

## BAB IV

### PAPARAN DAN PEMBAHASAN DATA HASIL PENELITIAN

#### 4.1. Paparan Data

Seperti yang dipaparkan dalam uraian sebelumnya, penelitian ini dilakukan melalui dua tahap analisis, yang pertama yaitu analisis dengan menggunakan model Sharpe, Treynor dan Jensen. Tahap kedua adalah menguji hipotesis, yaitu untuk mengetahui perbedaan kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia dengan menggunakan Uji Mann-Whitney U Test. Berikut disajikan paparan data selengkapnya:

Tahap Pertama:

##### 1. Perhitungan Sharpe's model

Dalam penggunaan Sharpe's model, kinerja reksadana syariah dihitung tanpa menyertakan return market dan hanya didasarkan pada penyimpangan dari portofolio reksadana syariah tersebut. Secara keseluruhan perhitungan model Sharpe melibatkan dua ukuran utama, yaitu *excess return* dan deviasi standar. *Excess return* adalah selisih antara rata-rata return reksadana dikurangi *risk free rate*. Berikut disajikan langkah-langkah perhitungan dengan model Sharpe. Selanjutnya untuk setiap reksadana dihitung dengan cara yang sama. Data perhitungan terlampir pada lampiran 5.

Langkah perhitungan model Sharpe adalah sebagai berikut:

- a. Menghitung atau mencari nilai return dari tiap-tiap reksadana. Secara teoritis, cara untuk menghitung return reksadana adalah menggunakan rumus (3.2) atau (3.3), Namun dalam penelitian ini, data return sudah didapatkan dari situs terkait yang sudah dipaparkan pada tabel (3.6). Data return seluruh reksadana syariah dapat dilihat pada lampiran 8.
- b. Langkah berikutnya adalah mencari nilai Deviasi Standar ( $\sigma$ ) masing-masing reksadana syariah dengan menggunakan program Excel berdasarkan rumus (3.6). Hasil selengkapnya terdapat pada lampiran 1.
- c. Data yang diperlukan berikutnya adalah data risk free. *Risk free* Indonesia diperoleh dari tingkat suku bunga (SBI) sedangkan *risk free* Malaysia didapatkan dari Islamic rate index Malaysia. Data selengkapnya dapat dilihat pada lampiran 2.
- d. Langkah terakhir adalah memasukkan data-data tersebut kedalam rumus *Sharpe's model*. Sebagai contoh Reksadana Syariah CIMB Islamic Equity Growth Syariah:

$$\begin{aligned} \text{Sharpe's model (2008)} &= (-0,4928 - 0,0867)/0,10365468 \\ &= -1,7146 \end{aligned}$$

Dengan menggunakan program Excel 2007, peneliti dapat memperoleh nilai indeks Sharpe dari masing-masing reksadana.

**Tabel 4.1****Perhitungan Sharpe's model Reksadana Syariah Indonesia 2008-2010**

No	Kategori	Nama Reksadana	2008	2009	2010
1	Equity	Batavia Dana Saham Syari	-4,8350	2,9462	-3,8010
2		CIMB Islamic Equity Growth Syariah	-1,7146	4,1759	-1,4994
3		Mandiri Investa Atraktif Syariah	-2,5850	4,1380	55,8791
4		Reksa Dana PNM Ekuitas Syariah	-2,8856	3,7552	0,3017
5		Trim Syariah Saham	-3,1500	3,5688	7,3620
6		BNP paribas pesona amanah	-2,3263	4,3938	59,3426
7		Cipta Syariah Equity	-2,5360	4,1733	103,4851
8	Asset Allocation	AAA Amanah Syariah Fund	-2,6017	4,4354	7,7302
9		BNI Dana Plus Syariah	-3,0249	3,7022	13,3558
10		Danareksa Syariah Berimbang	-2,4036	4,2524	12,2593
11		PNM Syariah	-3,9612	2,6157	0,1031
12		Mega Dana Syariah	-54,3127	-5,9002	0,6450
13		Reksadana Syariah Batasa Kombinasi	-4,6594	2,1882	-17,8268
14		BNP Paribas Equitra Amanah	-3,0115	3,7673	-1,4256
15		Cipta Syariah Balance	-3,0360	3,8357	5,2194
16		IPB SYARIAH	-2,5741	4,1093	20,5258
17	Debt	BNI Dana Syariah	-3,2123	5,2441	4,9944
18		Mandiri Investa Syariah Berimbang	-3,0866	3,7095	6,1019
19		PNM Amanah Syariah	-2,4237	6,0233	10,6413
20		MNC Dana Syariah	-0,0808	-9,9699	-9,9098
21		Trim Syariah Berimbang	-1,2507	4,9876	3,7517
22		Batavia Proteksi Syariah Mataram	-2,8175	360,7094	-7,6959
23		I-Hajj Syariah Fund	-2,2037	11,6697	6,8939
24		CAPITAL SYARIAH FLEKSI	-3,9249	2,5832	1,1577
25		Mega Dana Obligasi Syariah	-4,2771	1,1028	-4,9844

Sumber: Diolah Peneliti

Pada tabel hasil perhitungan model Sharpe reksadana syariah Indonesia diatas, didapatkan tiga reksadana syariah yang memiliki nilai tertinggi pada tiap-tiap kategori. Pada tahun 2008, reksadana syariah kategori *equity fund* yang memiliki nilai indeks Sharpe tertinggi adalah CIMB Islamic Equity Growth Syariah (-1,7146). Sedangkan pada kategori *Asset Allocation fund*, indeks sharpe tertinggi dimiliki oleh Danareksa Syariah Berimbang sebesar (-2,4036). Selanjutnya reksadana kategori *Debt fund*, yang menunjukkan indeks Sharpe tertinggi adalah MNC Dana Syariah (-0,0808).

Tahun 2009, reksadana syariah kategori *equity fund* yang menunjukkan nilai indeks Sharpe tertinggi adalah BNP Paribas pesona amanah (4,3938), kemudian pada kategori *Asset Allocation fund*, AAA Amanah Syariah fund mempunyai nilai tertinggi sebesar (4,4354). Berikutnya pada kategori *debt fund*, nilai indeks Sharpe tertinggi diwakili oleh reksadana I-Hajj Syariah fund sebesar (11,6697).

Tahun 2010, indeks Sharpe tertinggi pada reksadana kategori *equity fund* dimiliki oleh Cipta Syariah Equity fund sebesar (103,4851). Selanjutnya pada kategori *Asset Allocation fund*, nilai indeks Sharpe tertinggi diwakili oleh reksadana IPB Syariah (20,5258). Yang terakhir, pada kategori *debt fund* diketahui reksadana syariah yang mempunyai nilai indeks Sharpe tertinggi adalah PNM Amanah Syariah sebesar (10,6413).

**Tabel 4.2****Perhitungan Sharpe's model Reksadana Syariah Malaysia 2008-2010**

No	Kategori	Nama Reksadana	2008	2009	2010
1	Equity	Affin Islamic Equity Fund	-3,1023	3,6798	5,9077
2		Alliance Dana Adib	-3,3270	3,4814	3,5571
3		AMB Dana Yakin	3,7516	-3,0399	3,6973
4		AmIttikal	-3,1517	3,7070	4,2317
5		AmIslamic Growth	-3,1772	3,7173	3,9365
6		Apex Dana Al-Sofi-I	-2,7954	4,1125	6,3694
7		Dana Bestari	-3,8735	2,4249	2,4755
8		Dana Al- Aiman	-3,3430	3,5341	3,5385
9		ASM Syariah Aggressive Fund	-4,3318	2,0575	0,1521
10		ASM Dana Mutiara	-3,4195	3,3355	3,2761
11		ASBI Dana Al-Falah	-3,2474	3,7454	3,9873
12		BIMB i Growth	-3,1320	3,9729	3,9747
13		CIMB Islamic DALI Equity Growth Fund	-2,8225	4,2240	5,0308
14		CIMB Islamic Asia Pasific Equity Fund	-2,9415	3,7066	-1,1739
15		CIMB Islamic DALI Equity Fund	-3,1250	3,6420	6,5949
16		CIMB Islamic Small Cap Fund	-2,7432	4,3220	5,1845
17		CIMB Islamic Equity Fund	-2,9632	3,7919	12,9793
18		CIMB Islamic Equity Aggressive Fund	-2,9159	3,9101	5,6560
19		CIMB Islamic Kausar Lifecycle 2017	-2,9614	3,9205	8,6643
20		CIMB Islamic Kausar Lifecycle 2022	-3,0985	3,6734	4,4290
21		CIMB Islamic Kausar Lifecycle 2027	-3,0718	3,7257	10,4060
22		Hong Leong Dana Makmur	-2,8352	4,0303	6,5384
23		HwangDBS AIIMAN Growth Fund	-2,5030	4,4847	7,7600
24		ING Ekuiti Islam	-3,5232	3,1605	2,9847
25		Interpac dana safi	-2,6667	4,8938	4,8052
26		Kenanga islamic fund	-3,2083	3,6718	3,7101

27		Kenanga syariah growth fund	-2,6193	4,9382	4,9085
28		Libra amanah saham wanita	-3,3048	3,5262	3,6527
29		MAAKL syariah index fund	-3,1283	3,7299	4,2844
30		MAAKL al-faid	-2,9706	4,0159	4,5570
31		MAAKL al-fauzan	-2,6222	4,9666	4,9597
32		OSK-UOB dana islam	-3,4070	3,3909	3,3310
33		Pacific dana deviden	-3,2699	3,5346	3,8298
34		Pheim asia ex-japan islamic fund	-3,1019	3,6287	41,0416
35		Prudential dana al-ilham	-2,9306	3,9876	4,9871
36		Prudential asia pacific syariah equity fund	-2,9019	3,7785	-0,1449
37		PB islamic asia equity fund	-3,3605	3,3708	-2,8589
38		Public asia ittikal fund	-3,2069	3,5316	5,2110
39		Public ittikal fund	-3,1698	3,6474	4,3703
40		PB islamic asia strategic sector fund	-3,5622	3,1726	-37,5870
41		Publik islamic equity fund	-3,1446	3,7240	4,1711
42		Public islamic opportunities fund	-2,7046	4,1353	8,4234
43		PB islamic equity fund	-3,1269	3,7077	4,2544
44		Public islamic dividend fund	-2,9568	4,0031	4,8175
45		Public islamic asia dividen fund	-3,2548	3,5037	4,6691
46		Public china ittikal fund	-3,5604	3,1855	-8,9445
47		Public islamic sector fund	-2,6796	4,6222	4,9698
48		RHB islamic growth fund	-3,1429	3,7272	4,1211
49		TA islamic fund	-2,7528	4,1946	6,5122
50	Asset Allocation	AmIslamic Balanced Fund	-3,3708	3,4672	3,5420
51		Amanah Mutual Berhad Dana Iklas	-2,7534	4,3660	5,5219
52		Apex Dana Al-Faiz-I	-2,6509	4,2020	17,3763
53		CIMB Islamic Balanced Fund	-3,0690	3,7136	11,6067

54		CIMB Islamic Balanced growth Fund	-3,2267	3,6911	3,7506
55		Dana Islamiah Affin	-3,3587	3,4516	3,8866
56		Hong Leong Dana Maa'rof	-3,0041	3,9164	5,0236
57		Kenanga islamic Balanced Fund	-3,0539	4,0117	4,2406
58		Libra SyariahExtra Fund	-3,7515	2,8683	2,3533
59		MAAKL Al-Umran	-2,6492	4,5186	5,9323
60		OSK UOB Muhibbah income Fund-DIVIDEND	-4,0778	2,7609	0,9488
61		RHB Mudharabah Fund	-2,8871	4,2762	4,8662
62		TA Dana OptiMix	-2,7693	4,1401	6,4186
63	Debt	AmBon Islam	-1,7354	12,2042	8,5254
64		Amanah Mutual Berhad dana Arif	-4,4911	3,0715	-3,9968
65		CIMB Islamic Enhanced Sukuk Fund	-3,1933	3,9001	4,2289
66		CIMB Islamic Sukuk Fund	-3,2972	6,6035	336,9486
67		Hong Leong Islamic Income Management Fund	-0,6967	16,6602	-0,7908
68		ING Bon Islam	-4,6700	8,4849	81,3599
69		Libra AsnitaBond Fund	-4,2051	-0,0550	4,5292
70		MAAKL As-Saad	1,8614	12,9699	34,9461
71		Pacific Dana Murni	-3,3438	10,4208	7,4355
72		Prudential dana Wafi	-3,2197	5,4309	5,9008
73		Public Mutual-PB Islamic Bond Fund	-0,6349	15,7557	8,0913
74		Public Mutual-Public Islamic Bond fund	-0,7556	7,6769	25,8698
75		Public Mutual-Public Islamic Enhanced Bond Fund	-3,3146	4,0010	5,6496
76		RHB Islamic Bond Fund	5,6550	1,7083	6,6385
77		Prudential dana dinamik	-3,1277	3,8352	4,2935

Sumber: Diolah Peneliti

Pada tabel hasil perhitungan model Sharpe reksadana syariah Malaysia diatas, didapatkan tiga reksadana syariah yang memiliki nilai tertinggi pada tiap-tiap kategori. Pada tahun 2008, reksadana syariah kategori *equity fund* yang memiliki nilai indeks Sharpe tertinggi adalah Hwang DBS AIIMAN Growth Fund sebesar (-2,5030). Sedangkan pada kategori *Asset Allocation fund*, indeks sharpe tertinggi dimiliki oleh MAAKL Al-Umran sebesar (-2,6492). Selanjutnya reksadana kategori *Debt fund*, yang menunjukkan nilai tertinggi indeks Sharpe adalah RHB Islamic Bond Fund sebesar (5,6550).

Tahun 2009, reksadana syariah kategori *equity fund* yang menunjukkan nilai indeks Sharpe tertinggi adalah MAAKL al-Fauzan sebesar (4,9666), kemudian pada kategori *Asset Allocation fund*, MAAKL al-Umran mempunyai nilai tertinggi sebesar (4,5186). Berikutnya pada kategori *debt fund*, nilai indeks Sharpe tertinggi diwakili oleh reksadana Hong Leong Islamic Income Management fund sebesar (16,6602).

Tahun 2010, indeks tertinggi pada reksadana kategori *equity fund* dimiliki oleh Pheim asia ex-Japan Islamic fund sebesar (41,0416). Selanjutnya pada kategori *Asset Allocation fund*, nilai indeks Sharpe tertinggi diwakili oleh CIMB Islamic Balanced fund sebesar (11,6067). Yang terakhir, pada kategori *debt fund* diketahui reksadana syariah yang mempunyai nilai indeks Sharpe tertinggi adalah CIMB Islamik Sukuk fund sebesar (336,9486).

## 2. Perhitungan Treynor's model

Dalam mengevaluasi kinerja reksadna syariah berdasarkan *Treynor's model* dilakukan dengan menggunakan *average return* masa lalu sebagai *expected*



*return* dan menggunakan beta ( $\beta$ ) sebagai tolak ukur risiko. Beta menunjukkan besar kecilnya perubahan return suatu reksadana terhadap *return market*,  $R_m$ . Berikut disajikan langkah-langkah perhitungan dengan model Treynor. Selanjutnya untuk setiap reksadana dihitung dengan cara yang sama. Data selengkapnya dapat dilihat pada lampiran 6.

Langkah-langkah perhitungan *Treynor's model* adalah sebagai berikut:

- a. Menghitung atau mencari nilai return dari tiap-tiap reksadana. Secara teoritis, cara untuk menghitung return reksadana adalah menggunakan rumus (3.2) atau (3.3) Namun dalam penelitian ini, data return sudah didapatkan dari situs terkait yang sudah dipaparkan pada tabel (3.6). Data return seluruh reksadana syariah dapat dilihat pada lampiran 8.
  - b. Langkah berikutnya adalah mencari nilai beta ( $\beta$ ) dengan menggunakan program Excel berdasarkan rumus (3.6). Hasil selengkapnya terdapat pada lampiran 2.
  - c. Data yang diperlukan berikutnya adalah data *risk free*. *Risk free* Indonesia diperoleh dari tingkat suku bunga (SBI) sedangkan *risk free* Malaysia didapatkan dari Islamic rate index Malaysia. Data selengkapnya dapat dilihat pada lampiran 3.
- Dengan menggunakan program Excel 2007, peneliti dapat memperoleh nilai indeks Treynor dari masing-masing reksadana.

