkan kinerja reksadana saham syariah Malaysia lebih unggul dari Indonesia, antara lain :

a. Penetrasi produk syariah Malaysia sangat baik

(Bloomberg, 2010) Penetrasi produk syariah Malaysia berada pada posisi ketiga di dunia dengan pangsa pasar sebesar 19.9% sementara Indonesia hanya berada pada kisaran 2.2%. Malaysia hanya kalah dari Iran(102%) dan Brunei (36%). Kondisi ini secara langsung mempengaruhi industri reksadana karena lambannya penetrasi *underlying asset* yang menyertainya.

b. Dukungan pemerintah yang tinggi bagi perkembangan industri syariah.

Tingginya keterlibatan pemerintah baik federal maupun negeri dalam menerbitkan reksadana syariah, amana-amanah saham dan sukuk meskipun sebagian besarnya tetap dibawah kelolaan Permodalan Nasional Berhad (PNB). PNB adalah salah satu fund manager terbesar yang didukung penuh oleh pemerintah Malaysia. Obligasi syariah juga telah menjadi salah satu sumber investasi untuk pembangunan negara dimana 60% dari pendapatan negara berasal dari sukuk. Malaysia tercatat sebagai negara penjual obligasi syariah tertinggi di dunia. Melalui instrumen sukuk pemerintah memperoleh dana segar dalam jumlah yang besar dari investor global, sebagai contoh sirkuit Sepang yang menjadi salah satu arena balap mobil F1 dan balap motor MotoGP merupakan salah satu proyek yang didanai dari pembiayaan syariah. Di Malaysia *sharia financing* memang sudah menjadi kebijakan yang integral dengan strategi negara.

c. Malaysia lebih dahulu mengembangkan investasi syariah

Indonesia tertinggal cukup jauh dalam mengembangkan kegiatan investasi syariah (Bapepam : 2010). Malaysia pertama kali mengembangkan kegiatan pasar modal syariah sejak awal tahun 1990 dan saat ini terus mengalami kemajuan yang cukup pesat sementara Indonesia baru memulai pada tahun 2004 ditandai dengan hadirnya indeks syariah.

d. Sosialisasi yang masif serta kemudahan bertransaksi

Tingkat sosialisasi dan kemudahan yang ditawarkan oleh reksadana syariah telah menyebabkan reksadana syariah menjadi instrumen menarik. Reksadana syariah menjadi sarana investasi bagi ibu-ibu rumah tangga, pelajar/mahasiswa, serta pekerja golongan menengah ke bawah. Daya tarik ini bukanlah hanya disebabkan oleh kesadaran menabung masyarakat yang tinggi, namun juga karena modal yang diperlukan sedikit, jaringan pemasaran yang luas (seperti : kantor pos), kemudahan melakukan penyetoran dan penarikan, serta kadar keuntungannya yang jauh lebih besar dari menabung di bank (selisih antara 4-5% di bank dan 10-15% di reksadana) (Bloomberg, 2010).

Beberapa hal yang menyebabkan kinerja reksadana saham syariah Indonesia kalah dari Malaysia, antara lain :

a. Sosialisasi reksadana syariah yang masih rendah

Saat ini, Indonesia jauh tertinggal dari negara lainnya dalam pengelolaan reksadana. Pada periode 2005-2009, rasio AUM reksadana terhadap GDP Indonesia hanya sebesar 1,21%. Sementara di Singapura 20%, Malaysia dan Thailand rasionya masing-masing 16%, dan 12,2%. Amerika Serikat sendiri, saat ini rasionya sudah mencapai 68% dari GDP (Bloomberg, 2010). Berdasarkan data dari (Asosiasi Pengelola Reksadana Indonesia, 2010), kondisi ini disebabkan oleh minimnya sosialisasi kepada investor sehingga banyak investor yang hanya tahu menanamkan investasi di bank.

b. Adanya pengenaan pajak pada underlying asset reksadana

Pertumbuhan industri reksa dana Indonesia justru akan terancam dengan adanya pengenaan pajak. Undang-Undang No 36/2008 tentang Pajak Penghasilan yang sudah berlaku pada 1 Januari 2009 menetapkan pajak pendapatan bunga reksa dana pendapatan tetap. PP Pajak reksa dana pendapatan tetap rencananya diberlakukan progresif sejak 2011 hingga

2013 hingga menjadi 5 persen. Mulai 2014 dan seterusnya, pajak tersebut akan ditetapkan sebesar 15 persen.

Pada negara Malaysia, pemerintah menghilangkan semua hambatan untuk menjadikan negara tersebut sebagai pusat industri keuangan di ASEAN. Itulah yang menyebabkan reksa dana di negara tersebut berkembang cepat. Pada majalah Swa, Maret 2010, terdapat data bahwa tingkat pengetahuan masyarakat di Malaysia akan investasi pada instrument reksadana mencapai 50% sementara di Indonesia hanya 1%.

c. Instrumen Investasi Syariah Masih Langka

Perkembangan pesat investasi dalam lima tahun dewasa ini, ternyata tidak diikuti instrumen investasi syariah yang terlihat masih minim. Sebagai contoh: pasar domestik hanya terdapat sekitar Rp 4,59 triliun sukuk (obligasi syariah) padahal sukuk merupakan salah satu instrument pembangun reksadana syariah (Dahlan Siamat : 2009).

d. Reksadana Syariah belum dikenal secara luas

Berbeda dengan Malaysia, hanya kalangan masyarakat tertentu yang mengetahui keberadaan reksadana Syariah. Mereka adalah para pelaku bisnis, praktisi, dan akademis di bidang ekonomi syariah.