**Tabel 4.3****Perhitungan Treynor's model Reksadana Syariah Indonesia 2008-2010**

No	Kategori	Nama Reksadana	2008	2009	2010
1	Equity	Batavia Dana Saham Syariah	-3,7892	1,0811	3,4274
2		CIMB Islamic Equity Growth Syariah	-1,3437	1,5324	1,3520
3		Mandiri Investa Atraktif Syariah	-2,0258	1,5185	50,3862
4		Reksa Dana PNM Ekuitas Syariah	-2,2615	1,3780	-0,2721
5		Trim Syariah Saham	-2,4686	1,3096	6,6383
6		BNP paribas pesona amanah	-1,8231	1,6124	53,5092
7		Cipta Syariah Equity	-1,9875	1,5315	93,3124
8	Asset Allocation	AAA Amanah Syariah Fund	-2,0390	1,6276	6,9703
9		BNI Dana Plus Syariah	-2,3706	1,3586	12,0429
10		Danareksa Syariah Berimbang	-1,8837	1,5605	-
11		PNM Syariah	-3,1044	0,9599	0,0930
12		Mega Dana Syariah	42,5645	2,1651	0,5816
13		Reksadana Syariah Batasa Kombinasi	-3,6515	0,8030	16,0745
14		BNP Paribas Equitra Amanah	-2,3601	1,3825	1,2854
15		Cipta Syariah Balance	-2,3793	1,4076	4,7063
16		IPB SYARIAH	-2,0173	1,5080	18,5081
17	Debt	BNI Dana Syariah	-2,5174	1,9244	4,5035
18		Mandiri Investa Syariah Berimbang	-2,4189	1,3612	5,5021
19		PNM Amanah Syariah	-1,8994	2,2103	9,5952
20		MNC Dana Syariah	0,0633	3,6586	8,9357
21		Trim Syariah Berimbang	-0,9802	1,8302	-3,3829
22		Batavia Proteksi Syariah Mataram	2,2080	132,3669	6,9394
23		I-Hajj Syariah Fund	-1,7270	4,2823	6,2162
24		CAPITAL SYARIAH FLEKSI	-3,0759	0,9479	1,0439
25		Mega Dana Obligasi Syariah	3,3519	0,4047	4,4945

Sumber: Diolah Peneliti

Pada tabel hasil perhitungan model Treynor reksadana syariah Indonesia diatas, didapatkan tiga reksadana syariah yang memiliki nilai tertinggi pada tiap-tiap kategori. Pada tahun 2008, reksadana syariah kategori *equity fund* yang memiliki nilai indeks Treynor tertinggi adalah CIMB Islamic Equity Growth Syariah sebesar (-1,3437). Sedangkan pada kategori *Asset Allocation fund*, indeks Treynor tertinggi dimiliki oleh reksadana Mega Dana Syariah sebesar (42,5645). Selanjutnya reksadana kategori *Debt fund*, yang menunjukkan indeks Treynor tertinggi adalah Mega Dana Obligasi Syariah sebesar (3,3519).

Tahun 2009, reksadana syariah kategori *equity fund* yang menunjukkan nilai indeks Treynor tertinggi adalah BNP Paribas pesona amanah sebesar (1,6124), kemudian pada kategori *Asset Allocation fund*, Mega Dana Syariah mempunyai nilai tertinggi sebesar (2,1651). Berikutnya pada kategori *debt fund*, nilai indeks Treynor tertinggi diwakili oleh reksadana MNC Dana Syariah sebesar (3,6586).

Tahun 2010, indeks tertinggi pada reksadana kategori *equity fund* dimiliki oleh Cipta Syariah equity fund sebesar (93,3124). Selanjutnya pada kategori *Asset Allocation fund*, nilai indeks Treynor tertinggi diwakili oleh reksadana Syariah Batasa kombinasi sebesar (20,5258). Yang terakhir, pada kategori *debt fund* diketahui reksadana syariah yang mempunyai nilai indeks Treynor tertinggi adalah PNM Amanah Syariah sebesar (9,5952).

**Tabel 4.4**

**Perhitungan Treynor's model Reksadana Syariah Malaysia 2008-2010**

No	Kategori	Nama Reksadana	2008	2009	2010
1	Equity	Affin Islamic Equity Fund	-1,4806	1,6453	6,7237
2		Alliance Dana Adib	-1,5879	1,5565	4,0484

3	AMB Dana Yakin	-1,7905	1,3591	4,2080
4	AmIttikal	-1,5042	1,6574	4,8162
5	AmIslamic Growth	-1,5164	1,6620	4,4802
6	Apex Dana Al-Sofi-I	-1,3342	1,8387	7,2491
7	Dana Bestari	-1,8487	1,0842	2,8174
8	Dana Al- Aiman	-1,5955	1,5801	4,0273
9	ASM Syariah Aggressive Fund	-2,0674	0,9199	0,1731
10	ASM Dana Mutiara	-1,6320	1,4913	3,7286
11	ASBI Dana Al-Falah	-1,5499	1,6746	4,5381
12	BIMB i Growth	-1,4948	1,7763	4,5237
13	CIMB Islamic DALI Equity Growth Fund	-1,3471	1,8886	5,7256
14	CIMB Islamic Asia Pasific Equity Fund	-1,4039	1,6572	1,3360
15	CIMB Islamic DALI Equity Fund	-1,4915	1,6283	7,5058
16	CIMB Islamic Small Cap Fund	-1,3093	1,9324	5,9006
17	CIMB Islamic Equity Fund	-1,4142	1,6954	14,7719
18	CIMB Islamic Equity Aggressive Fund	-1,3917	1,7482	6,4372
19	CIMB Islamic Kausar Lifecycle 2017	-1,4134	1,7529	9,8609
20	CIMB Islamic Kausar Lifecycle 2022	-1,4788	1,6424	-5,0406
21	CIMB Islamic Kausar Lifecycle 2027	-1,4661	1,6658	11,8432
22	Hong Leong Dana Makmur	-1,3531	1,8020	7,4415
23	HwangDBS AIIMAN Growth Fund	-1,1946	2,0051	8,8318
24	ING Ekuiti Islam	-1,6815	1,4131	3,3970
25	Interpac dana safi	-1,2727	2,1880	5,4689
26	Kenanga islamic fund	-1,5312	1,6417	4,2226
27	Kenanga syariah growth fund	-1,2501	2,2079	5,5865
28	Libra amanah saham wanita	-1,5773	1,5766	4,1573
29	MAAKL syariah index fund	-1,4930	1,6677	4,8762
30	MAAKL al-faid	-1,4178	1,7955	5,1865
31	MAAKL al-fauzan	-1,2515	2,2206	5,6447
32	OSK-UOB dana islam	-1,6260	1,5161	3,7910
33	Pacific dana deviden	-1,5606	1,5803	4,3588
34	Pheim asia ex-japan islamic	-1,4804	1,6224	46,7085

		fund			
35		Prudential dana al-ilham	-1,3987	1,7829	5,6759
36		Prudential asia pacific shariah equity fund	-1,3850	1,6894	0,1649
37		PB islamic asia equity fund	-1,6038	1,5071	3,2537
38		Public asia ittikal fund	-1,5306	1,5790	-5,9305
39		Public ittikal fund	-1,5128	1,6308	4,9739
40		PB islamic asia strategic sector fund	-1,7001	1,4185	42,7380
41		Publik islamic equity fund	-1,5008	1,6650	4,7472
42		Public islamic opportunities fund	-1,2908	1,8489	9,5869
43		PB islamic equity fund	-1,4924	1,6577	4,8420
44		Public islamic dividend fund	-1,4112	1,7898	5,4829
45		Public islamic asia dividen fund	-1,5534	1,5665	5,3140
46		Public china ittikal fund	-1,6993	1,4242	10,1799
47		Public islamic sector fund	-1,2789	2,0666	5,6562
48		RHB islamic growth fund	-1,5000	1,6664	4,6903
49		TA islamic fund	-1,3138	1,8754	7,4116
50	Asset Allocation	AmIslamic Balanced Fund	-1,6088	1,5502	4,0312
51		Amanah Mutual Berhad Dana Iklas	-1,3141	1,9521	6,2846
52		Apex Dana Al-Faiz-I	-1,2652	1,8787	19,7759
53		CIMB Islamic Balanced Fund	-1,4647	1,6604	13,2095
54		CIMB Islamic Balanced growth Fund	-1,5400	1,6503	4,2686
55		Dana Islamiah Affin	-1,6030	1,5432	4,4235
56		Hong Leong Dana Maa'rof	-1,4337	1,7510	5,7175
57		Kenanga islamic Balanced Fund	-1,4575	1,7936	4,8263
58		Libra SyariahExtra Fund	-1,7905	1,2824	2,6784
59		MAAKL Al-Umran	-1,2644	2,0203	6,7517
60		OSK UOB Muhibbah income Fund- DIVIDEND	-1,9462	1,2344	1,0799
61		RHB Mudharabah Fund	-1,3779	1,9119	5,5383
62		TA Dana OptiMix	-1,3217	1,8510	7,3051
63		Debt	AmBon Islam	-0,8282	5,4564
64	Amanah Mutual Berhad dana Arif		-2,1434	1,3733	4,5488
65	CIMB Islamic Enhanced Sukuk Fund		-1,5241	1,7437	4,8130

66	CIMB Islamic Sukuk Fund	-1,5736	2,9524	383,4735
67	Hong Leong Islamic Income Management Fund	0,3291	7,6335	0,8999
68	ING Bon Islam	-2,2227	3,7934	92,5938
69	Libra AsnitaBond Fund	-2,0018	0,0246	5,1548
70	MAAKL As-Saad	0,8733	5,8117	-39,7630
71	Pacific Dana Murni	-1,5959	4,6832	8,4618
72	Prudential dana Wafi	-1,5367	2,4282	-6,7140
73	Public Mutual–PB Islamic Bond Fund	-0,3030	7,0444	9,2089
74	Public Mutual-Public Islamic Bond fund	-0,3606	3,4324	29,4422
75	Public Mutual-Public Islamic Enhanced Bond Fund	-1,5820	1,7888	6,4300
76	RHB Islamic Bond Fund	2,6988	-0,7638	7,5555
77	Prudential dana dinamik	-1,4928	1,7147	4,8865

Sumber: Diolah Peneliti

Pada tabel hasil perhitungan model Treynor reksadana syariah Malaysia diatas, didapatkan tiga reksadana syariah yang memiliki nilai tertinggi pada tiap-tiap kategori. Pada tahun 2008, reksadana syariah kategori *equity fund* yang memiliki nilai indeks Treynor tertinggi adalah Hwang DBS AIIIMAN Growth Fund sebesar (-1,1946). Sedangkan pada kategori *Asset Allocation fund*, indeks Treynor tertinggi dimiliki oleh reksadana MAAKL al-Umran sebesar (-1,2644). Selanjutnya reksadana kategori *Debt fund*, yang menunjukkan indeks Treynor tertinggi adalah RHB Islamic Bond fund sebesar (2,6988).

Tahun 2009, reksadana syariah kategori *equity fund* yang menunjukkan nilai indeks Treynor tertinggi adalah MAAKL al-Fauzan sebesar (2,206), kemudian pada kategori *Asset Allocation fund*, MAAKL al-Umran mempunyai nilai tertinggi sebesar (2,0203). Berikutnya pada kategori *debt fund*, nilai indeks

Treynor tertinggi diwakili oleh reksadana Hong Leong Islamic Income Management Fund sebesar (7,6335).

Tahun 2010, indeks tertinggi pada reksadana kategori *equity fund* dimiliki oleh Pheim asia ex-Japan islamic fund sebesar (46,7085). Selanjutnya pada kategori *Asset Allocation fund*, nilai indeks Treynor tertinggi diwakili oleh reksadana Apex Dana Al-Faiz-I sebesar (19,7759). Yang terakhir, pada kategori *debt fund* diketahui reksadana syariah yang mempunyai nilai indeks Treynor tertinggi adalah CIMB Islamic Sukuk fund sebesar (383,4735).

### 3. Perhitungan Jensen's model

Berbeda dengan Treynor's model dan Sharpe's model yang dapat menerima investasi reksadana sepanjang *excess return positif*, model Jensen hanya menerima investasi reksadana apabila menghasilkan return yang melebihi *expected return* atau *minimum rate of return*. Berikut ini disajikan tahap-tahap dalam perhitungan evaluasi kinerja reksadana menggunakan Jensen's model.

- a. Seperti halnya pada model Sharpe dan Treynor, tahap pertama adalah menghitung atau mencari nilai return dari tiap-tiap reksadana. Secara teoritis, cara untuk menghitung return reksadana adalah menggunakan rumus (3.2) atau (3.3), Namun dalam penelitian ini, data return didapatkan dari situs terkait. Data return seluruh reksadana syariah dapat dilihat pada lampiran 8.
- b. Tahap kedua adalah menghitung data *risk free*. *Risk free* Indonesia diperoleh dari tingkat suku bunga (SBI) sedangkan *risk free* Malaysia

didapatkan dari Islamic rate index Malaysia. Data selengkapnya dapat dilihat pada lampiran 3.

- c. Tahap ketiga adalah menghitung nilai *average return market*. Untuk Indonesia menggunakan data Jakarta Islamic Index sedangkan Malaysia menggunakan FTSE Bursa Malaysia Syariah Emas. Perhitungan tersebut dilakukan dengan bantuan program Excel 2007 yang didasarkan pada rumus (3.4). Data *average return market* selengkapnya dapat dilihat pada lampiran 4.
- d. Tahap keempat adalah memasukkan nilai beta ( $\beta$ ) yang sudah dilakukan perhitungan pada saat menghitung Treynor's model diatas.
- e. Tahap kelima adalah mengurangi return tahunan reksadana dengan nilai risk free ( $R_p - R_f$ ).
- f. Tahap keenam adalah menghitung nilai  $(\bar{R}_m - R_f)\beta$ .
- g. Tahap terakhir adalah menghitung nilai alpha ( $\alpha$ ) yaitu dengan rumus  $(R_p - R_f) - (\bar{R}_m - R_f)\beta$ . Perhitungan selengkapnya telah disajikan pada lampiran 7. Dengan menggunakan program Excel 2007, peneliti dapat memperoleh nilai indeks Jensen dari masing-masing reksadana.

**Tabel 4.5**

**Perhitungan Jensen's model Reksadana Syariah Indonesia 2008-2010**

No	Kategori	Nama Reksadana	2008	2009	2010
1	Equity	Batavia Dana Saham Syariah	0,6188	1,1375	-1,0785
2		CIMB Islamic Equity Growth Syariah	-0,2359	2,7163	-0,4795
3		Mandiri Investa Atraktif Syariah	0,0715	0,8118	0,1776
4		Reksa Dana PNM Ekuitas Syariah	-0,0548	0,9104	0,0079



5		Trim Syariah Saham	-0,1680	0,7389	0,1070
6		BNP paribas pesona amanah	-0,0319	0,9964	0,2648
7		Cipta Syariah Equity	-0,0381	0,9205	0,2012
8	Asset Allocation	AAA Amanah Syariah Fund	1,0070	0,3250	0,1553
9		BNI Dana Plus Syariah	0,0111	0,6929	0,1045
10		Danareksa Syariah Berimbang	0,2175	0,8156	0,1452
11		PNM Syariah	-0,4457	0,5154	0,0062
12		Mega Dana Syariah	-	-1,0746	0,1200
13		Reksadana Syariah Batasa Kombinasi	0,3699	0,2932	-0,1769
14		BNP Paribas Equitra Amanah	2,3851	0,2455	-0,0278
15		Cipta Syariah Balance	0,4942	0,3845	0,1613
16		IPB SYARIAH	0,1013	0,8276	0,1421
17		Debt	BNI Dana Syariah	4,8552	0,0482
18	Mandiri Investa Syariah Berimbang		0,3962	0,4500	0,1190
19	PNM Amanah Syariah		7,3818	0,0651	0,0520
20	MNC Dana Syariah		-0,5575	-1,0733	-1,0702
21	Trim Syariah Berimbang		0,9396	0,7140	0,1283
22	Batavia Proteksi Syariah Mataram		-9,1198	-0,0626	-0,1003
23	I-Hajj Syariah Fund		8,1574	0,0434	0,0727
24	CAPITAL SYARIAH FLEKSI		-0,6674	0,5432	0,0820
25	Mega Dana Obligasi Syariah		-2,5449	0,1836	-1,0753

Sumber: Diolah Peneliti

Pada tabel hasil perhitungan model Jensen reksadana syariah Indonesia diatas, didapatkan tiga reksadana syariah yang memiliki nilai tertinggi pada tiap-tiap kategori. Pada tahun 2008, reksadana syariah kategori *equity fund* yang memiliki nilai indeks Jensen tertinggi adalah Batavia Dana Saham Syariah sebesar (0,6188). Sedangkan pada kategori *Asset Allocation fund*, indeks Jensen tertinggi dimiliki oleh reksadana BNP Paribas Equitra Amanah sebesar (2,3851).

Selanjutnya reksadana kategori *Debt fund*, yang menunjukkan indeks Jensen tertinggi adalah I-Hajj Syariah Fund sebesar (8,1574).

Tahun 2009, reksadana syariah kategori *equity fund* yang menunjukkan nilai indeks Jensen tertinggi adalah CIMB Islamic Equity Growth sebesar (2,7163), kemudian pada kategori *Asset Allocation fund*, IPB Syariah mempunyai nilai tertinggi sebesar (0,8276). Berikutnya pada kategori *debt fund*, nilai indeks Jensen tertinggi diwakili oleh reksadana CAPITAL SYARIAH FLEKSI sebesar (0,5432).

Tahun 2010, indeks Jensen tertinggi pada reksadana kategori *equity fund* dimiliki oleh BNP Paribas pesona amanah sebesar (0,2648). Selanjutnya pada kategori *Asset Allocation fund*, nilai indeks Jensen tertinggi diwakili oleh reksadana Cipta Syariah Balance sebesar (0,1613). Yang terakhir, pada kategori *debt fund* diketahui reksadana syariah yang mempunyai nilai indeks Jensen tertinggi adalah Trim syariah berimbang sebesar (0,1283).