DAFTAR PUSTAKA

- Achsien, Iggi (2003). *Analisis Antara Konsep dan Praktik Proses Management Portfolio Syariah di Malaysia*. Jakarta.
- Achsien, Iggi (2000). *Investasi Syariah di Pasar Modal*. Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.
- Ahmad, Kamaruddin (2007). *Akuntansi Manajemen; Dasar-dasar Konsep Biaya dan Pengambilan Keputusan*. Raja Grafindo, Jakarta.
- Al-Muslih, Abdullah dan Ash-Shawi, Shallah (2004). *Fikih Ekonomi Keuangan Islam*. Darul Haq, Jakarta.
- Anogara, Pandji (2005). *Pengantar Pasar Modal*. Rineka Cipta, Jakarta.
- Ang, Robert (1997). *Buku Pintar Pasar Modal* (terjemahan oleh Amir Abadi Yusuf dan Rudi M. Tambunan). Salemba Empat, Jakarta.
- Bauer, Richard J. and Julie R. Dahlquist (2001). *Market Timing and Roulette Wheels*. Financial Analysts Journal.
- Bapepam (2010). *Kajian Pasar Modal Indonesia 2010*. Jakarta.
- Bodie Zvi, Alex Kane and Alan J. Marcus (2008). *Investments*, Singapore : Mc Graw-Hill, International Edition.
- Bollerslev, T., Chou, R.Y., Kroner, K (1992). *ARCH Modelling in Finance: A Review of The Theory and Empirical Evidence*. Journal of Econometrics 52, 5-59.
- Brooks, Chris (2002). *Introductory Econometrics for Finance*. Cambridge University Press, United Kingdom.
- Buku Panduan Indeks Harga Saham Bursa Efek Indonesia*, 2008. Bursa Efek Indonesia, Jakarta.
- Buku Panduan Indeks Harga Saham Bursa Efek Indonesia*, 2009. Bursa Efek Indonesia, Jakarta.
- Cvitani, Jaksa, Ali Lazrak dan Tan Wang (2000). *Sharpe Ratio as a Performance Measure in a Multi Period Setting*, Jurnal SSRN January_28.
- Dornbusch, R dan S Fischer, (1994). *Macroeconomics*, Mc-Graw Hill, International Edition.
- Elton,E.J., and Gruber,M.J (1995). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, John Wiley and Son.

- Fabozzi, Frank J (1999). *Manajemen Investasi*. Jilid 1. Salemba Empat, Jakarta.
- Ghufron, Shofiniyah (2005). *Briefcase Book Edukasi Profesional Syariah: Sistem Kerja Pasar Modal Syariah*, Cet.I, Renaisan , Jakarta.
- Gujarati, Damodaran N (2003). "*Basic Econometrics*", 4th edition, Mc Graw-Hill International Edition.
- Gumilang, Fajar Tinur (2008). *Analisis Kinerja Reksadana Pendapatan Tetap : Berdasarkan Pengelompokan Manajemen Investasi Periode 2006-2008*. Thesis Program Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia ; tidak diterbitkan.
- Haugen, Robert (1990). *Modern Investment Theory*. 2nd ed. International Edition. Prentice Hall, Inc.
- Haymans Manurung, Adler (2003). *Reksadana*. PT Adler Manurung Press, Jakarta.
- Huda, Nurul (2007). *Investasi pada pasar modal syariah*. Kencana Prenada Media Group. Jakarta.
- Husnan, Suad (1994). *Dasar - dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. AMPYKPN, Jakarta.
- Jones, Charles P (2004). *Investment: Analysis and Management* 8th ed. John Wiley & Sons, New York.
- Jacob, Bruce. (1994). *All About Mutual Funds*. Irwin, Chicago.
- Jensen, M. (1968). *The performance of mutual funds in the period 1945-1964*. Journal of Finance.
- Kothari, S.P dan Jerrold B. Warner (1997). *Evaluating Mutual Fund Performance*. Journal SSRN, Agustus.
- Lavine, A (1996). *50 Ways to Mutual Fund Profits*, Irwin, Chicago.
- Majelis Ulama Indonesia (2003). *Himpunan Fatwa Dewan Syariah Nasional MUI*, Jakarta.
- Malaysia Securities and Exchange Commission (2009). *Market Overview*. Kuala Lumpur, Malaysia.
- Malaysia Securities and Exchange Commission (2010). *Market Overview*. Kuala Lumpur, Malaysia.
- M. Miller, Ross. *Treynor-Black Revisited : A New Application to Enterprise-Wide*

- Portfolio Optimization*. Jurnal SSRN, Niskayuna, NY 12309 USA.
- Nachrowi, D.N & Hardius Usman (2006). *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika Untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Maheran dan Masliza (2008). *Islamic Equity Mutual Fund Performance in Malaysia : Risk and Return Analysis*. IIUM Journal : Malaysia.
- Partawidjaja, Djumyati (2005). *Pengukuran Kinerja Reksadana Saham Berdasarkan Market Timing dan Stock Selection Serta Faktor Ekonomi Makro Yang Mempengaruhinya*. Thesis Program Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia ; tidak diterbitkan.
- Priyo, Eko dan Ubaidillah Nugraha (2009). *Reksa Dana*. Jakarta : Gramedia Pustaka Utama
- Reilly, Frank (2001). *Investment Analysis And Portfolio Management*. 4th ed. *International Edition*. Dryden Publisher, Inc.
- Ridho, Ali (2008). *Perbandingan Kinerja Reksadana Konvensional dan Syariah dengan Indeks Sharpe, Jensen, dan Treynor (Periode Tahun 2003-2007)*. Tesis Pascasarjana UI.
- Sakti, Ali (2007). *Analisis Teoritis Ekonomi Islam: Jawaban atas Kekacauan Ekonomi Modern*. Aqsa Publishing, Jakarta.
- Sharpe, Wiliam (1966). "Mutual Fund Performance." *Journal of Business*, vol.39, no.1, (January)
- Siamat, Dahlan (2009). *Manajemen Lembaga Keuangan : Kebijakan Moneter dan Perbankan*, Edisi keenam. Lembaga Penerbitan Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Jakarta.
- Siddiqi, M (2000). *Islamic Mutual Funds : Equity Culture Among Muslim Investors*. Middle East, 300.
- Titman, Sheridan. (1993). *Performance Measurement Without Benchmarks : An Examination of Mutual Fund Return*. *Journal of Business*, Vol. 66, pp 47-67.
- Wahyudi, Iyuk. (2006). *Prospek dan Tantangan Pasar Modal Syariah di Indonesia. Kajian Intensif Ekonomi Islam : Sistem, Manajemen, & Produk Reksadana Syariah* Magister Studi Islam UII, Yogyakarta.
- , *Kamus Besar Bahasa Indonesia (1996)*. Balai Pustaka, Jakarta.

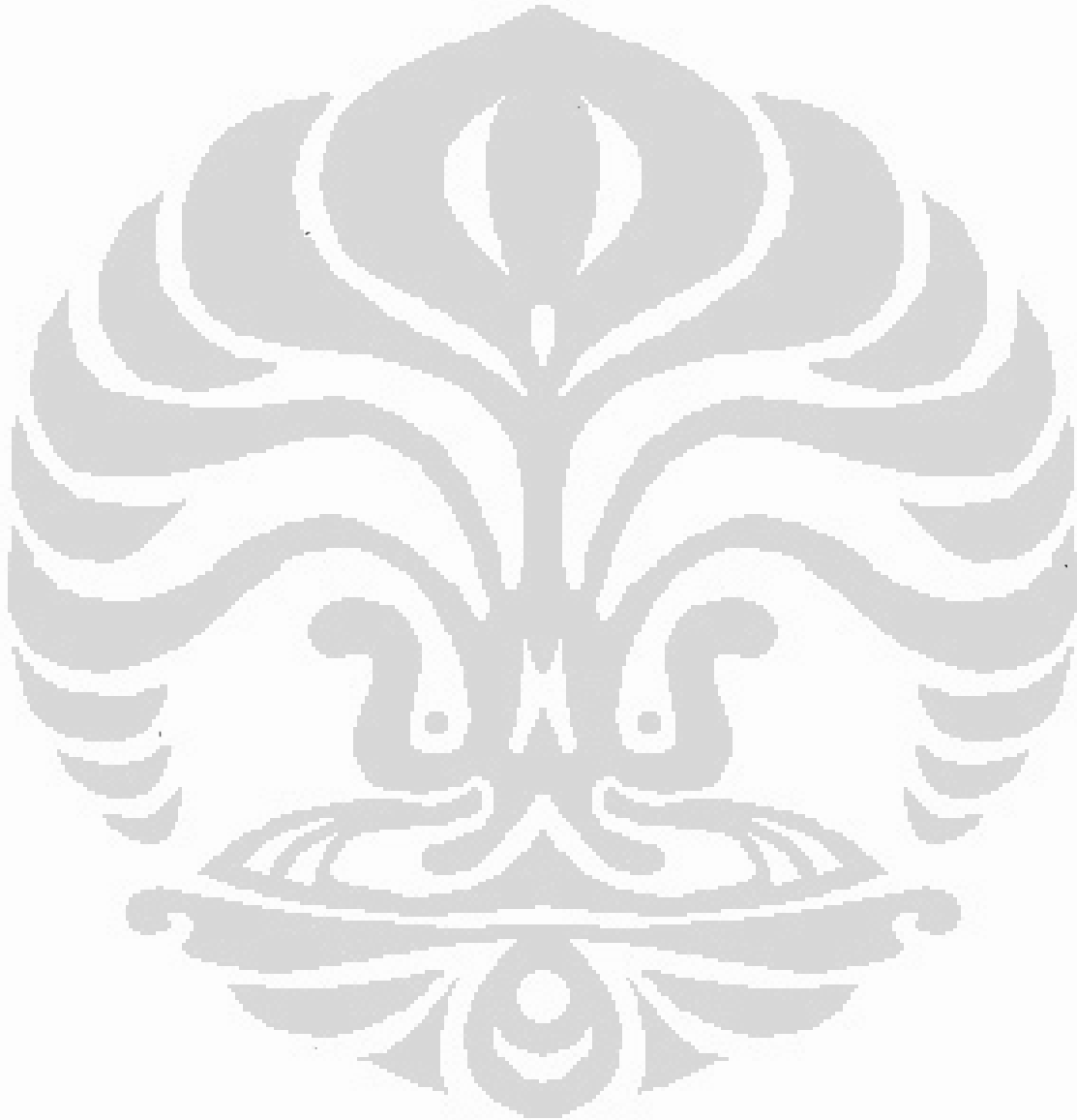
-, Undang-Undang Republik Indonesia nomor 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal.