**Tabel 4.6**

**Perhitungan Jensen's model Reksadana Syariah Malaysia 2008-2010**

No	Kategori	Nama Reksadana	2008	2009	2010
1	Equity	Affin Islamic Equity Fund	-0,3828	0,4179	0,0857
2		Alliance Dana Adib	-0,3643	0,2669	0,1309
3		AMB Dana Yakin	0,1512	-0,3499	0,2739
4		AmIttikal	-0,3543	0,3137	0,1358
5		AmIslamic Growth	-0,3628	0,2812	0,1691
6		Apex Dana Al-Sofi-I	-0,3172	0,3899	0,1501
7		Dana Bestari	-0,3592	0,1068	0,1280
8		Dana Al- Aiman	-0,2826	0,1869	0,1230
9		ASM Syariah Aggressive Fund	-0,4694	0,1614	0,0053
10		ASM Dana Mutiara	-0,4108	0,1836	0,2279

11	ASBI Dana Al-Falah	-0,2009	0,1594	0,0862
12	BIMB i Growth	-0,2497	0,1761	0,1533
13	CIMB Islamic DALI Equity Growth Fund	-0,3410	0,3539	0,2129
14	CIMB Islamic Asia Pasific Equity Fund	-0,4084	0,6460	-
15	CIMB Islamic DALI Equity Fund	-0,3889	0,4315	0,0702
16	CIMB Islamic Small Cap Fund	-0,4090	0,4429	0,2766
17	CIMB Islamic Equity Fund	-0,3904	0,4964	0,0787
18	CIMB Islamic Equity Aggresive Fund	-0,5029	0,5647	0,1989
19	CIMB Islamic Kausar Lifecycle 2017	-0,2040	0,2549	0,0576
20	CIMB Islamic Kausar Lifecycle 2022	-0,2682	0,3439	0,0169
21	CIMB Islamic Kausar Lifecycle 2027	-0,2838	0,3397	0,0493
22	Hong Leong Dana Makmur	-0,3473	0,4250	0,1456
23	HwangDBS AIIMAN Growth Fund	-0,2792	0,4183	0,1843
24	ING Ekuiti Islam	-0,4280	0,2446	0,1441
25	Interpac dana safi	-0,2610	0,2492	0,2480
26	Kenanga islamic fund	-0,4743	0,3144	0,2520
27	Kenanga syariah growth fund	-0,2809	0,2804	0,2732
28	Libra amanah saham wanita	-0,3361	0,2534	0,1227
29	MAAKL syariah index fund	-0,3771	0,3372	0,1492
30	MAAKL al-faid	-0,3512	0,3236	0,1939
31	MAAKL al-fauzan	-0,2316	0,2348	0,2248
32	OSK-UOB dana islam	-0,3413	0,2035	0,1458
33	Pacific dana deviden	-0,3764	0,3142	0,1167
34	Pheim asia ex-japan islamic fund	-0,4347	0,5235	0,0450
35	Prudential dana al-ilham	-0,3866	0,3969	0,1888
36	Prudential asia pacific syariah equity fund	-0,3206	0,5030	-
37	PB islamic asia equity fund	-0,4422	0,4881	-
38	Public asia ittikal fund	-0,3886	0,4531	0,0145
39	Public ittikal fund	-0,3761	0,3515	0,1169
40	PB islamic asia strategic sector fund	-0,4729	0,4366	-

41		Publik islamic equity fund	-0,3675	0,3169	0,1513	
42		Public islamic opportunities fund	-0,3679	0,5088	0,1605	
43		PB islamic equity fund	-0,4434	0,3955	0,1728	
44		Public islamic dividend fund	-0,3225	0,3185	0,1638	
45		Public islamic asia dividen fund	-0,4094	0,4096	0,0626	
46		Public china ittikal fund	-0,4380	0,4161	-	
47		Public islamic sector fund	-0,3366	0,3449	0,2826	
48		RHB islamic growth fund	-0,3869	0,3268	0,1657	
49		TA islamic fund	-0,2745	0,3463	0,1405	
50	Asset Allocation	AmIslamic Balanced Fund	-0,2771	0,2120	0,0850	
51		Amanah Mutual Berhad Dana Iklas	-0,2247	0,2570	0,1457	
52		Apex Dana Al-Faiz-I	-0,2063	0,3225	0,0795	
53		CIMB Islamic Balanced Fund	-0,3073	0,3700	0,0502	
54		CIMB Islamic Balanced growth Fund	-0,3377	0,2323	0,1715	
55		Dana Islamiah Affin	-0,2810	0,2602	0,0435	
56		Hong Leong Dana Maa'rof	-0,2824	0,2896	0,1198	
57		Kenanga islamic Balanced Fund	-0,2673	0,2176	0,1562	
58		Libra SyariahExtra Fund	-0,3558	0,1833	0,0800	
59		MAAKL Al-Umran	-0,2048	0,2548	0,1456	
60		OSK UOB Muhibbah income Fund- DIVIDEND	-0,1669	0,0903	0,0090	
61		RHB Mudharabah Fund	-0,2100	0,2066	0,1341	
62		TA Dana OptiMix	-0,3342	0,4159	0,1639	
63		Debt	AmBon Islam	-0,0108	0,0336	0,0338
64			Amanah Mutual Berhad dana Arif	-0,0885	0,1239	-
65	CIMB Islamic Enhanced Sukuk Fund		-0,1632	0,1360	0,0769	
66	CIMB Islamic Sukuk Fund		-0,0135	0,0280	0,0102	
67	Hong Leong Islamic Income Management Fund		-0,0014	0,0060	-	
68	ING Bon Islam		-0,0100	0,0179	0,0074	
69	Libra AsnitaBond Fund		-0,0112	-0,0002	0,0284	
70	MAAKL As-Saad		0,0038	0,0320	0,0183	
71	Pacific Dana Murni		-0,0139	0,0201	0,0179	
72	Prudential dana Wafi		-0,0176	0,0369	0,0067	

73	Public Mutual–PB Islamic Bond Fund	-0,0074	0,0665	0,0826
74	Public Mutual-Public Islamic Bond fund	-0,0077	0,0789	0,0471
75	Public Mutual-Public Islamic Enhanced Bond Fund	-0,0787	0,0811	0,0244
76	RHB Islamic Bond Fund	0,0174	0,0140	0,0742
77	Prudential dana dinamik	-0,2512	0,2186	0,1136

Sumber: Diolah Peneliti

Pada tabel hasil perhitungan model Jensen reksadana syariah Malaysia diatas, didapatkan tiga reksadana syariah yang memiliki nilai tertinggi pada tiap-tiap kategori. Pada tahun 2008, reksadana syariah kategori *equity fund* yang memiliki nilai indeks Jensen tertinggi adalah AMB Dana yakin sebesar (0,1512). Sedangkan pada kategori *Asset Allocation fund*, indeks Jensen tertinggi dimiliki oleh reksadana OSK UOB Muhibbah Income Fund sebesar (-0,1669). Selanjutnya reksadana kategori *Debt fund*, yang menunjukkan indeks Jensen tertinggi adalah Hong Leong Islamic Income Management fund sebesar (-0,0014).

Tahun 2009, reksadana syariah kategori equity fund yang menunjukkan nilai indeks Jensen tertinggi adalah CIMB Islamic asia pasific *equity fund* sebesar (0,6460), kemudian pada kategori *Asset Allocation fund*, TA Dana OptiMix mempunyai nilai tertinggi sebesar (0,4159). Berikutnya pada kategori *debt fund*, nilai indeks Jensen tertinggi diwakili oleh reksadana CIMB Islamic Enhanced sukuk fund sebesar (0,1360).

Tahun 2010, indeks Jensen tertinggi pada reksadana kategori *equity fund* dimiliki oleh Public islamic sector fund sebesar (0,2826). Selanjutnya pada kategori *Asset Allocation fund*, nilai indeks Jensen tertinggi diwakili oleh reksadana CIMB Islamic balanced growth fund sebesar (0,1715). Yang terakhir,

pada kategori *debt fund* diketahui reksadana syariah yang mempunyai nilai indeks Jensen tertinggi adalah Prudential Dana Dinamik sebesar (0,1136).

Tahap Kedua

- a. Uji Hepotesis dengan Mann-Whitney U-Test pada reksadana syariah Indonesia dan Malaysia dengan Sharpe's model

Tahun 2008

**Ranks**

	Group	N	Mean Rank	Sum of Ranks
Sharpe	Indonesia	25	58,32	1458,00
	Malaysia	77	49,29	3795,00
	Total	102		

**Test Statistics(a)**

	Sharpe
Mann-Whitney U	792,000
Wilcoxon W	3795,000
Z	-1,326
Asymp. Sig. (2-tailed)	,185

a. Grouping Variable: Group

Dari *output Ranks* diatas, dapat kita lihat bahwa nilai mean untuk Sharpe Indonesia lebih besar daripada nilai mean Sharpe Malaysia ( $58,32 > 49,29$ ). Sedangkan dari *output Test Statistics* dapat kita ketahui bahwa nilai Mann-Whitney U adalah 792,000. Selanjutnya nilai Wilcoxon W adalah 3795,000 dan nilai Z Score= -1,326. Kemudian nilai *Asymtotic Significance 2 tailed* adalah 0,185.

Tahun 2009

**Ranks**

	Group	N	Mean Rank	Sum of Ranks
Sharpe	Indonesia	25	49,28	1232,00
	Malaysia	77	52,22	4021,00
	Total	102		

**Test Statistics(a)**

	Sharpe
Mann-Whitney U	907,000
Wilcoxon W	1232,000
Z	-,432
Asymp. Sig. (2-tailed)	,666

a Grouping Variable: Group

Dari *output Ranks* diatas, dapat kita lihat bahwa nilai mean untuk Sharpe Indonesia lebih kecil daripada nilai mean Sharpe Malaysia ( $49,28 < 52,22$ ). Sedangkan dari *output Test Statistics* dapat kita ketahui bahwa nilai Mann-Whitney U adalah 907,000. Selanjutnya nilai Wilcoxon W adalah 1232,000 dan nilai Z Score= -0,432. Kemudian nilai *Asymtotic Significance 2 tailed* adalah 0,666.

**Tahun 2010**

**Ranks**

Group	N	Mean Rank	Sum of Ranks
Sharpe Indonesia	25	49,68	1242,00
Sharpe Malaysia	77	52,09	4011,00
Total	102		

**Test Statistics(a)**

	Sharpe
Mann-Whitney U	917,000
Wilcoxon W	1242,000
Z	-,354
Asymp. Sig. (2-tailed)	,723

a Grouping Variable: Group

Dari *output Ranks* diatas, dapat kita lihat bahwa nilai mean untuk Sharpe Indonesia lebih kecil daripada nilai mean Sharpe Malaysia ( $49,68 < 52,09$ ). Sedangkan dari *output Test Statistics* dapat kita ketahui bahwa nilai Mann-Whitney U adalah 917,000. Selanjutnya nilai Wilcoxon W adalah 1242,000 dan

nilai Z Score= -0,354. Kemudian nilai *Asymtotic Significance 2 tailed* adalah 0,723.

- b. Uji Hepotesis dengan Mann-Whitney U-Test pada reksadana syariah Indonesia dan Malaysia dengan Treynor's model

Tahun 2008

Ranks

Group	N	Mean Rank	Sum of Ranks
Treynor Indonesia	25	31,80	795,00
Malaysia	77	57,90	4458,00
Total	102		

Test Statistics(a)

	Treynor
Mann-Whitney U	470,000
Wilcoxon W	795,000
Z	-3,831
Asymp. Sig. (2-tailed)	,000

a Grouping Variable: Group

Dari *output Ranks* diatas, dapat kita lihat bahwa nilai mean untuk Treynor Indonesia lebih kecil daripada nilai mean Treynor Malaysia (31,80 < 57,90). Sedangkan dari *output Test Statistics* dapat kita ketahui bahwa nilai Mann-Whitney U adalah 470,000. Selanjutnya nilai Wilcoxon W adalah 795,000 dan nilai Z Score= -3,831. Kemudian nilai *Asymtotic Significance 2 tailed* adalah 0,000.

Tahun 2009

Ranks

Group	N	Mean Rank	Sum of Ranks
Treynor Indonesia	25	35,44	886,00
Malaysia	77	56,71	4367,00
Total	102		



**Test Statistics(a)**

	Treynor
Mann-Whitney U	561,000
Wilcoxon W	886,000
Z	-3,124
Asymp. Sig. (2-tailed)	,002

a Grouping Variable: Group

Dari *output Ranks* diatas, dapat kita lihat bahwa nilai mean untuk Treynor Indonesia lebih kecil daripada nilai mean Treynor Malaysia (35,44 < 56,71). Sedangkan dari *output Test Statistics* dapat kita ketahui bahwa nilai Mann-Whitney U adalah 561,000. Selanjutnya nilai Wilcoxon W adalah 886,000 dan nilai Z Score= -3,124. Kemudian nilai *Asymtotic Significance 2 tailed* adalah 0,002.

**Tahun 2010**

**Ranks**

Group	N	Mean Rank	Sum of Ranks
Treynor Indonesia	25	48,40	1210,00
Malaysia	77	52,51	4043,00
Total	102		

**Test Statistics(a)**

	Treynor
Mann-Whitney U	885,000
Wilcoxon W	1210,000
Z	-,603
Asymp. Sig. (2-tailed)	,547

a Grouping Variable: Group

Dari *output Ranks* diatas, dapat kita lihat bahwa nilai mean untuk Treynor Indonesia lebih kecil daripada nilai mean Treynor Malaysia (48,40 < 52,51). Sedangkan dari *output Test Statistics* dapat kita ketahui bahwa nilai Mann-Whitney U adalah 885,000. Selanjutnya nilai Wilcoxon W adalah 1210,000 dan

nilai Z Score= -0,603. Kemudian nilai *Asymtotic Significance 2 tailed* adalah 0,547.

c. Uji Hepotesis dengan Mann-Whitney U-Test pada reksadana syariah Indonesia dan Malaysia dengan Jensen's model

Tahun 2008

Ranks

Group		N	Mean Rank	Sum of Ranks
Jensen	Indonesia	25	68,52	1713,00
	Malaysia	77	45,97	3540,00
Total		102		

Test Statistics(a)

	Jensen
Mann-Whitney U	537,000
Wilcoxon W	3540,000
Z	-3,310
Asymp. Sig. (2-tailed)	,001

a Grouping Variable: Group

Dari *output Ranks* diatas, dapat kita lihat bahwa nilai mean untuk Jensen Indonesia lebih besar daripada nilai mean Jensen Malaysia ( $68,52 > 45,97$ ). Sedangkan dari *output Test Statistics* dapat kita ketahui bahwa nilai Mann-Whitney U adalah 537,000. Selanjutnya nilai Wilcoxon W adalah 3540,000 dan nilai Z Score= -3,310. Kemudian nilai *Asymtotic Significance 2 tailed* adalah 0,001.

Tahun 2009

Ranks

Group		N	Mean Rank	Sum of Ranks
Jensen	Indonesia	25	64,78	1619,50
	Malaysia	77	47,19	3633,50
Total		102		

**Test Statistics(a)**

	Jensen
Mann-Whitney U	630,500
Wilcoxon W	3633,500
Z	-2,583
Asymp. Sig. (2-tailed)	,010

a Grouping Variable: Group

Dari *output Ranks* diatas, dapat kita lihat bahwa nilai mean untuk Jensen Indonesia lebih besar daripada nilai mean Jensen Malaysia ( $64,78 > 47,19$ ). Sedangkan dari *output Test Statistics* dapat kita ketahui bahwa nilai Mann-Whitney U adalah 630,500. Selanjutnya nilai Wilcoxon W adalah 3633,000 dan nilai Z Score= -2,583. Kemudian nilai *Asymtotic Significance 2 tailed* adalah 0,010.

Tahun 2010

**Ranks**

Group	N	Mean Rank	Sum of Ranks
Jensen Indonesia	25	42,56	1064,00
Malaysia	77	54,40	4189,00
Total	102		

**Test Statistics(a)**

	Jensen
Mann-Whitney U	739,000
Wilcoxon W	1064,000
Z	-1,739
Asymp. Sig. (2-tailed)	,082

a Grouping Variable: Group

Dari *output Ranks* diatas, dapat kita lihat bahwa nilai mean untuk Jensen Indonesia lebih kecil daripada nilai mean Jensen Malaysia ( $42,56 < 54,40$ ). Sedangkan dari *output Test Statistics* dapat kita ketahui bahwa nilai Mann-Whitney U adalah 739,000. Selanjutnya nilai Wilcoxon W adalah 1064,000 dan

nilai Z Score= -1,739. Kemudian nilai *Asymtotic Significance 2 tailed* adalah 0,082.

## **1.2. Pembahasan Hasil**

### **1.2.1. Analisis Kinerja Reksadana Syariah Indonesia dan Malaysia**

#### **1.2.1.1. Model Sharpe Reksadana Syariah Indonesia**

Model Sharpe merupakan pengukuran imbal hasil per unit dari total risiko. Semakin tinggi nilai Sharpe mengindikasikan kinerja reksadana yang semakin baik. Selain itu, nilai Sharpe juga memberikan indikasi seberapa baik manajer investasi mendiversifikasikan risiko *unsystematic* (Wulandari, 2009:7).

Pada perhitungan model Sharpe reksadana syariah Indonesia diketahui bahwa sepanjang tahun 2008 seluruh indeks Sharpe menunjukkan nilai negatif. Hal tersebut disebabkan imbas dari krisis finansial global. Menurut berita yang diakses dari situs Sekretariat Negara Republik Indonesia (<http://www.setneg.go.id/>) menyebutkan bahwa Pertumbuhan ekonomi Indonesia secara keseluruhan tumbuh mencapai 6,1% pada tahun 2008 atau sedikit lebih rendah dibandingkan dengan tahun 2007 sebesar 6,3%.