www.bapepam.go.id

www.bloomberg.com

www.idx.co.id

www.bi.go.id



LAMPIRAN

**Lampiran 1**

Uji Stasioneritas

Reksadana Saham Syariah

2008-2009

Null Hypothesis: RIND has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=17)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-12.61149	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.444724	
	5% level	-2.867772	
	10% level	-2.570153	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(RIND)

Method: Least Squares

Date: 12/10/10 Time: 21:47

Sample(adjusted): 2 449

Included observations: 448 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RIND(-1)	-0.525975	0.041706	-12.61149	0.0000
C	-0.000171	0.000557	-0.307280	0.7588
R-squared	0.262870	Mean dependent var		1.60E-05
Adjusted R-squared	0.261218	S.D. dependent var		0.013717
S.E. of regression	0.011790	Akaike info criterion		-6.038730
Sum squared resid	0.061992	Schwarz criterion		-6.020405
Log likelihood	1354.675	F-statistic		159.0496
Durbin-Watson stat	2.072217	Prob(F-statistic)		0.000000

Null Hypothesis: RMALAY has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=17)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-12.49279	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.444757	
	5% level	-2.867786	
	10% level	-2.570161	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(RMALAY)

Method: Least Squares

Date: 12/10/10 Time: 21:49

Sample(adjusted): 3 449

Included observations: 447 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RMALAY(-1)	-0.753330	0.060301	-12.49279	0.0000
D(RMALAY(-1))	-0.083926	0.047022	-1.784823	0.0750
C	-0.000360	0.000263	-1.370060	0.1714
R-squared	0.418110	Mean dependent var		-2.68E-05
Adjusted R-squared	0.415489	S.D. dependent var		0.007230
S.E. of regression	0.005527	Akaike info criterion		-7.551477

Sum squared resid	0.013566	Schwarz criterion	-7.523943
Log likelihood	1690.755	F-statistic	159.5153
Durbin-Watson stat	2.017454	Prob(F-statistic)	0.000000

2008

Null Hypothesis: RIND has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=14)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-9.146463	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.458347	
5% level	-2.873755	
10% level	-2.573355	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(RIND)

Method: Least Squares

Date: 12/10/10 Time: 21:51

Sample(adjusted): 2 234

Included observations: 233 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RIND(-1)	-0.532841	0.058256	-9.146463	0.0000
C	-0.001683	0.000902	-1.864404	0.0635
R-squared	0.265869	Mean dependent var		3.93E-05
Adjusted R-squared	0.262691	S.D. dependent var		0.015690
S.E. of regression	0.013473	Akaike info criterion		-5.767746
Sum squared resid	0.041930	Schwarz criterion		-5.738123
Log likelihood	673.9424	F-statistic		83.65779
Durbin-Watson stat	2.069089	Prob(F-statistic)		0.000000

Null Hypothesis: RMALAY has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=14)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-13.79931	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.458347	
5% level	-2.873755	
10% level	-2.573355	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(RMALAY)

Method: Least Squares

Date: 12/10/10 Time: 21:52

Sample(adjusted): 2 234

Included observations: 233 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RMALAY(-1)	-0.903852	0.065500	-13.79931	0.0000

C	-0.001511	0.000466	-3.241538	0.0014
R-squared	0.451855	Mean dependent var		3.89E-06
Adjusted R-squared	0.449482	S.D. dependent var		0.009320
S.E. of regression	0.006915	Akaike info criterion		-7.101715
Sum squared resid	0.011046	Schwarz criterion		-7.072092
Log likelihood	829.3498	F-statistic		190.4210
Durbin-Watson stat	2.000167	Prob(F-statistic)		0.000000

2009

Null Hypothesis: RIND has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=14)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-9.782604	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.460884	
	5% level	-2.874868	
	10% level	-2.573951	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(RIND)

Method: Least Squares

Date: 12/10/10 Time: 21:53

Sample(adjusted): 2 215

Included observations: 214 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RIND(-1)	-0.607626	0.062113	-9.782604	0.0000
C	0.001559	0.000658	2.371203	0.0186
R-squared	0.311016	Mean dependent var		-0.000103
Adjusted R-squared	0.307766	S.D. dependent var		0.011170
S.E. of regression	0.009293	Akaike info criterion		-6.509713
Sum squared resid	0.018310	Schwarz criterion		-6.478255
Log likelihood	698.5393	F-statistic		95.69933
Durbin-Watson stat	1.984857	Prob(F-statistic)		0.000000

Null Hypothesis: RMALAY has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=14)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-10.08805	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.461030	
	5% level	-2.874932	
	10% level	-2.573985	

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

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(RMALAY)

Method: Least Squares

Date: 12/10/10 Time: 21:54

Sample(adjusted): 3 215

Included observations: 213 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RMALAY(-1)	-0.787691	0.078082	-10.08805	0.0000
D(RMALAY(-1))	0.130251	0.066218	1.966990	0.0505
C	0.000758	0.000222	3.410300	0.0008
R-squared	0.375100	Mean dependent var		5.13E-05
Adjusted R-squared	0.369148	S.D. dependent var		0.003878
S.E. of regression	0.003080	Akaike info criterion		-8.713560
Sum squared resid	0.001993	Schwarz criterion		-8.666218
Log likelihood	930.9942	F-statistic		63.02685
Durbin-Watson stat	1.915328	Prob(F-statistic)		0.000000





Lampiran 2

Uji Heterokedastisitas

F-statistic	22.30432	Probability	0.000000
Obs*R-squared	40.82537	Probability	0.000000

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 12/11/10 Time: 05:23

Sample: 1 449

Included observations: 449

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.62E-05	1.78E-06	9.108200	0.0000
XMAL	-6.92E-05	0.000208	-0.332773	0.7395
XMAL^2	0.010689	0.004476	2.387964	0.0174
R-squared	0.090925	Mean dependent var		1.93E-05
Adjusted R-squared	0.086849	S.D. dependent var		2.97E-05
S.E. of regression	2.84E-05	Akaike info criterion		-18.09534
Sum squared resid	3.59E-07	Schwarz criterion		-18.06790
Log likelihood	4065.405	F-statistic		22.30432
Durbin-Watson stat	1.891975	Prob(F-statistic)		0.000000

2008-2009 Treynor Mazuy Malaysia

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	17.82523	Probability	0.000000
Obs*R-squared	48.16802	Probability	0.000000

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 12/11/10 Time: 05:23

Sample: 1 449

Included observations: 449

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.36E-05	1.82E-06	7.445910	0.0000
TMMALAYX1	0.000202	0.000185	1.088842	0.2768
TMMALAYX1^2	0.035160	0.013899	2.529720	0.0118
TMMALAYX2^2	-2.181317	0.832556	-2.620025	0.0091
R-squared	0.107278	Mean dependent var		1.85E-05
Adjusted R-squared	0.101260	S.D. dependent var		2.78E-05
S.E. of regression	2.63E-05	Akaike info criterion		-18.24397
Sum squared resid	3.08E-07	Schwarz criterion		-18.20739
Log likelihood	4099.772	F-statistic		17.82523
Durbin-Watson stat	2.009004	Prob(F-statistic)		0.000000

2008-Jensen Alpha Indonesia

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	50.70304	Probability	0.000000
Obs*R-squared	71.38565	Probability	0.000000

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 12/10/10 Time: 21:59

Sample: 1 234

Included observations: 234

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.81E-05	1.73E-05	3.929503	0.0001
JENSXINA	0.002986	0.001315	2.269809	0.0241
JENSXINA^2	0.068031	0.028719	2.368871	0.0187
R-squared	0.305067	Mean dependent var		9.89E-05
Adjusted R-squared	0.299050	S.D. dependent var		0.000277
S.E. of regression	0.000232	Akaike info criterion		-13.88748
Sum squared resid	1.24E-05	Schwarz criterion		-13.84318
Log likelihood	1627.835	F-statistic		50.70304
Durbin-Watson stat	1.894832	Prob(F-statistic)		0.000000

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	68.75554	Probability	0.000000
Obs*R-squared	87.31784	Probability	0.000000

2008-Treynor Mazuy

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	60.44141	Probability	0.000000
Obs*R-squared	103.1543	Probability	0.000000

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 12/10/10 Time: 22:01

Sample: 1 234

Included observations: 234

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.30E-05	1.58E-05	5.256113	0.0000
TMX1INA	0.001534	0.001180	1.300127	0.1949
TMX1INA^2	0.018223	0.026123	0.697595	0.4861
TMX2INA^2	2.120684	0.862041	2.460074	0.0146
R-squared	0.440830	Mean dependent var		9.74E-05
Adjusted R-squared	0.433537	S.D. dependent var		0.000251
S.E. of regression	0.000189	Akaike info criterion		-14.29711
Sum squared resid	8.18E-06	Schwarz criterion		-14.23805
Log likelihood	1676.762	F-statistic		60.44141
Durbin-Watson stat	2.036691	Prob(F-statistic)		0.000000

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	19.77548	Probability	0.000000
Obs*R-squared	47.98174	Probability	0.000000

2008-Jensen Alpha Malaysia

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	68.75554	Probability	0.000000
Obs*R-squared	87.31784	Probability	0.000000

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 12/11/10 Time: 05:25

Sample: 1 234

Included observations: 234

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.79E-05	5.75E-06	3.114697	0.0021
JENSYMALAY	0.001309	0.000682	1.919197	0.0562
JENSYMALAY^2	0.175378	0.046564	3.766381	0.0002
R-squared	0.373153	Mean dependent var		3.67E-05
Adjusted R-squared	0.367726	S.D. dependent var		9.16E-05
S.E. of regression	7.29E-05	Akaike info criterion		-16.20306
Sum squared resid	1.23E-06	Schwarz criterion		-16.15876
Log likelihood	1898.758	F-statistic		68.75554
Durbin-Watson stat	1.607965	Prob(F-statistic)		0.000000

2008-Treynor Mazuy Malaysia

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 12/10/10 Time: 22:02

Sample: 1 234

Included observations: 234

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.01E-05	2.75E-06	3.661875	0.0003
TMX1MALAY	0.000557	0.000260	2.143964	0.0331
TMX1MALAY^2	0.045505	0.014652	3.105797	0.0021
TMX2MALAY^2	-2.736882	0.860381	-3.181010	0.0017
R-squared	0.205050	Mean dependent var		1.65E-05
Adjusted R-squared	0.194681	S.D. dependent var		2.81E-05
S.E. of regression	2.52E-05	Akaike info criterion		-18.32246
Sum squared resid	1.46E-07	Schwarz criterion		-18.26340
Log likelihood	2147.728	F-statistic		19.77548
Durbin-Watson stat	1.903022	Prob(F-statistic)		0.000000

2009-Jensen Alpha IndonesiaWhite Heteroskedasticity Test:

F-statistic	6.166989	Probability	0.002493
Obs*R-squared	11.82079	Probability	0.002711