Dari keseluruhan nilai indeks Sharpe reksadana syariah tahun 2008 pada Gambar 4.1, reksadana yang memiliki nilai tertinggi adalah MNC Dana Syariah sebesar (-0,0808). Meskipun nilai tersebut negatif, tetapi jika dibandingkan dengan reksadana lain MNC Dana syariah memiliki kinerja yang bagus. Hal tersebut didukung adanya prestasi reksadana MNC Dana Syariah pada tahun 2008 yang mendapatkan predikat terbaik kategori pendapatan tetap syariah versi Karim Bussiness Consulting. (Sumber: [www.reksadanabig.com](http://www.reksadanabig.com))

Sedangkan pada Gambar 4.1 juga terlihat reksadana yang memiliki nilai terendah adalah reksadana Mega Dana Syariah sebesar (-54,3127). Hal tersebut terjadi dikarenakan return reksadana bernilai negatif sedangkan *risk free* menunjukkan nilai yang positif dan deviasi standar sebagai pembagi yang bernilai paling kecil turut memberi kontribusi kinerja reksadana berdasarkan model Sharpe yang lebih rendah.

Dalam kategori *equity Fund* (reksadana saham), di Indonesia terdapat tujuh reksadana syariah yang sudah diterbitkan. Dari perhitungan model Sharpe pada Tabel 4.1, dapat kita ketahui seluruh reksadana menunjukkan nilai yang negatif. Munculnya seluruh nilai negatif tersebut tidak terlepas pada jenis investasinya. Menurut Ansori (2008:60) Reksadana saham (*equity fund*) adalah reksadana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dari aktivasinya dalam bentuk efek bersifat ekuitas (saham). Karena investasinya dilakukan pada saham, maka risikonya lebih tinggi daripada instrumen pasar modal lainnya.

Sedangkan pada kategori Asset Allocation fund, terdapat sembilan reksadana syariah. Sama seperti halnya pada kategori equity fund, indeks Sharpe pada Asset Allocation fund secara keseluruhan menunjukkan nilai negatif. Menurut Bodie, dkk (2006:148) reksadana alokasi aset dapat mengubah-ubah proporsi yang dialokasikan ke setiap pasar secara dramatis sesuai dengan prakiraan manajer investasi tentang kinerja masing-masing sektor. Jika memang demikian, peran manajer investasi dalam memperkirakan kinerja masing-masing sektor tidak dapat menolong kinerja reksadana ke arah yang lebih baik, karena risiko yang dihadapi adalah risiko *systematic* bukan risiko *unsystematic*.

Selanjutnya pada kategori debt fund, terdapat sembilan reksadana syariah. Seperti halnya pada kategori *equity fund* dan *Asset Allocation fund*, reksadana syariah debt fund juga menunjukkan nilai indeks Sharpe yang negatif. Kategori reksadana ini mirip dengan reksadana obligasi karena sebagian besar dananya diinvestasikan kembali pada obligasi jangka pendek maupun jangka panjang. Walaupun sebagian besar *debt fund* mengalokasikan dananya pada obligasi, ternyata hal tersebut tidak membuatnya terlepas dari dampak krisis finansial global sepanjang tahun 2008. Terbukti pada nilai indeks Sharpe keseluruhan menunjukkan kinerja yang negatif.

Pada Gambar 4.2 terlihat bahwa sebagian besar nilai indeks Sharpe tahun 2009 bernilai positif. Namun masih ada beberapa yang bernilai negatif. Seperti pada reksadana Batavia Proteksi Syariah Mataram yang memiliki nilai ekstrim yaitu (-360,7094). Hal tersebut dikarenakan Batavia Proteksi Syariah Mataram memiliki nilai return yang rendah yaitu (0,0089) sedangkan nilai deviasi standar yang relatif kecil mampu menyumbangkan kinerja reksadana ke arah yang lebih rendah.

Rendahnya nilai Sharpe's pada reksadana Batavia Proteksi Syariah Mataram, membuat nilai rata-rata indeks Sharpe Indonesia tahun 2009 menjadi negatif. Namun diantara seluruh reksadana, I-Hajj Syariah fund menunjukkan nilai indeks tertinggi sebesar (11,6697). Kondisi tersebut didukung dengan performa I-Hajj Syariah yang mendapat penghargaan terbaik untuk reksadana pendapatan tetap pada acara penganugerahan pelaku bisnis syariah terbaik (<http://www.bwi.or.id/>).

Berdasarkan Gambar 4.3 terlihat pada tahun 2010 indeks Sharpe reksadana syariah Indonesia sangat berbeda dengan tahun-tahun sebelumnya. Sebagian besar return reksadana menunjukkan nilai yang positif. Hal tersebut disebabkan oleh perekonomian Indonesia yang mulai membaik setelah mendapat imbas dari krisis finansial global tahun 2008.

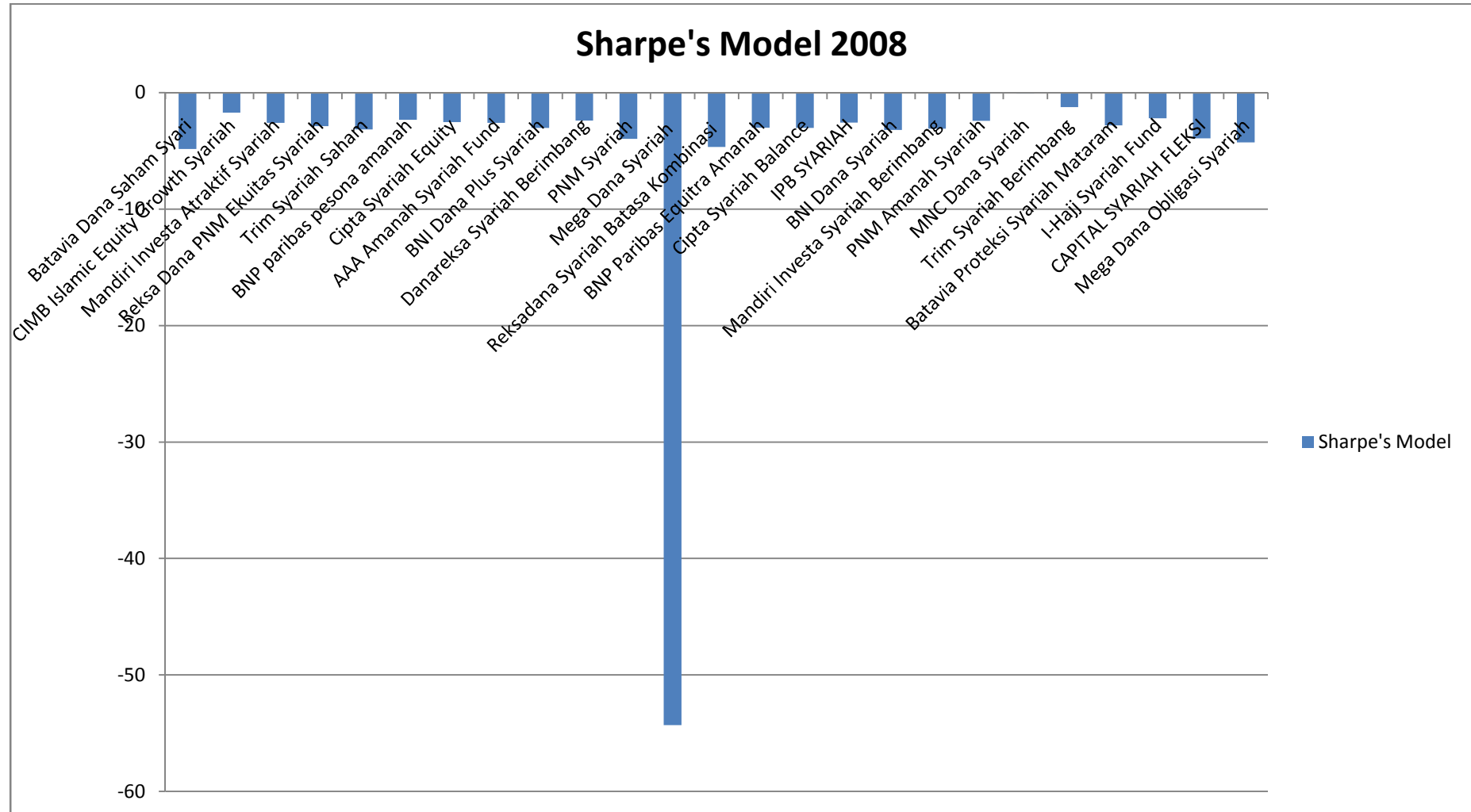
Pada tahun ini reksadana yang memiliki indeks tertinggi adalah Cipta Syariah equity fund sebesar (103,4851). Prestasi tersebut sesuai dengan perkataan Presiden Direktur Ciptadana John Budiharsana, "Total dana kelolaan Cipta syariah sudah naik mencapai Rp 1,04 triliun yang terdiri dari Rp 91,15 miliar merupakan reksa dana saham Rencana Cerdas Rp 41,87 miliar, reksa dana saham Cipta Syariah Equity Rp 334,76 miliar, Indonesia Growth Fund (in USD), Rp 31,84 miliar reksa dana campuran Cipta Balance, Rp 30,30 miliar reksa dana campuran Cipta Syariah Balance, Rp 36,82 miliar reksa dana campuran Cipta Dinamika, dan yang lain-lain sebesar Rp 476,82 miliar. Sedangkan yang memiliki nilai terendah adalah Reksadana Syariah Batasa Kombinasi sebesar (-17,8268). Sama seperti rendahnya nilai indeks Sharpe tahun-tahun sebelumnya, penyebabnya adalah nilai return rendah sedangkan deviasi standarnya juga rendah.

Dari keseluruhan kinerja reksadana model Sharpe dapat ditarik garis besar bahwa terpuruknya kinerja reksadana syariah Indonesia tahun 2008 dikarenakan kondisi perekonomian Indonesia yang kurang stabil, dan salah satunya inflasi yang mencapai 11%. Pada tahun 2009 kinerja reksadana syariah Indonesia masih rendah, dikarenakan periode tersebut merupakan masa pemulihan

keterpurukan reksadana pada tahun 2008. Argumentasi ini didukung oleh penelitian terdahulu yang dilakukan oleh (Wulandari,2009:7), dimana pada periode 2008 dan 2009 kinerja reksadana saham Indonesia dikalahkan oleh reksadana saham Malaysia. Dan membaiknya kinerja reksadana pada tahun 2010 tidak terlepas dari kondisi perekonomian Indonesia yang mulai pulih, selain itu juga dikarenakan manajer investasi Indonesia yang mampu mendiversifikasikan risiko *unsystematic*.