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 12/10/10 Time: 22:03

Sample: 1 215

Included observations: 215

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.63E-05	1.17E-05	6.520517	0.0000
JENSXINA	0.002017	0.000806	2.502124	0.0131
JENSXINA^2	0.044370	0.017269	2.569285	0.0109
R-squared	0.054980	Mean dependent var		6.91E-05
Adjusted R-squared	0.046065	S.D. dependent var		0.000107
S.E. of regression	0.000104	Akaike info criterion		-15.48998
Sum squared resid	2.29E-06	Schwarz criterion		-15.44295
Log likelihood	1668.173	F-statistic		6.166989
Durbin-Watson stat	2.026775	Prob(F-statistic)		0.002493

2009-Treynor Mazuy IndonesiaWhite Heteroskedasticity Test:

F-statistic	4.409742	Probability	0.004946
Obs*R-squared	12.68471	Probability	0.005370

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 12/11/10 Time: 04:14

Sample: 1 215

Included observations: 215

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.22E-05	1.17E-05	6.147754	0.0000
TMX1INA	0.002210	0.000904	2.444164	0.0153
TMX1INA^2	0.065325	0.032471	2.011775	0.0455
TMX2INA^2	-5.558893	7.646331	-0.727001	0.4680
R-squared	0.058999	Mean dependent var		6.91E-05
Adjusted R-squared	0.045620	S.D. dependent var		0.000106
S.E. of regression	0.000104	Akaike info criterion		-15.48555
Sum squared resid	2.28E-06	Schwarz criterion		-15.42284
Log likelihood	1668.696	F-statistic		4.409742
Durbin-Watson stat	2.044741	Prob(F-statistic)		0.004946

2009-Jensen Alpha MalaysiaWhite Heteroskedasticity Test:

F-statistic	0.845633	Probability	0.430728
Obs*R-squared	1.701623	Probability	0.427068

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 12/11/10 Time: 04:15

Sample: 1 215

Included observations: 215

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

C	1.31E-05	1.82E-06	7.164496	0.0000
JENSXMALAY	3.54E-05	0.000218	0.162332	0.8712
JENSXMALAY^2	-0.013021	0.012815	-1.016073	0.3108
R-squared	0.007915	Mean dependent var		1.17E-05
Adjusted R-squared	-0.001445	S.D. dependent var		2.15E-05
S.E. of regression	2.15E-05	Akaike info criterion		-18.64015
Sum squared resid	9.83E-08	Schwarz criterion		-18.59312
Log likelihood	2006.817	F-statistic		0.845633
Durbin-Watson stat	1.760017	Prob(F-statistic)		0.430728

2009-Treynor Mazuy Malaysia

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	0.565543	Probability	0.638304
Obs*R-squared	1.715004	Probability	0.633603