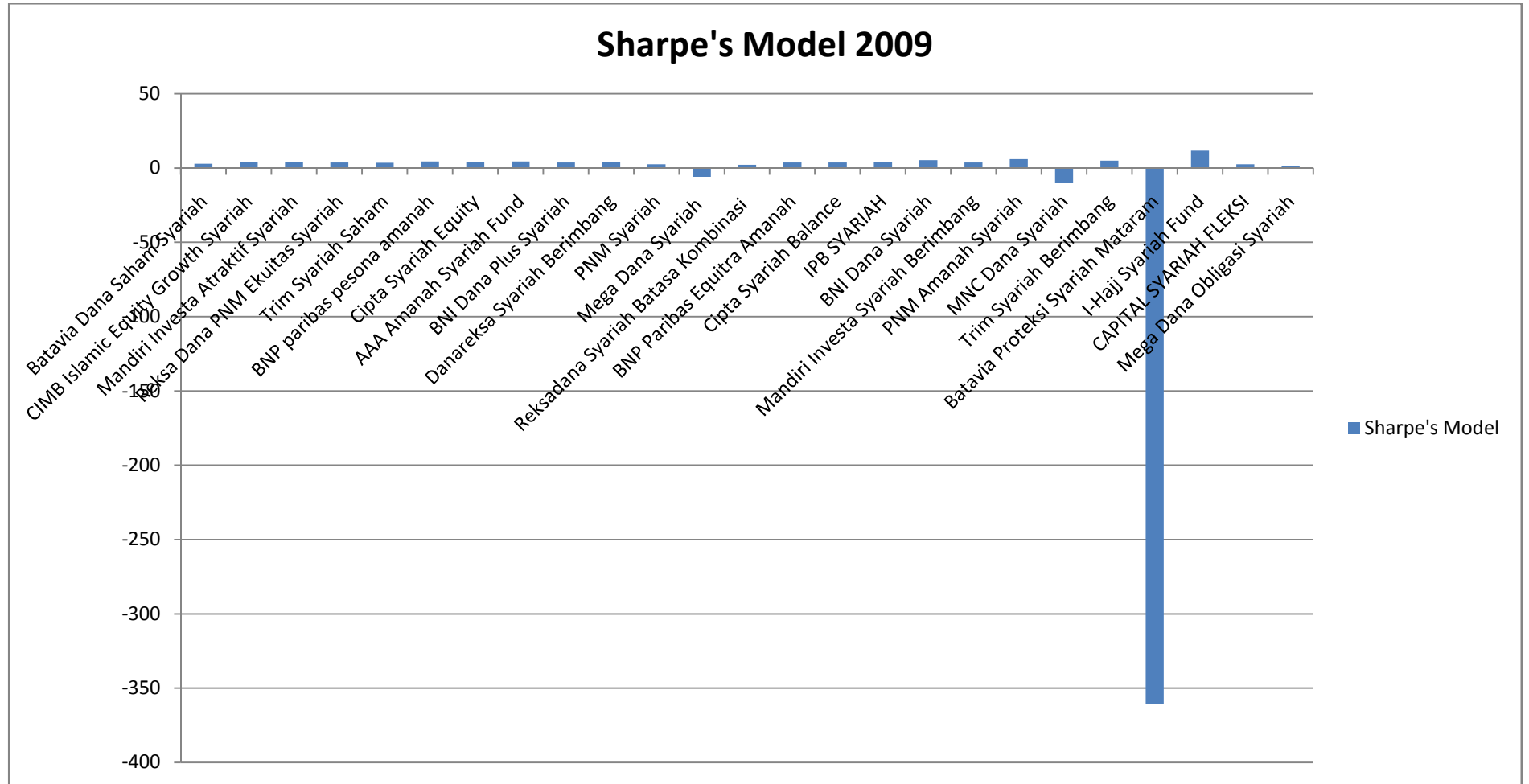


Gambar 4.1



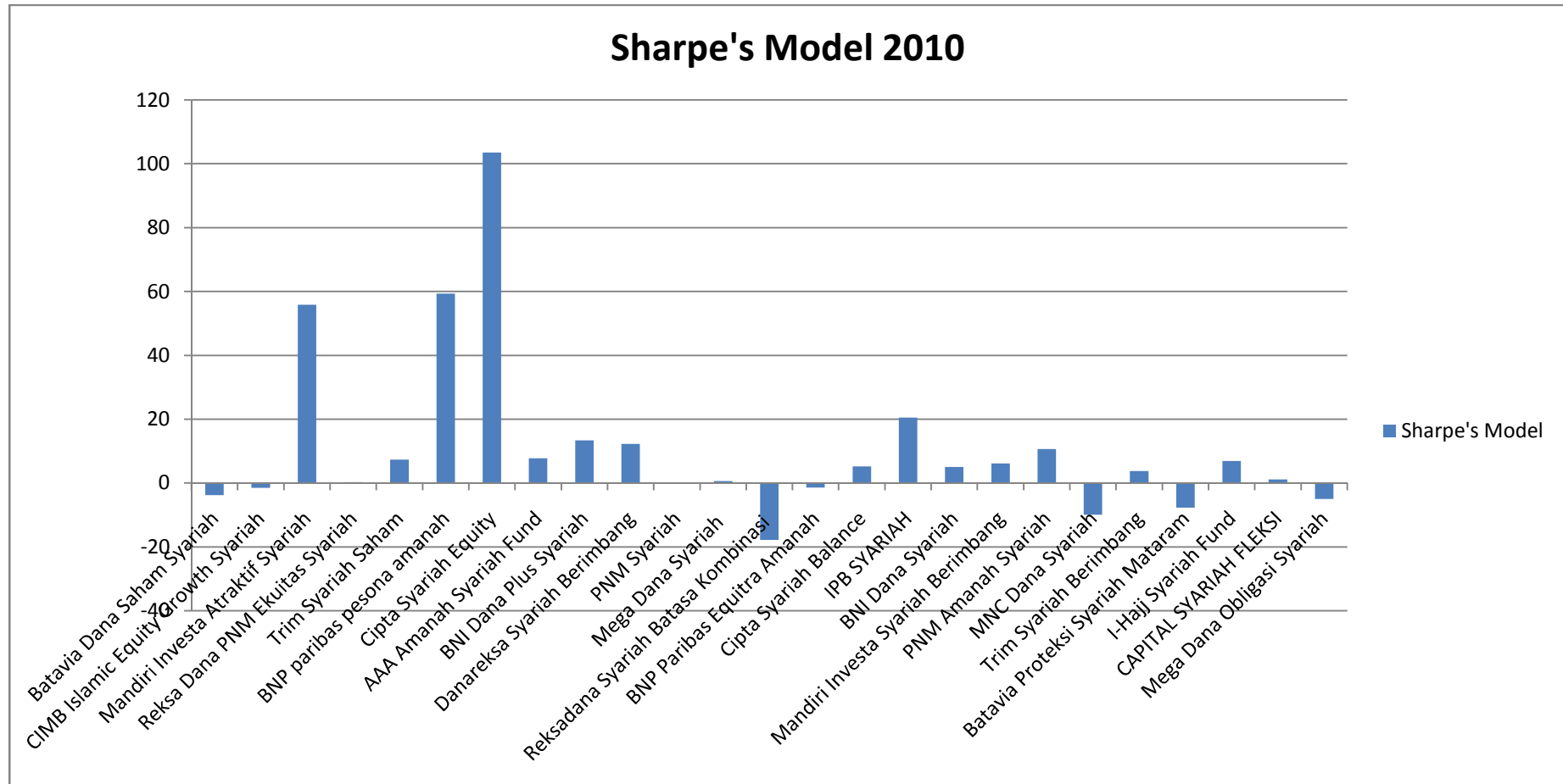
Sumber: Diolah Peneliti

Gambar 4.2



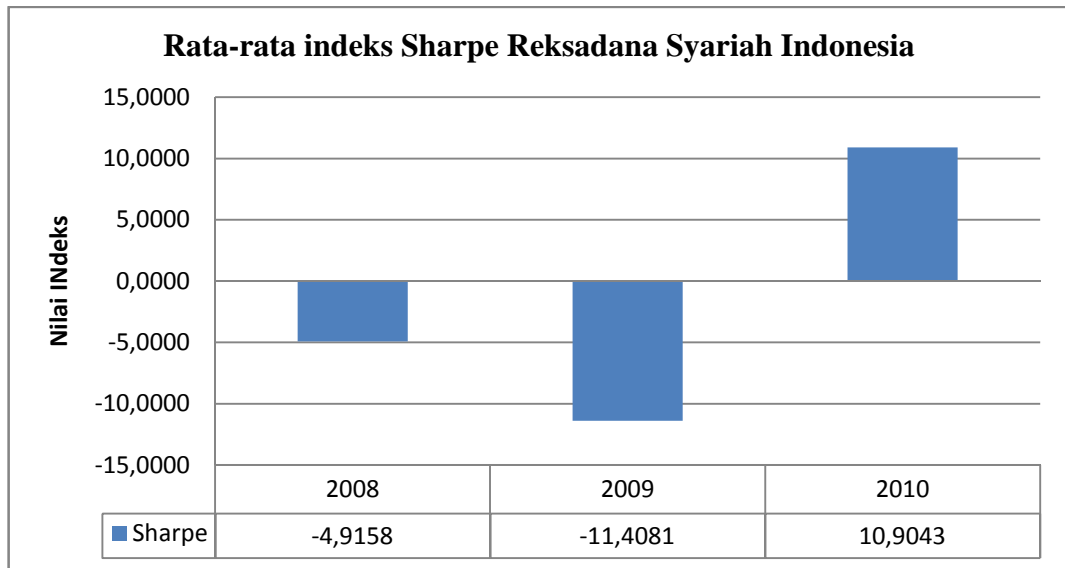
Sumber: Diolah Peneliti

Gambar 4.3



Sumber: Diolah Peneliti

Gambar 4.4



Sumber: Diolah Peneliti

#### 4.2.1.2. Model Treynor pada Reksadana Syariah Indonesia

Model Treynor merupakan model pengukuran imbal hasil per unit dari risiko pasar yang diperoleh dari suatu investasi. Semakin besar nilai indeks Treynor maka akan semakin baik kinerja reksadana.

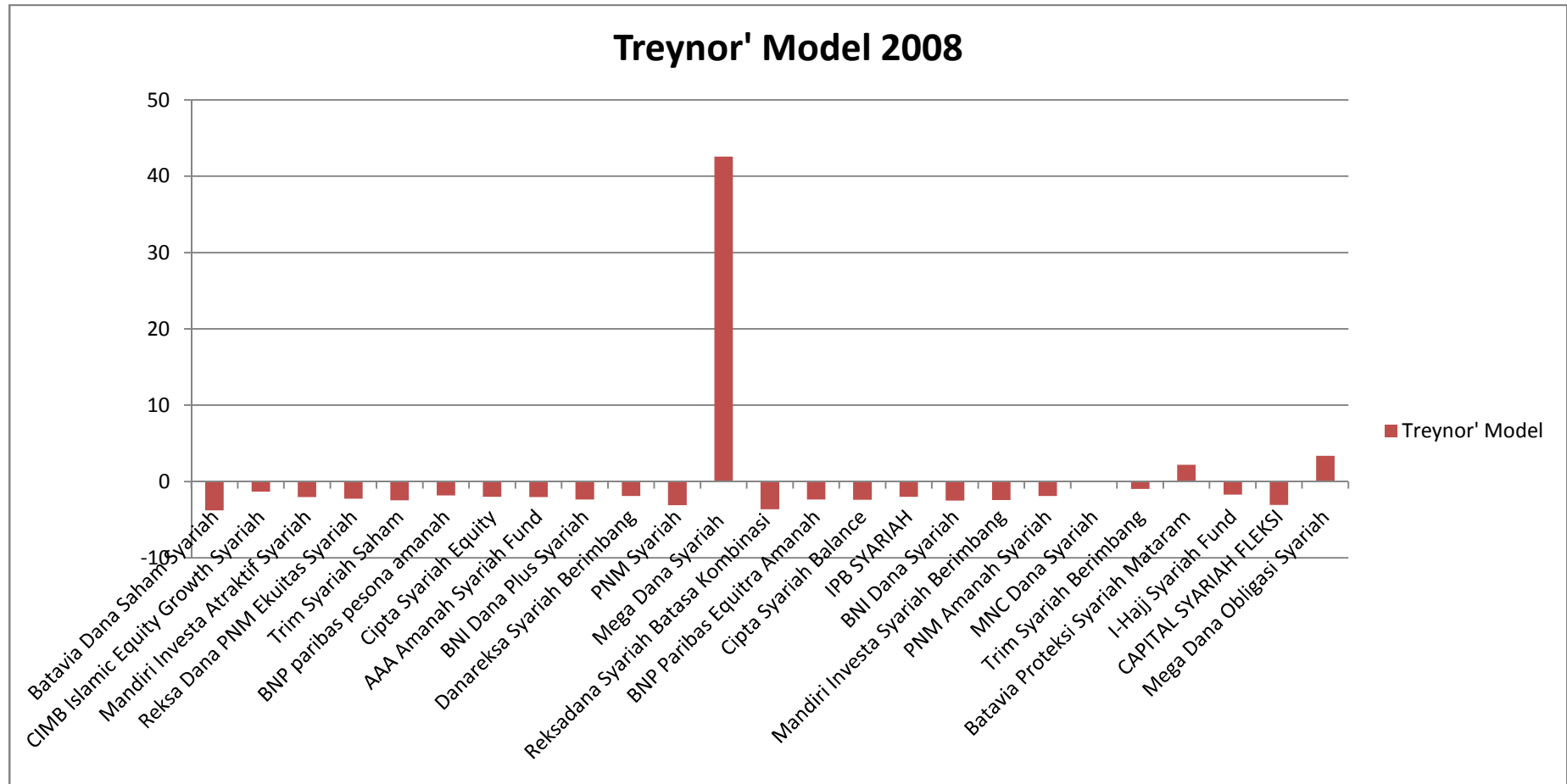
Sama halnya seperti perolehan pada model Sharpe, tahun 2008 sebagian besar reksadana syariah menunjukkan nilai yang negatif. Hal ini dikarenakan nilai beta dan *risk free* lebih besar dari pada return reksadana. Namun dari keseluruhan reksadana reksadana yang memiliki nilai tertinggi adalah Mega Dana Syariah (42,5654). Hal itu berlawanan dengan hasil perhitungan model Sharpe, dimana pada tahun 2008 reksadana Mega Dana Syariah jatuh pada nilai (-54,3127). Hal tersebut mengindikasikan bahwa kinerja reksadana Mega Dana Syariah lebih dipengaruhi oleh risiko total ( $\sigma_p$ ) dari pada risiko pasar ( $\beta$ ). Sedangkan nilai indeks Treynor terendah dimiliki oleh reksadana Batavia Dana Saham Syariah

sebesar (-3,7892). Hal itu dikarenakan return yang dimiliki bernilai negatif sedangkan nilai betanya relatif kecil.

Pada tahun 2009, terlihat pada Gambar 4.6 nilai indeks Treynor yang paling rendah adalah reksadana Batavia Proteksi Syariah Mataram sebesar (-132,3669). Hal serupa juga terjadi pada perhitungan indeks Sharpe tahun 2009. Rendahnya nilai kedua indeks reksadana Batavia Proteksi Syariah Mataram memperkuat buruknya hasil kinerja reksadana. Sedangkan nilai indeks Treynor tertinggi dimiliki oleh reksadana MNC Dana Syariah sebesar (3,6585). Kondisi tersebut didukung oleh mendapatnya penghargaan reksadana Syariah terbaik kategori pendapatan tetap untuk kedua kalinya periode 1 tahun. ([www.reksadanabig.com](http://www.reksadanabig.com))

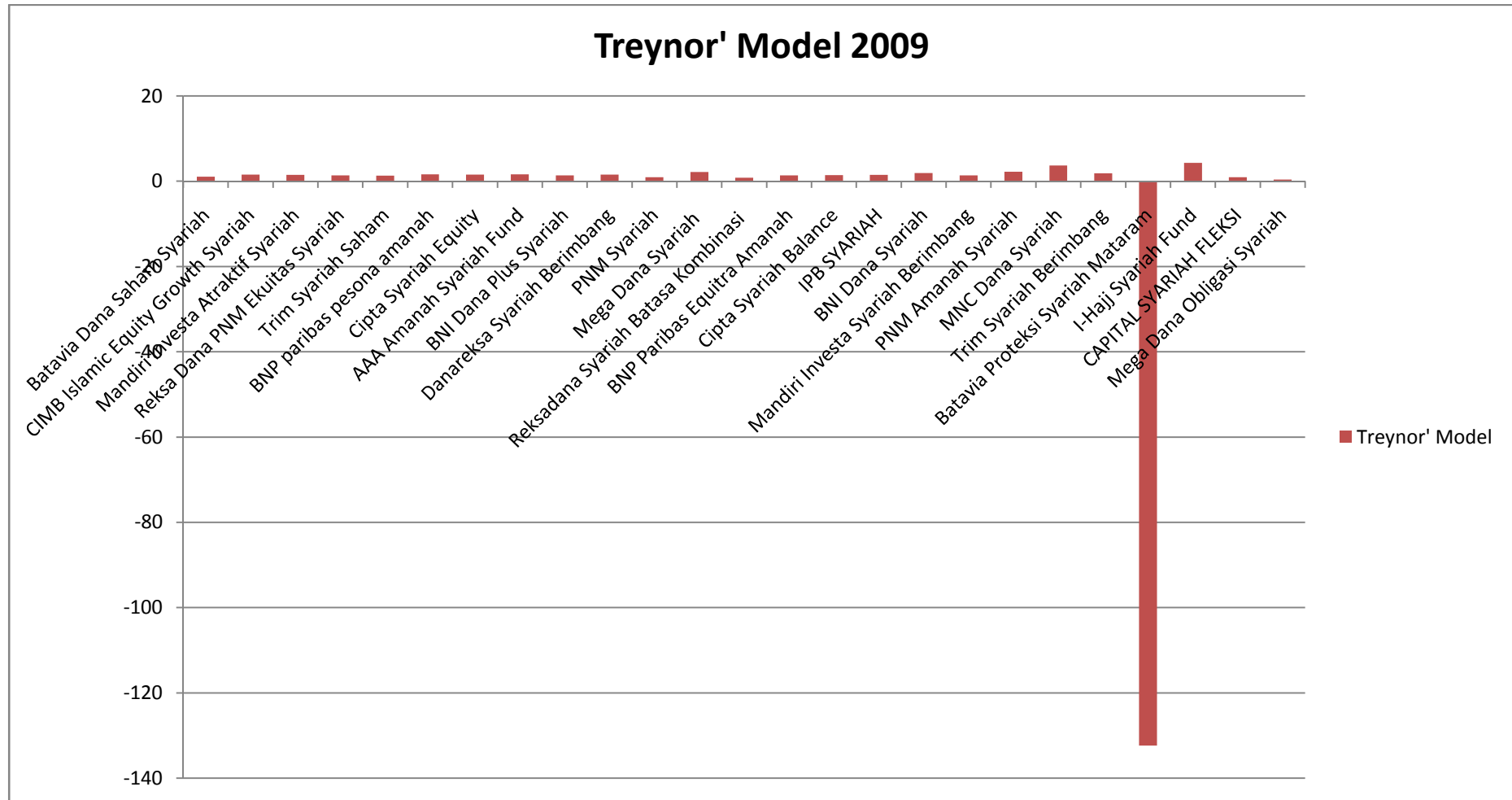
Pada gambar 4.7 terlihat rata-rata nilai indeks Treynor tahun 2010 bernilai positif. Sama seperti halnya pada gambar grafik Sharpe 2010 yang sebagian besar menunjukkan nilai positif. Pada gambar 4.7 yang memiliki nilai indeks tertinggi adalah reksadana Cipta Syariah Equity sebesar (93,3124). Peringkat tertinggi tersebut juga ditunjukkan Cipta Syariah Equity saat perhitungan indeks Sharpe tahun 2010. Kondisi diatas semakin memperkuat kinerja reksadana Cipta Syariah Equity yang terbukti baik. Selanjutnya, reksadana yang memiliki indeks Treynor terendah adalah IPB Dana Syariah sebesar (-18,5081). Rendahnya nilai tersebut mengindikasikan bahwa rendahnya risiko ( $\beta$ ) yang dimiliki oleh IPB Dana Syariah membuat perolehan imbal hasil semakin rendah. Hal ini sesuai dengan konsep "*high risk high return*".

Gambar 4.5



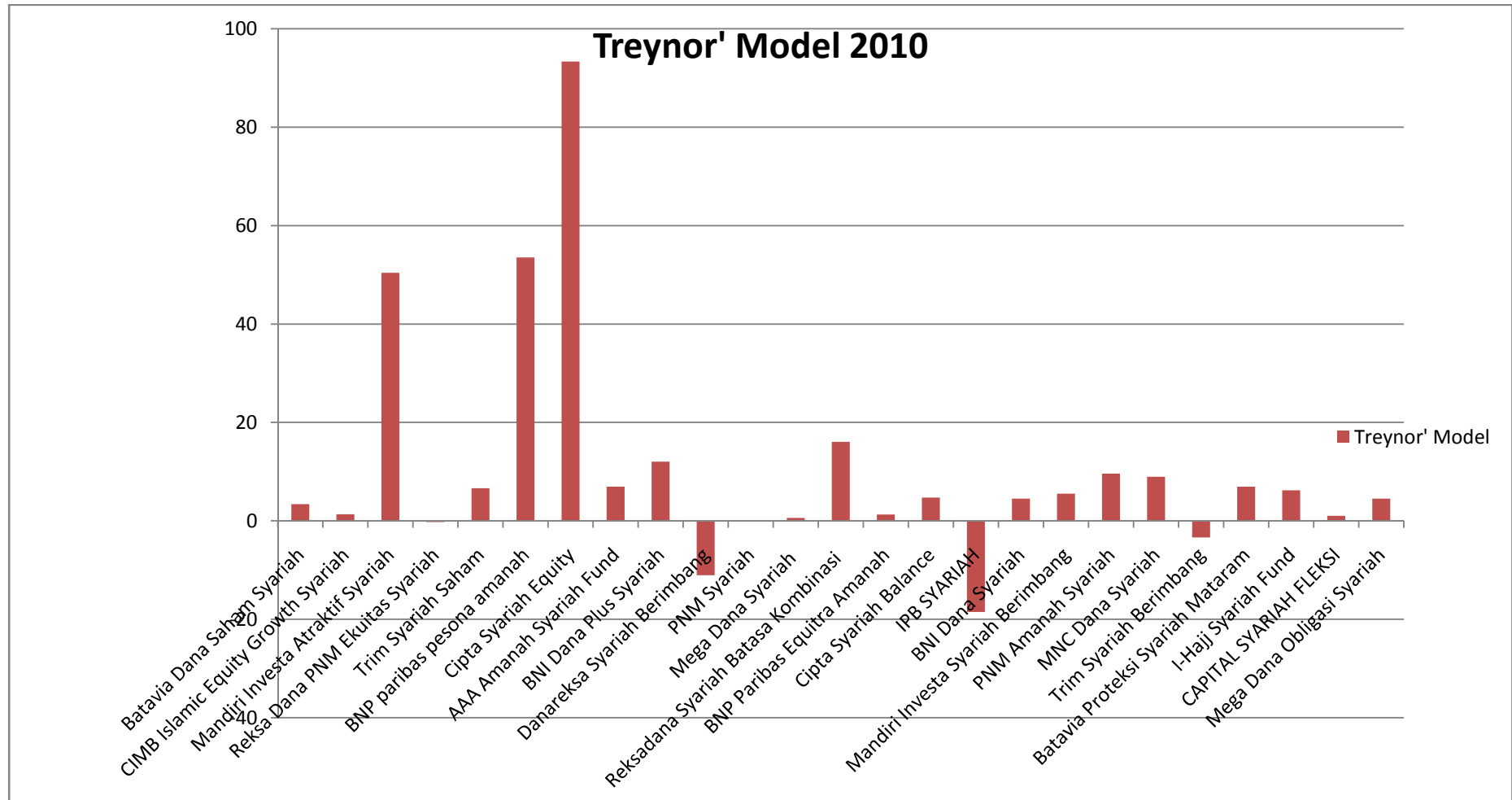
Sumber: Diolah Peneliti

Gambar 4.6



Sumber: Diolah Peneliti

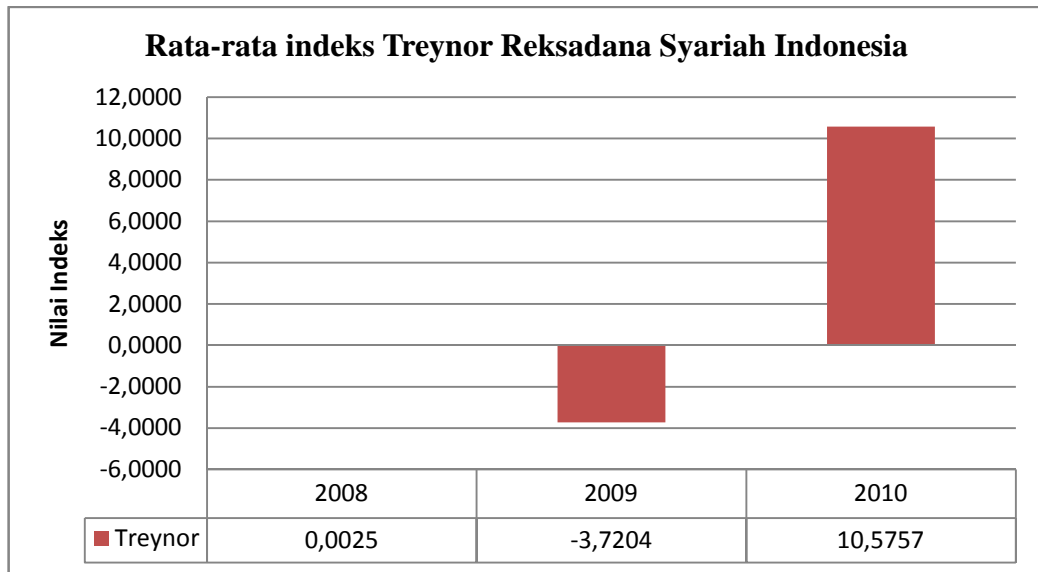
Gambar 4.7



Sumber: Diolah Peneliti



Gambar 4.8



Sumber: Diolah Peneliti

Pada gambar 4.8 diatas terlihat bahwa secara rata-rata indeks Treynor Indonesia bergerak menurun pada tahun 2009. Namun pada gambar 4.6, nilai indeks Treynor sebagian besar bernilai positif. Jatuhnya rata-rata indeks Treynor tahun 2009 disebabkan salah satu reksadana yang memiliki nilai ekstrim, yaitu Batavia Proteksi Syariah. Selanjutnya pada tahun 2010, indeks Treynor bergerak naik. Pergerakan tersebut didukung oleh kondisi perekonomian Indonesia yang semakin membaik setelah mendapat imbas dari krisis finansial global.

#### 4.2.1.3. Model Jensen pada Reksadana Syariah Indonesia

Indeks Jensen merupakan indeks yang menunjukkan perbedaan antara tingkat return aktual yang diperoleh portofolio dengan tingkat return yang diharapkan jika portofolio tersebut berada pada garis pasar modal (Tandelilin,2001:330). Selain itu dalam penelitian (Wulandari,2009:10) dijelaskan bahwa Jensen Alpha digunakan dalam mengukur derajat imbal hasil yang

diperoleh manajer investasi setelah memperhitungkan risiko pasar yang diukur dengan beta. Jika manajer investasi memperoleh imbal hasil kurang lebih sama dengan pasar, maka alpha sama dengan nol.

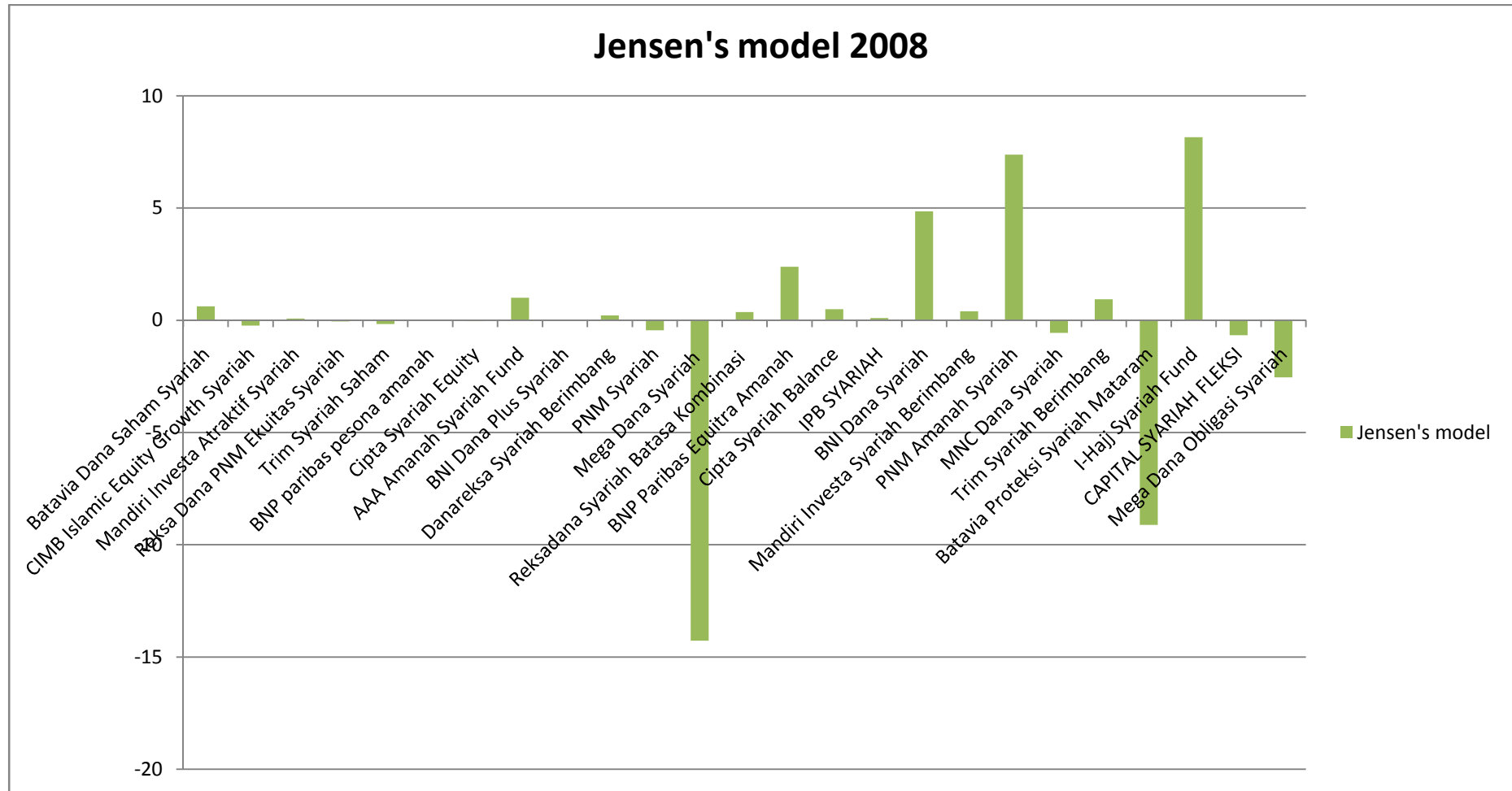
Berbeda dengan perhitungan model Sharpe dan Treynor, tahun 2008 model Jensen indeks reksadana syariah Indonesia sebagian besar tidak menunjukkan nilai negatif. Hal tersebut mengindikasikan bahwa sebagian besar manajer investasi reksadana syariah Indonesia memiliki kinerja baik. Terlihat pada gambar 4.9, reksadana yang memiliki indeks tertinggi adalah I-Hajj Syariah Fund sebesar (8,1574). Sedangkan reksadana yang menunjukkan indeks Jensen terendah adalah Mega Dana Syariah (-14,2683). Tingginya indeks tersebut menunjukkan tingkat return aktual yang diperoleh lebih tinggi dari pada yang diharapkan atau manajer investasi berkinerja bagus. Sedangkan rendahnya nilai indeks Mega dana syariah menunjukkan kinerja manajer investasinya yang buruk. Manajer investasi I-Hajj Syariah Fund yaitu Insight Investments Management, sedangkan manajer investasi Mega Dana Syariah adalah Mega Capital Indonesia.

Melihat pada Gambar 4.10 secara keseluruhan indeks Jensen tahun 2009 bernilai adalah positif. Hal itu menandakan bahwa pada tahun 2009 manajer investasi memiliki kinerja yang lebih baik dari tahun sebelumnya. Dari semua reksadana terdapat satu yang memiliki indeks Jensen tertinggi, yaitu CIMB Islamic Equity Growth Syariah sebesar (2,7163). Dengan dicapainya nilai tertinggi indeks Jensen, maka manajer Investasi terbaik tahun 2009 adalah CIMB-GK Securities. Sedangkan untuk nilai terendah Jensen adalah Mega Dana Syariah sebesar (-1,0746). Sama halnya dengan tahun 2008, manajer investasi Mega

Capital Indonesia belum mampu memperoleh tingkat return aktual yang lebih tinggi dari yang diharapkan.

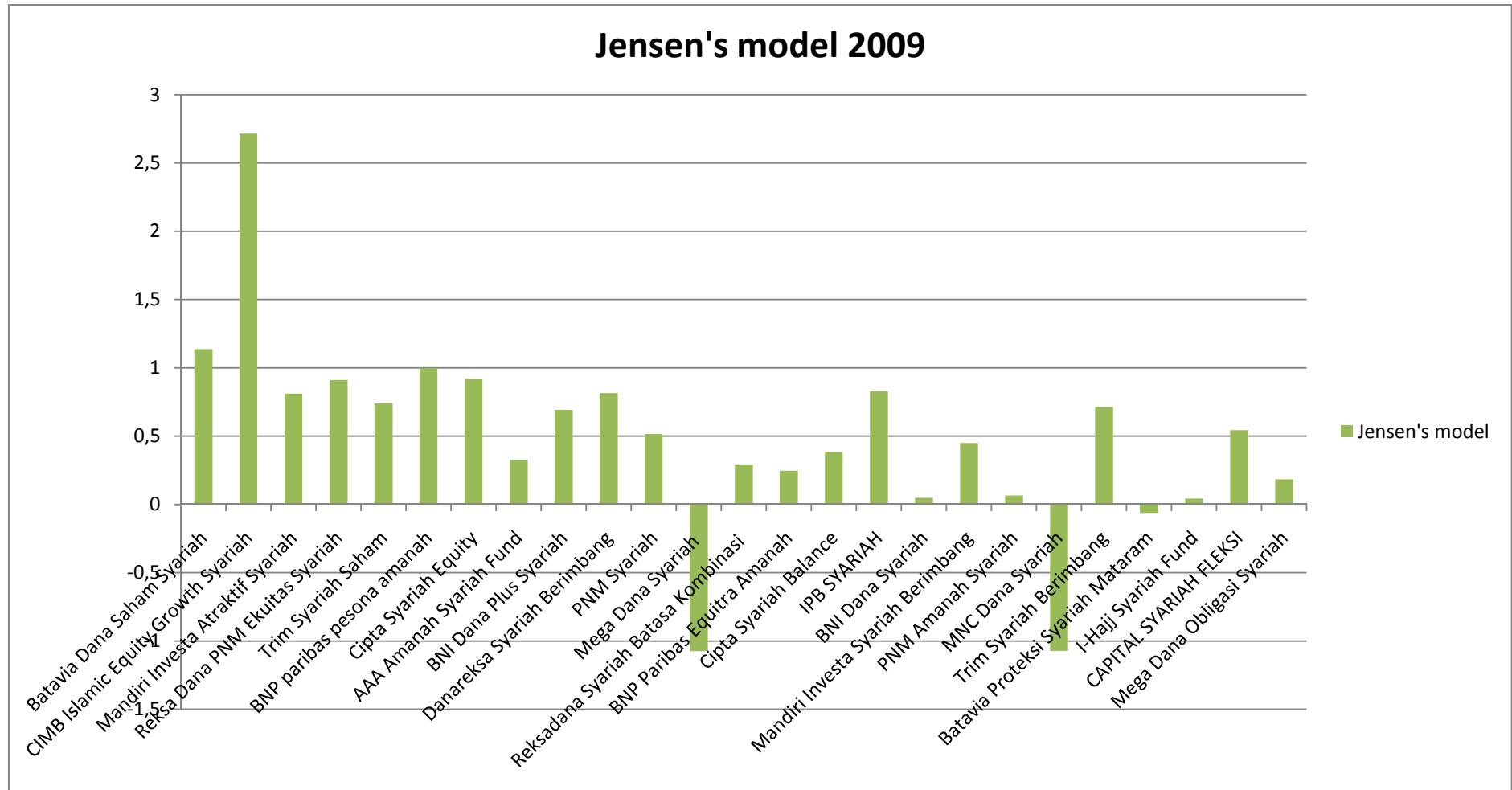
Selanjutnya tahun 2010 rata-rata nilai indeks Jensen mengalami penurunan. Terlihat pada Gambar 4.11 beberapa reksadana syariah menunjukkan nilai negatif. Namun terdapat satu reksadana yang memiliki indeks Jensen tertinggi yaitu, BNP Paribas Pesona Amanah sebesar (0,2648). Hasil tersebut didukung oleh tingginya nilai indeks BNP Pesona Amanah dalam perhitungan model Sharpe tahun 2010. Sedangkan nilai indeks Jensen terendah ditunjukkan oleh Batavia Dana Saham Syariah sebesar (-1,0785), hal tersebut dapat diartikan bahwa manajer investasi Batavia Dana Saham tidak mampu memperoleh imbal hasil diatas pasar (yang diharapkan).