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

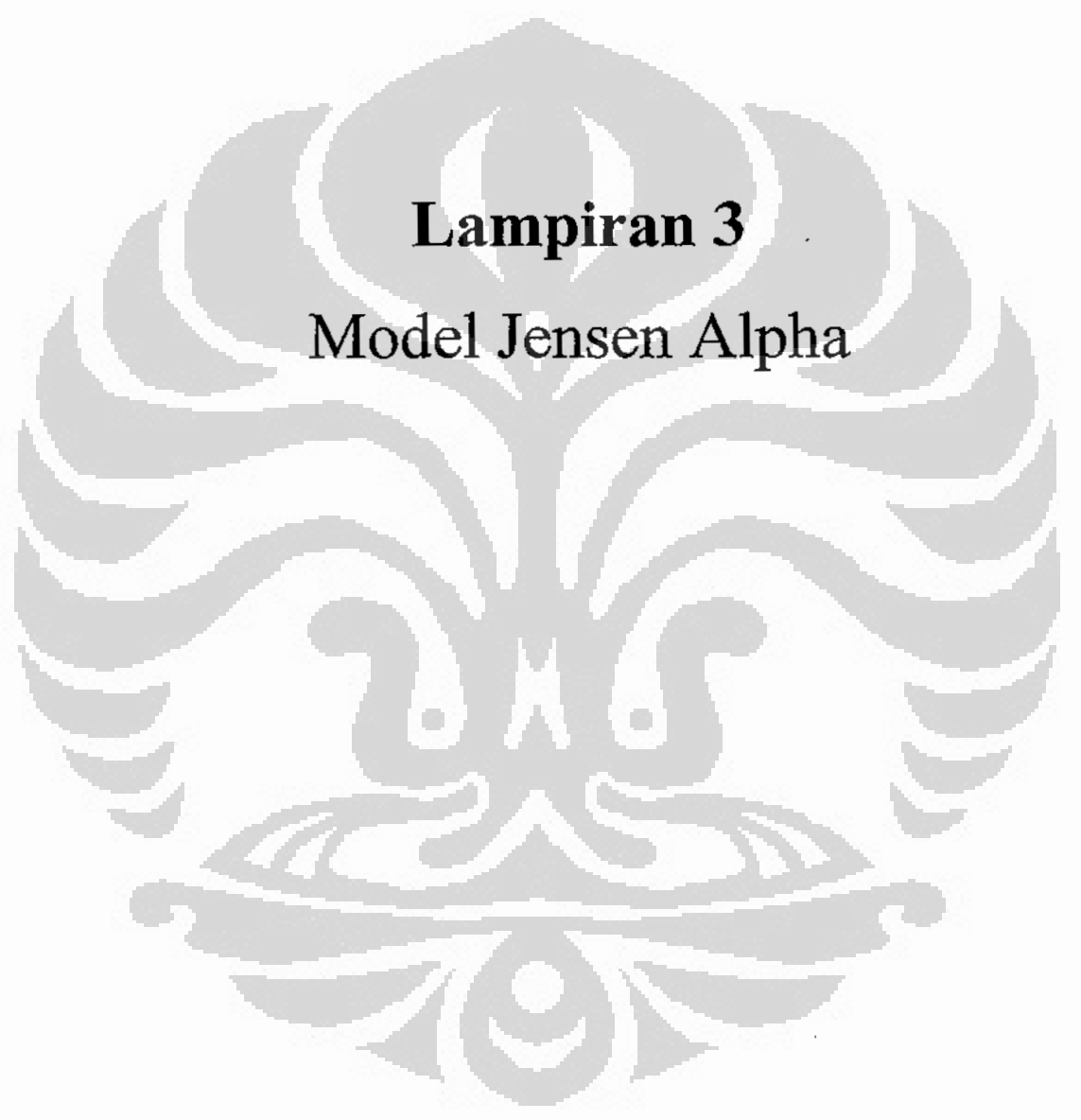
Method: Least Squares

Date: 12/11/10 Time: 05:26

Sample: 1 215

Included observations: 215

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.30E-05	2.03E-06	6.407229	0.0000
TMX1MALAY	2.77E-05	0.000217	0.127383	0.8988
TMX1MALAY^2	-0.013436	0.023819	-0.564079	0.5733
TMX2MALAY^2	0.266971	30.69643	0.008697	0.9931
R-squared	0.007977	Mean dependent var		1.17E-05
Adjusted R-squared	-0.006128	S.D. dependent var		2.14E-05
S.E. of regression	2.14E-05	Akaike info criterion		-18.64375
Sum squared resid	9.70E-08	Schwarz criterion		-18.58104
Log likelihood	2008.203	F-statistic		0.565543
Durbin-Watson stat	1.748313	Prob(F-statistic)		0.638304



Lampiran 3
Model Jensen Alpha

2008-2009 Indonesia

Dependent Variable: YIND
 Method: Least Squares
 Date: 12/11/10 Time: 05:34
 Sample: 1 449
 Included observations: 449

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
XIND	0.417833	0.018025	23.18044	0.0000
C	-0.013211	0.000636	-20.76166	0.0000
R-squared	0.545885	Mean dependent var		-0.023436
Adjusted R-squared	0.544869	S.D. dependent var		0.014406
S.E. of regression	0.009719	Akaike info criterion		-6.425083
Sum squared resid	0.042221	Schwarz criterion		-6.406789
Log likelihood	1444.431	F-statistic		537.3326
Durbin-Watson stat	1.140964	Prob(F-statistic)		0.000000

2008-Indonesia

Dependent Variable: JENSYINA
 Method: Least Squares
 Date: 12/11/10 Time: 05:38
 Sample: 1 234
 Included observations: 234

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
JENSXINA	0.401393	0.022169	18.10590	0.0000
C	-0.016525	0.000934	-17.69792	0.0000
R-squared	0.585584	Mean dependent var		-0.028610
Adjusted R-squared	0.583797	S.D. dependent var		0.015482
S.E. of regression	0.009988	Akaike info criterion		-6.366304
Sum squared resid	0.023146	Schwarz criterion		-6.336772
Log likelihood	746.8576	F-statistic		327.8236
Durbin-Watson stat	1.052271	Prob(F-statistic)		0.000000

2009- Indonesia

Dependent Variable: JENSYINA
 Method: Least Squares
 Date: 12/11/10 Time: 05:36
 Sample: 1 215
 Included observations: 215

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
JENSXINA	0.356510	0.031094	11.46540	0.0000
C	-0.011268	0.000806	-13.97968	0.0000
R-squared	0.381633	Mean dependent var		-0.017805
Adjusted R-squared	0.378730	S.D. dependent var		0.010599
S.E. of regression	0.008354	Akaike info criterion		-6.722807
Sum squared resid	0.014866	Schwarz criterion		-6.691452
Log likelihood	724.7017	F-statistic		131.4555
Durbin-Watson stat	1.355669	Prob(F-statistic)		0.000000

2008-2009 Malaysia

Dependent Variable: YMAL
 Method: Least Squares
 Date: 12/11/10 Time: 05:35
 Sample: 1 449
 Included observations: 449

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
XMAL	-0.624420	0.016648	-37.50648	0.0000
C	-0.005121	0.000253	-20.23998	0.0000
R-squared	0.758865	Mean dependent var		0.000292
Adjusted R-squared	0.758326	S.D. dependent var		0.008957
S.E. of regression	0.004403	Akaike info criterion		-8.008448
Sum squared resid	0.008667	Schwarz criterion		-7.990154
Log likelihood	1799.896	F-statistic		1406.736
Durbin-Watson stat	1.835404	Prob(F-statistic)		0.000000

2008-Malaysia

Dependent Variable: JENSXMALAY
 Method: Least Squares
 Date: 12/11/10 Time: 05:37
 Sample: 1 234
 Included observations: 234

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
JENSYMALAY	-1.333238	0.039408	-33.83168	0.0000
C	-0.011173	0.000399	-28.02993	0.0000
R-squared	0.831467	Mean dependent var		-0.012048
Adjusted R-squared	0.830740	S.D. dependent var		0.014789
S.E. of regression	0.006084	Akaike info criterion		-7.357656
Sum squared resid	0.008589	Schwarz criterion		-7.328123
Log likelihood	862.8457	F-statistic		1144.582
Durbin-Watson stat	1.907894	Prob(F-statistic)		0.000000

2009-Malaysia

Dependent Variable: JENSYMALAY
 Method: Least Squares
 Date: 12/09/10 Time: 15:11
 Sample: 1 215
 Included observations: 215

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
JENSXMALAY	-0.842093	0.029723	-28.33100	0.0000
C	-0.004308	0.000278	-15.50906	0.0000
R-squared	0.790281	Mean dependent var		-0.000104
Adjusted R-squared	0.789297	S.D. dependent var		0.007501
S.E. of regression	0.003443	Akaike info criterion		-8.495623
Sum squared resid	0.002525	Schwarz criterion		-8.464269
Log likelihood	915.2795	F-statistic		802.6456
Durbin-Watson stat	1.679593	Prob(F-statistic)		0.000000



Lampiran 4

Model Treynor Mazuy

2008-2009 Indonesia

Dependent Variable: TMINDOY
 Method: Least Squares
 Date: 12/11/10 Time: 05:39
 Sample: 1 449
 Included observations: 449

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TMINDOX1	0.436626	0.029757	14.67324	0.0000
TMINDOX2	0.246669	0.310686	0.793951	0.4276
C	-0.013059	0.000665	-19.63953	0.0000
R-squared	0.546526	Mean dependent var		-0.023436
Adjusted R-squared	0.544493	S.D. dependent var		0.014406
S.E. of regression	0.009723	Akaike info criterion		-6.422041
Sum squared resid	0.042161	Schwarz criterion		-6.394600
Log likelihood	1444.748	F-statistic		268.7593
Durbin-Watson stat	1.154683	Prob(F-statistic)		0.000000

2008 Indonesia

Dependent Variable: TMYINA
 Method: Least Squares
 Date: 12/11/10 Time: 05:41
 Sample: 1 234
 Included observations: 234

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TMX1INA	0.462229	0.039092	11.82418	0.0000
TMX2INA	0.680224	0.360939	1.884596	0.0607
C	-0.015900	0.000986	-16.12481	0.0000
R-squared	0.591859	Mean dependent var		-0.028610
Adjusted R-squared	0.588325	S.D. dependent var		0.015482
S.E. of regression	0.009934	Akaike info criterion		-6.373016
Sum squared resid	0.022795	Schwarz criterion		-6.328717
Log likelihood	748.6428	F-statistic		167.4904
Durbin-Watson stat	1.094542	Prob(F-statistic)		0.000000

2009 Indonesia

Dependent Variable: TMYINA
 Method: Least Squares
 Date: 12/11/10 Time: 05:40
 Sample: 1 215
 Included observations: 215

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TMX1INA	0.355885	0.049135	7.243039	0.0000
TMX2INA	-0.017756	1.079605	-0.016446	0.9869

C	-0.011268	0.000808	-13.93729	0.0000
R-squared	0.381633	Mean dependent var	-0.017805	
Adjusted R-squared	0.375800	S.D. dependent var	0.010599	
S.E. of regression	0.008374	Akaike info criterion	-6.713505	
Sum squared resid	0.014866	Schwarz criterion	-6.666473	
Log likelihood	724.7018	F-statistic	65.41937	
Durbin-Watson stat	1.355376	Prob(F-statistic)	0.000000	

2008-2009 Malaysia

Dependent Variable: TMMALAYY
 Method: Least Squares
 Date: 12/11/10 Time: 05:39
 Sample: 1 449
 Included observations: 449

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TMMALAYX1	-0.688618	0.021955	-31.36448	0.0000
TMMALAYX2	-1.534897	0.351109	-4.371564	0.0000
C	-0.005323	0.000252	-21.09738	0.0000
R-squared	0.768773	Mean dependent var	0.000292	
Adjusted R-squared	0.767736	S.D. dependent var	0.008957	
S.E. of regression	0.004317	Akaike info criterion	-8.045949	
Sum squared resid	0.008311	Schwarz criterion	-8.018508	
Log likelihood	1809.316	F-statistic	741.4207	
Durbin-Watson stat	1.723757	Prob(F-statistic)	0.000000	

2008 Malaysia

Dependent Variable: TMYMALAY
 Method: Least Squares
 Date: 12/11/10 Time: 05:41
 Sample: 1 234
 Included observations: 234

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TMX1MALAY	-0.681297	0.025672	-26.53839	0.0000
TMX2MALAY	-1.134779	0.358621	-3.164287	0.0018
C	-0.007140	0.000356	-20.05872	0.0000
R-squared	0.838468	Mean dependent var	0.000656	
Adjusted R-squared	0.837070	S.D. dependent var	0.010115	
S.E. of regression	0.004083	Akaike info criterion	-8.151326	
Sum squared resid	0.003851	Schwarz criterion	-8.107027	
Log likelihood	956.7051	F-statistic	599.5299	
Durbin-Watson stat	2.010346	Prob(F-statistic)	0.000000	

2009 Malaysia

Dependent Variable: TMYMALAY
 Method: Least Squares
 Date: 12/11/10 Time: 04:34
 Sample: 1 215
 Included observations: 215

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

TMX1MALAY	-0.830409	0.034890	-23.80094	0.0000
TMX2MALAY	1.317056	2.051953	0.641855	0.5217
C	-0.004365	0.000292	-14.95554	0.0000
R-squared	0.790688	Mean dependent var	-0.000104	
Adjusted R-squared	0.788713	S.D. dependent var	0.007501	
S.E. of regression	0.003448	Akaike info criterion	-8.488263	
Sum squared resid	0.002520	Schwarz criterion	-8.441230	
Log likelihood	915.4882	F-statistic	400.4209	
Durbin-Watson stat	1.662563	Prob(F-statistic)	0.000000	