Gambar 4.9



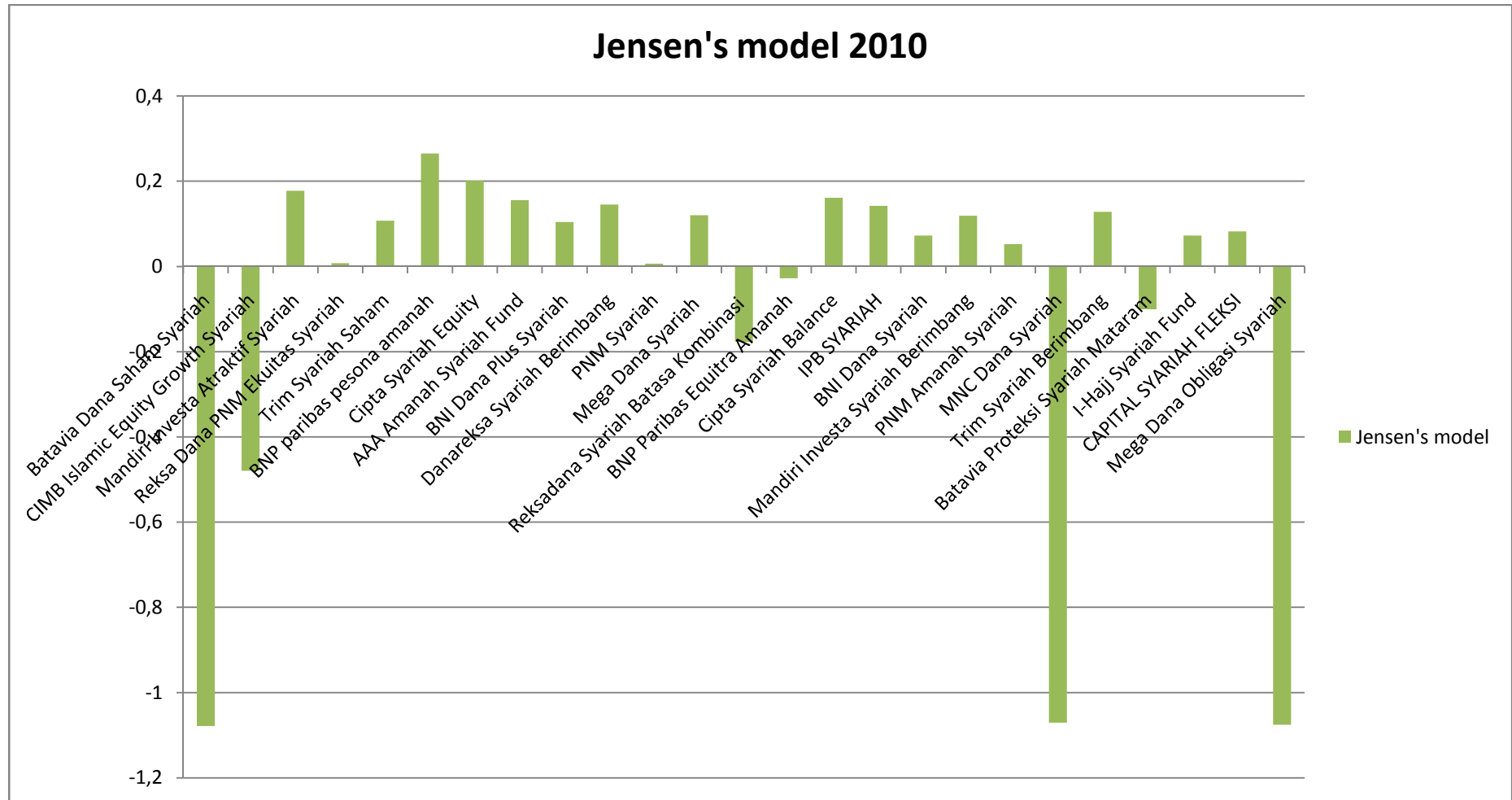
Sumber: Diolah Peneliti

Gambar 4.10



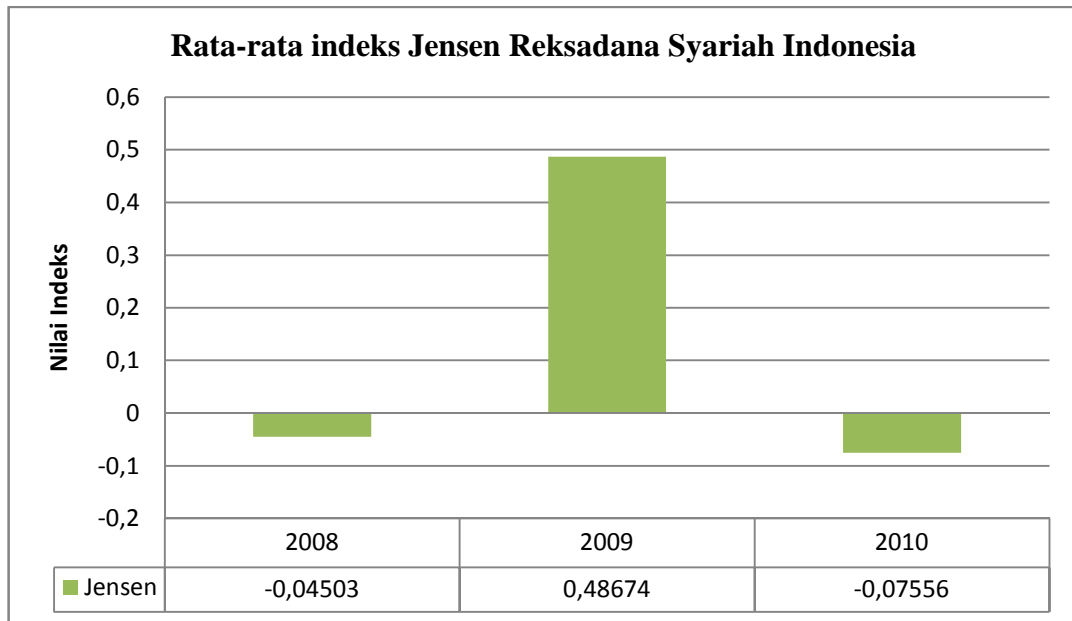
Sumber: Diolah Peneliti

Gambar 4.11



Sumber: Diolah Peneliti

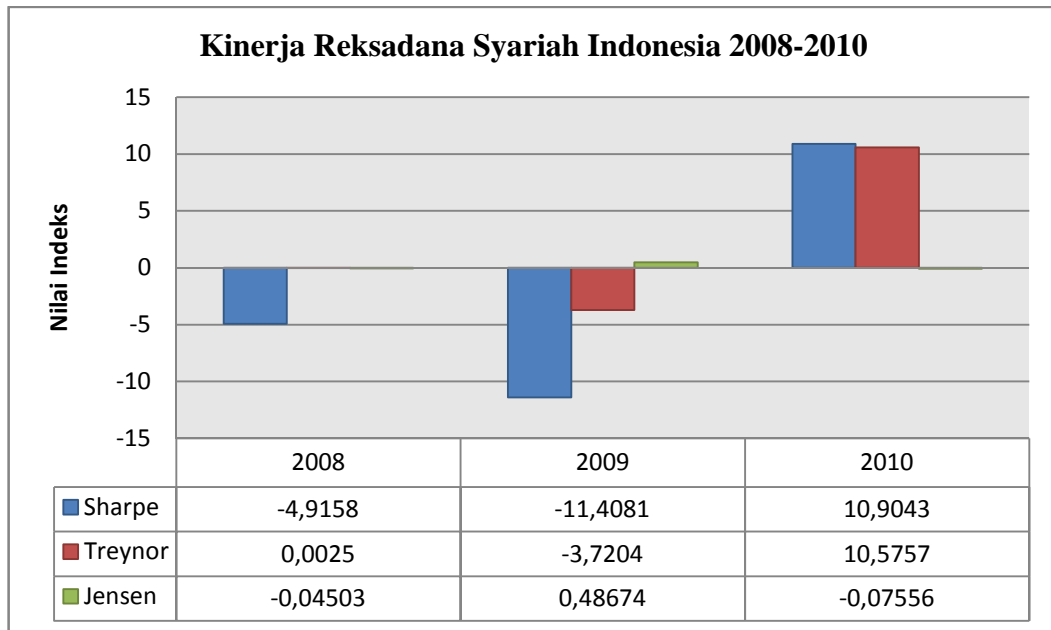
Gambar 4.12



Sumber: Diolah Peneliti

Secara keseluruhan rata-rata kinerja indeks Jensen reksadana syariah Indonesia menunjukkan nilai yang negatif pada tahun 2008. Hal tersebut menunjukkan bahwa pada saat imbas krisis finansial global mengenai perekonomian Indonesia, manajer investasi reksadana syariah tidak mampu memperoleh imbal hasil diatas pasar. Atau dengan kata lain, return aktual masih dibawah return yang diharapkan. Berbeda dengan tahun 2009, dimana nilai rata-rata indeks Jensen adalah positif, yang artinya kinerja manajer Investasi reksadana syariah Indonesia mampu memperoleh imbal hasil yang lebih dari return harapan. Sedangkan tahun 2010, rata-rata indeks Jensen kembali melemah. Hal itu dikarenakan kinerja manajer Investasi reksadana syariah Indonesia tidak memperoleh imbal hasil yang lebih dari return harapan atau dengan kata lain manajer investasi Indonesia tahun 2010 menurun dari tahun sebelumnya.

Gambar 4.13



Sumber: Diolah Peneliti

Pada Gambar 4.13 diatas, terlihat ada perbedaan hasil kinerja reksadana syariah yang diukur dengan model Sharpe, treynor dan Jensen. Pada tahun 2009, Indeks Sharpe dan treynor mengalami penurunan sedangkan indeks Jensen justru mengalami kenaikan. Dan pada tahun 2010, dimana indeks Sharpe dan Jensen menunjukkan kenaikan, disisi lain Indeks Jensen mengalami penurunan. Menurut Samsul (2006:366) hal tersebut dikarenakan Treynor's model dan Sharpe's model dapat menerima investasi Reksadana sepanjang *excess return* positif, sedangkan model Jensen hanya menerima investasi reksadana apabila dapat menghasilkan return yang melebihi expected return atau minimum rate of return.

Terkait dengan kondisi reksadana syariah Indonesia yang mengalami penurunan pada tahun 2008 dan 2009, risiko yang ditanggung pihak-pihak terkait sangatlah besar. Dalam jual beli reksadana syariah antara pihak pemodal dan



pihak manajer investasi melakukan akad wakalah, sedangkan antara pihak manajer investasi dengan pihak pengguna investasi dilakukan dengan akad mudharabah. Sesuai dengan Fatwa DSN-MUI NOMOR: 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksa Dana Syari'ah, dalam akad wakalah yang menanggung risiko adalah pihak pemodal dan dalam akad mudharabah Manajer Investasi tidak menanggung risiko kerugian atas investasi yang dilakukan sepanjang bukan karena kelalaiannya (*gross negligence/tafrith*).

#### **1.2.1.1. Model Sharpe pada Reksadana Syariah Malaysia**

Sama seperti reksadana syariah Indonesia, pada tahun 2008 seluruh indeks Sharpe Malaysia bernilai negatif seperti yang terlihat pada Gambar 4.14. Diperolehnya nilai negatif pada sebagian besar reksadana syariah Malaysia juga tidak terlepas dari adanya dampak krisis keuangan global yang melanda dunia. Selain itu, nilai risk free dan deviasi standar yang bernilai positif turut menyumbangkan kinerja reksadana berdasarkan model Sharpe yang lebih rendah.

Pada gambar 4.14 juga terlihat reksada syariah Malaysia yang memiliki nilai indeks Sharpe tertinggi adalah RHB Islamic Bond Fund sebesar (5,6559). Hal tersebut didukung dengan adanya berita dari (<http://investmentasia.net/>) yang memberitakan bahwa "*The RHB Islamic Bond Fund is also the winner of the 2008 Failaka Islamic Fund Award for the Best Malaysian Islamic Bond Fund (one-year) Category in March 2009*". Sedangkan reksadana yang memiliki nilai paling rendah adalah ING Bond Islam sebesar (-4,6700). Hal itu dikarenakan return yang setelah dikurangi risk free bernilai negatif, dan nilai deviasi standarnya relatif kecil membuat kinerja indeks Sharpe cenderung lebih rendah.

Berbeda dengan tahun sebelumnya, pada tahun 2009 sebagian besar nilai indeks Sharpe reksadana syariah Malaysia sudah mengalami kenaikan. Hal tersebut mengindikasikan bahwa imbas krisis finansial global tidak mempengaruhi kinerja reksadana syariah Malaysia. Adapun dalam Gambar 4.15 terlihat nilai indeks Sharpe tertinggi adalah Hong Leong Islamic Management Fund sebesar (16,6602). Nilai tertinggi tersebut didukung oleh performa reksadana Hong Leong Islamic pada tahun 2009 yang berada di atas reksadana lainnya.

Gambar 4.16 : Hong Leong Income Management



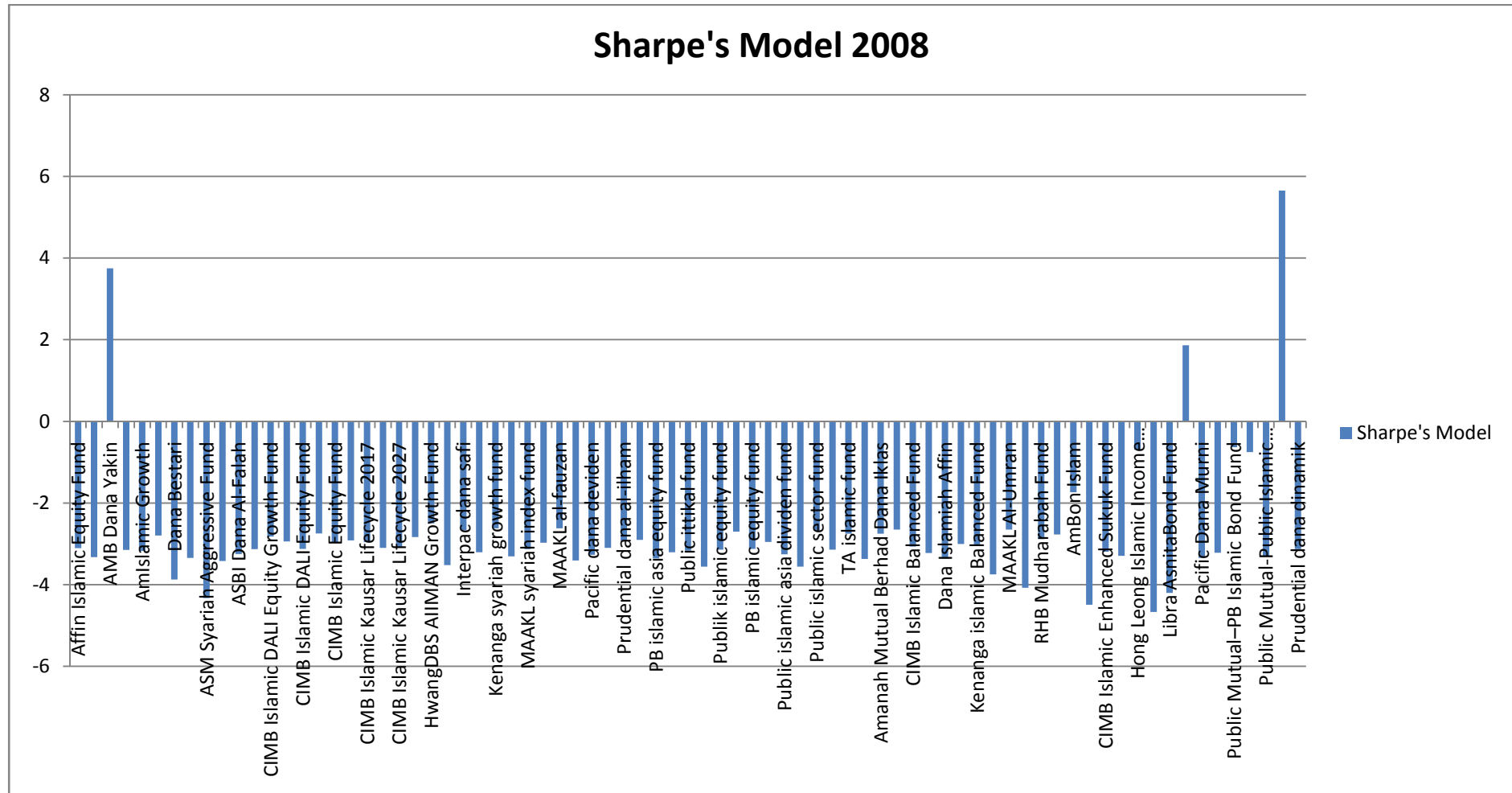
Sumber: <http://www.trustnetoffshore.com/>

Sedangkan reksadana syariah yang memiliki nilai indeks Sharpe terendah adalah AMB Dana Yakin sebesar (-3,0399). Sama halnya seperti pada tahun sebelumnya, penyebab rendahnya nilai Sharpe disebabkan oleh nilai return AMB Dana Yakin adalah satu-satunya yang bernilai negatif. Sehingga memberikan kontribusi nilai indeks Sharpe ke arah negatif (rendah).

Pada tahun 2010 terlihat pada gambar 4.17 rata-rata nilai indeks Sharpe reksadana syariah Malaysia masih bernilai positif. Hal tersebut menandakan bahwa kinerja reksadana syariah Malaysia stabil seperti pada tahun sebelumnya. Pada gambar tersebut terlihat satu reksadana yang memiliki indeks Sharpe

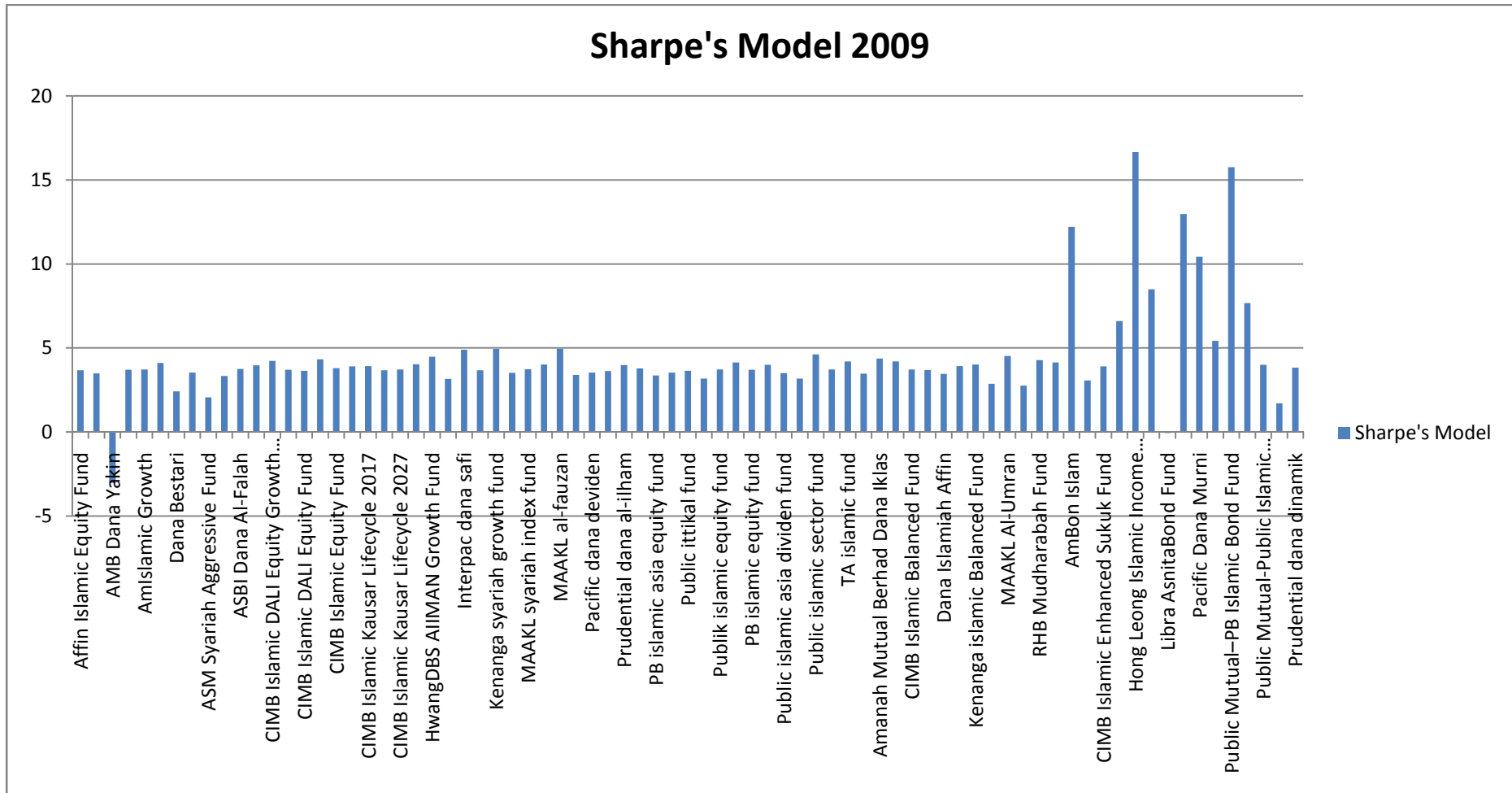
tertinggi yaitu CIMB Islamic Sukuk Fund sebesar (336,9486). Prestasi tersebut didukung dengan adanya berita yang mengatakan bahwa “*Malaysia-based CIMB Islamic has been the top sukuk underwriter for each of the past four years. In 2010 it boosted its leading global market share to 23%, largely On the strength of Malaysian ringgit-denominated issues*” berita tersebut diakses pada situs (<http://www.allbusiness.com/>). Selanjutnya pada tahun 2010 juga terdapat reksadana syariah yang memiliki indeks Sharpe terendah, yaitu PB Islamic Asia Strategic sector fund yang disebabkan oleh rendahnya return yang dimiliki.

Gambar 4.14



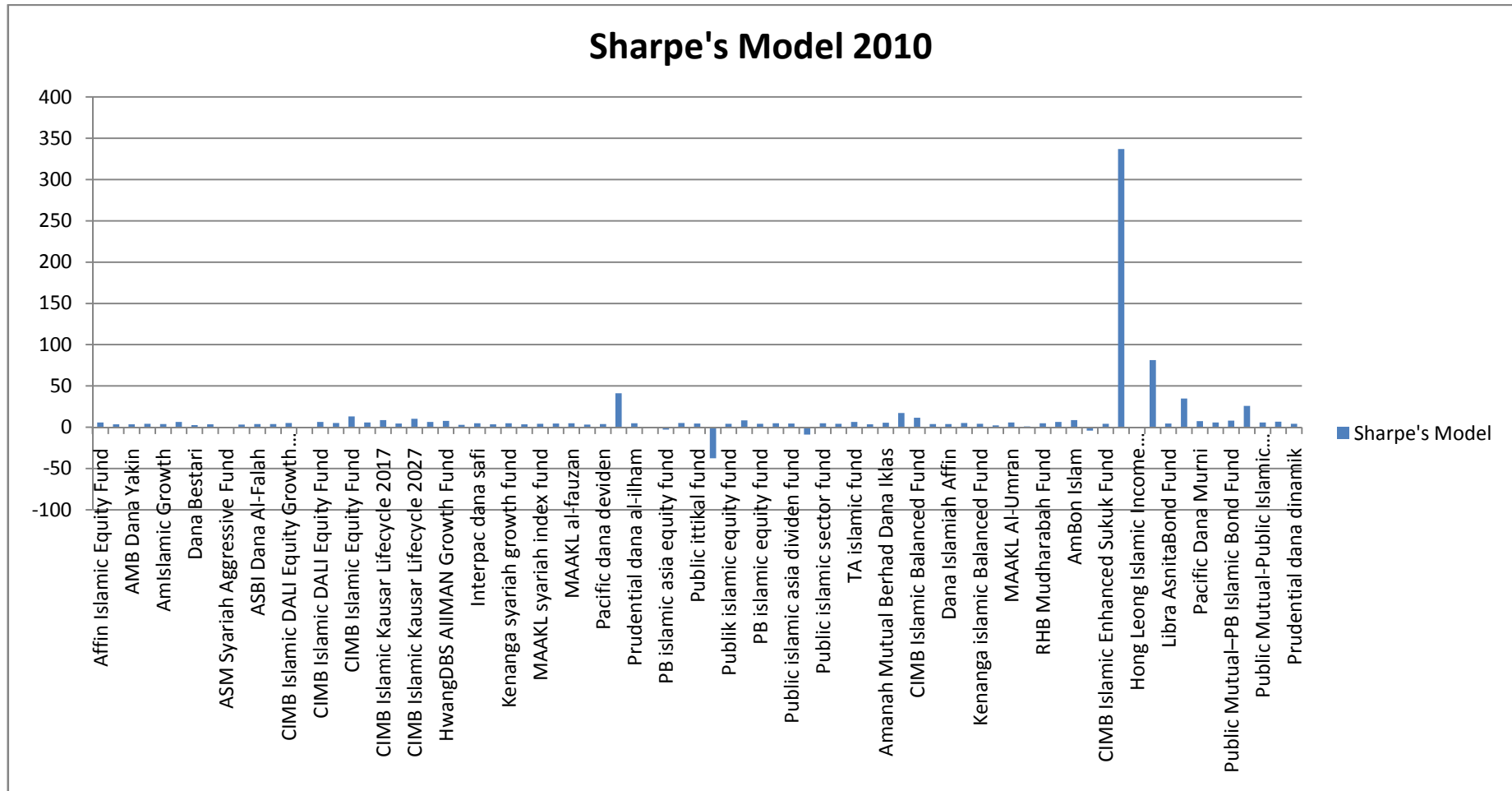
Sumber: Diolah Peneliti

Gambar 4.15



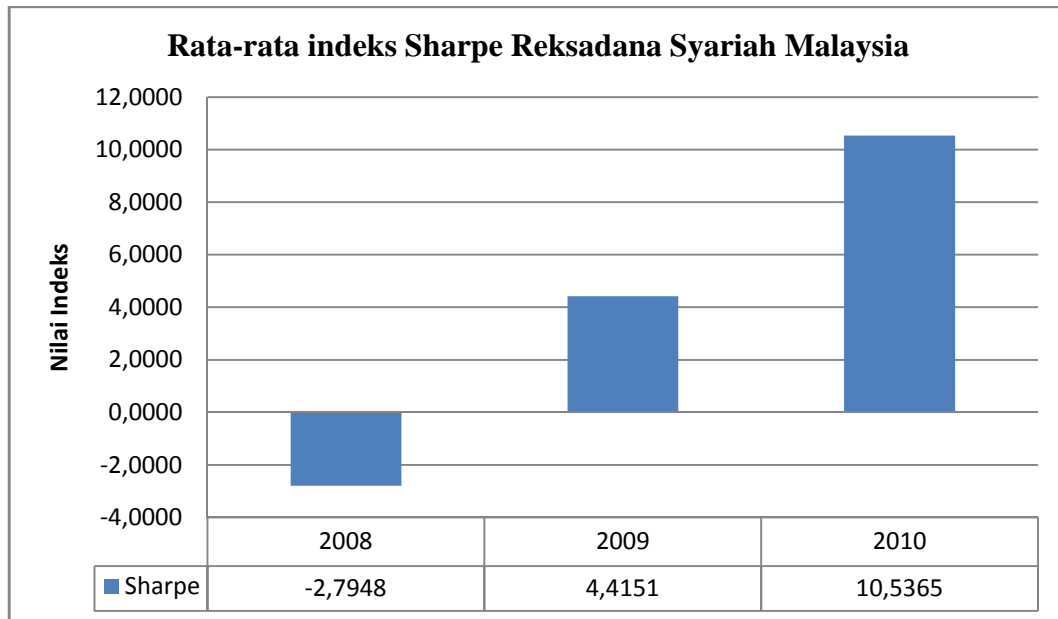
Sumber: Diolah Peneliti

Gambar 4.17



Sumber: Diolah Peneliti

Gambar 4.18



Sumber: Diolah Peneliti

Sepanjang tahun 2008 sampai 2010 kinerja reksadana Malaysia mengalami keterpurukan pada tahun 2008 saja. Dan pada tahun-tahun selanjutnya kinerja indeks Sharpe Malaysia terus menanjak naik. Naiknya kinerja reksadana Malaysia tidak terlepas dari kondisi perekonomian yang lebih cepat pulih dari imbas krisis finansial global. Hal tersebut terlihat dari rendahnya tingkat inflasi pada tahun 2009 sebesar 0,6% lebih rendah dari tahun 2008 sebesar 7,7%. Rendahnya tingkat inflasi diatas menunjukkan sedikitnya jumlah uang yang beredar di masyarakat, dengan kata lain tingkat konsumsi rendah dan tingkat *saving* tinggi. Rendahnya tingkat konsumsi mengindikasikan sebagian besar dana negara Malaysia digunakan untuk kegiatan investasi. Dan hal itulah yang mengantarkan indeks Sharpe reksadna syariah meningkat pesat pada tahun 2010.

### 1.2.1.1. Model Treynor pada Reksadana Syariah Malaysia

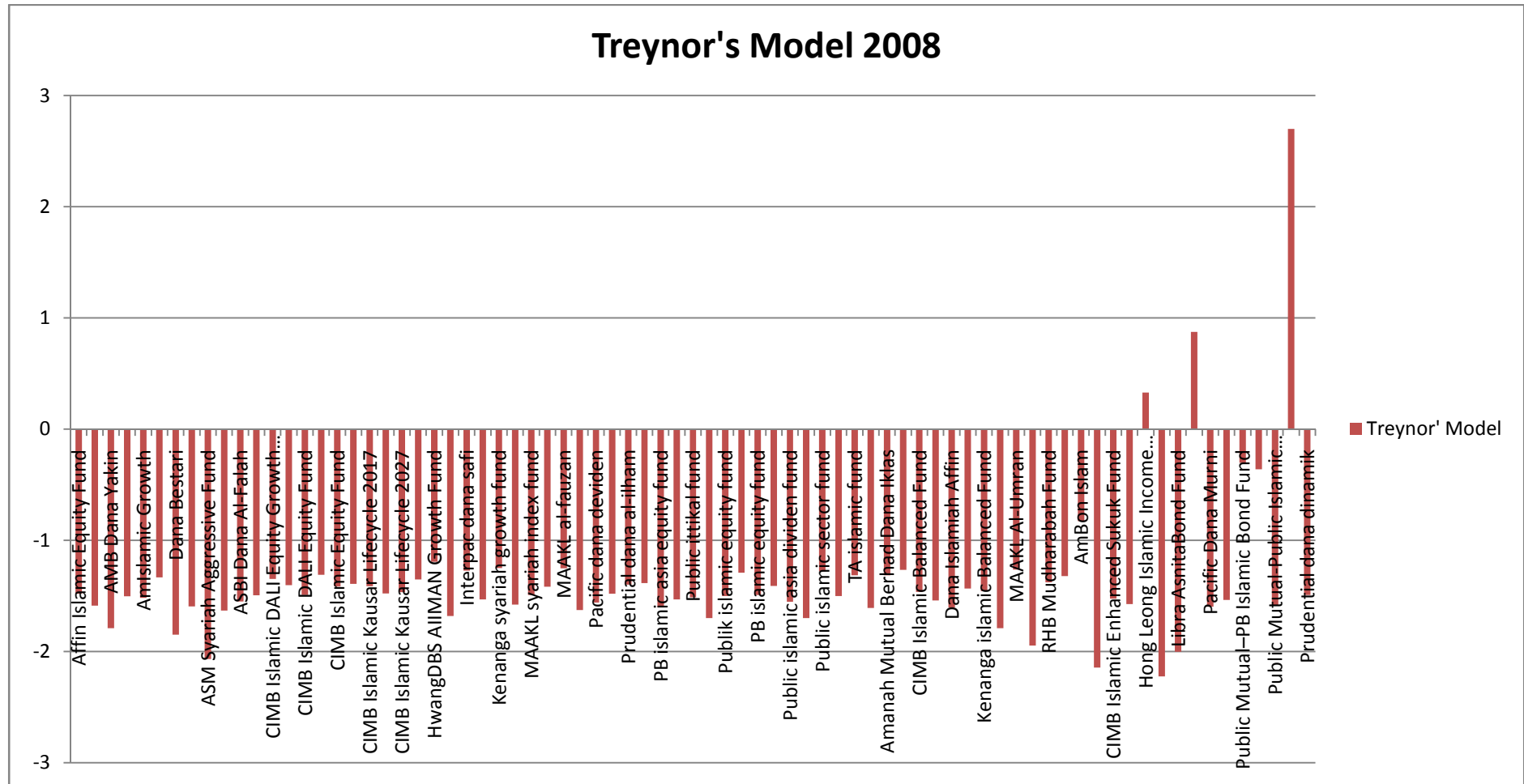
Seperti yang dijelaskan pada bagian sebelumnya, model Treynor merupakan model pengukuran imbal hasil per unit dari risiko pasar yang diperoleh dari suatu investasi. Semakin besar nilai indeks Treynor maka akan semakin baik kinerja reksadana. Pada gambar 4.18 terlihat sebagian besar nilai indeks Treynor berada dibawah kurva positif. Sama halnya pada perhitungan model Sharpe sebelumnya, dampak krisis finansial global juga terlihat pada perhitungan model Treynor. Pada grafik Treynor diatas terlihat satu reksadana yang memiliki nilai paling tinggi. Yaitu RHB Islamic bond fund sebesar (2,6988), hasil tersebut sama dengan hasil perhitungan indeks Sharpe dimana RHB Islamic bond fund juga memiliki indeks tertinggi. Sedangkan yang menempati posisi terendah adalah ING Bond Islam sebesar (-2.2227) hasil serupa juga didapatkan pada model Sharpe. Namun nilai terendah ING Bond kali ini dipengaruhi oleh nilai *risk free* dan beta ( $\beta$ ) lebih besar dari pada return reksadana.

Pada tahun 2009, terlihat pada Gambar 4.19 posisi nilai indeks Treynor tertinggi ditempati oleh Hong Leong Islamic Income Management fund sebesar (7,6335). Nilai tertinggi Hong Leong tersebut diperkuat dengan posisi tertinggi indeks Sharpe sebelumnya. Selain itu, performanya yang diatas rata-rata reksadana lainnya membuat Hong Leong Islamic Income Management fund dua kali menempati posisi tertinggi indeks Sharpe dan Treynor. Sedangkan reksadana yang memiliki indeks Treynor terendah adalah RHB Islamic Bond fund sebesar (-0,7638). Hal tersebut disebabkan oleh nilai return yang relatif rendah sehingga tidak mampu menghasilkan nilai Treynor yang positif.



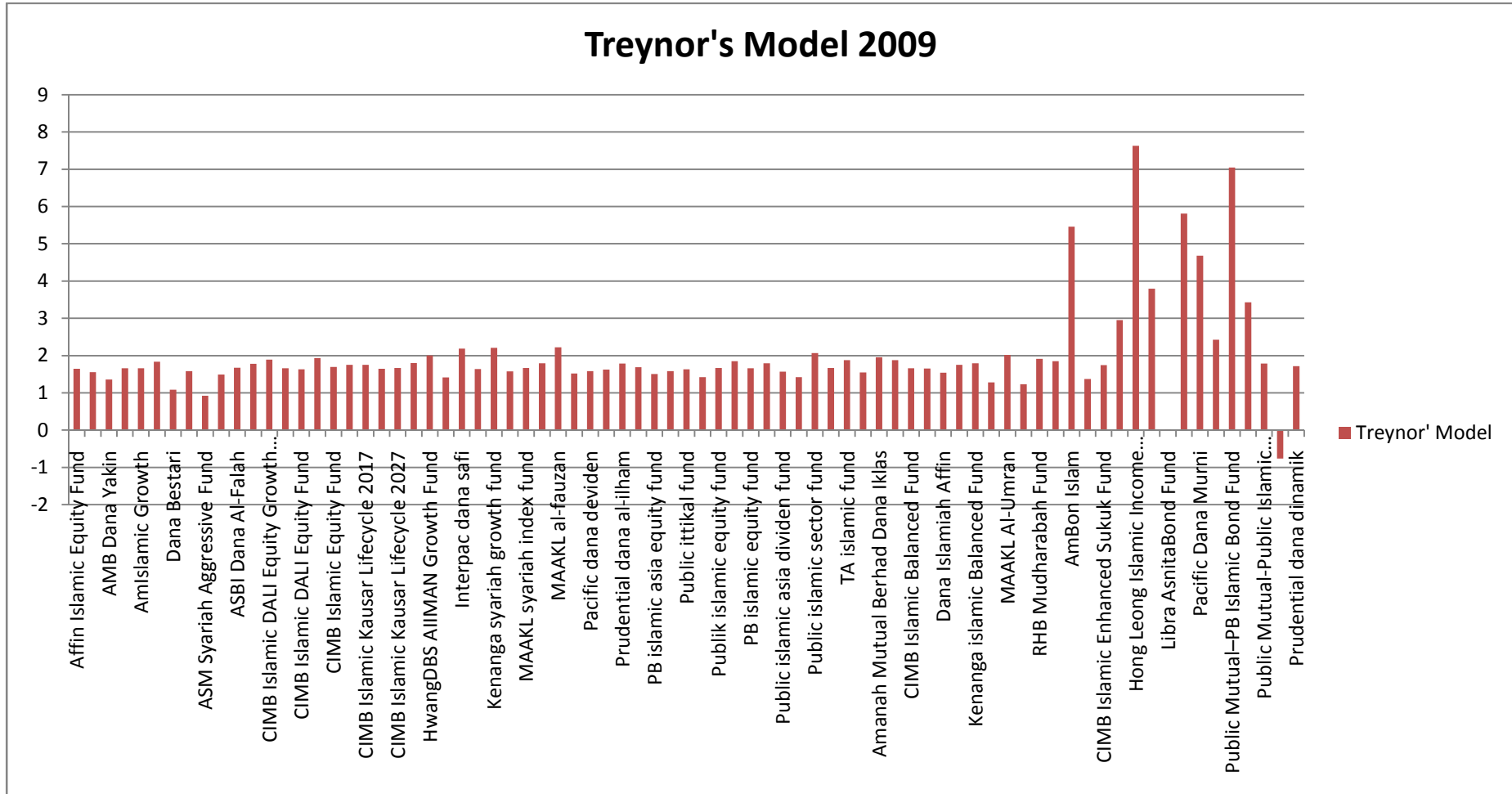
Tahun 2010 merupakan tahun lanjutan bagi prestasi kinerja reksadana syariah Malaysia. pada tahun tersebut terlihat pada Gambar 4.20 reksadana CIMB Islamic Sukuk fund menenpati posisi indeks Treynor tertinggi dengan nilai (383,4735). Kinerja CIMB Islamic Sukuk fund memang tidak diragukan lagi, karena pada model Sharpe tahun 2010 CIMB Islamic fund juga memiliki indeks paling tinggi. Sedangkan nilai indeks Treynor dimiliki oleh MAAKL As-Saad sebesar (-39,7630). Rendahnya nilai tersebut dikarenakan nilai beta yang negatif berpengaruh pada nilai indeks reksadana tersebut.

Gambar 4.19



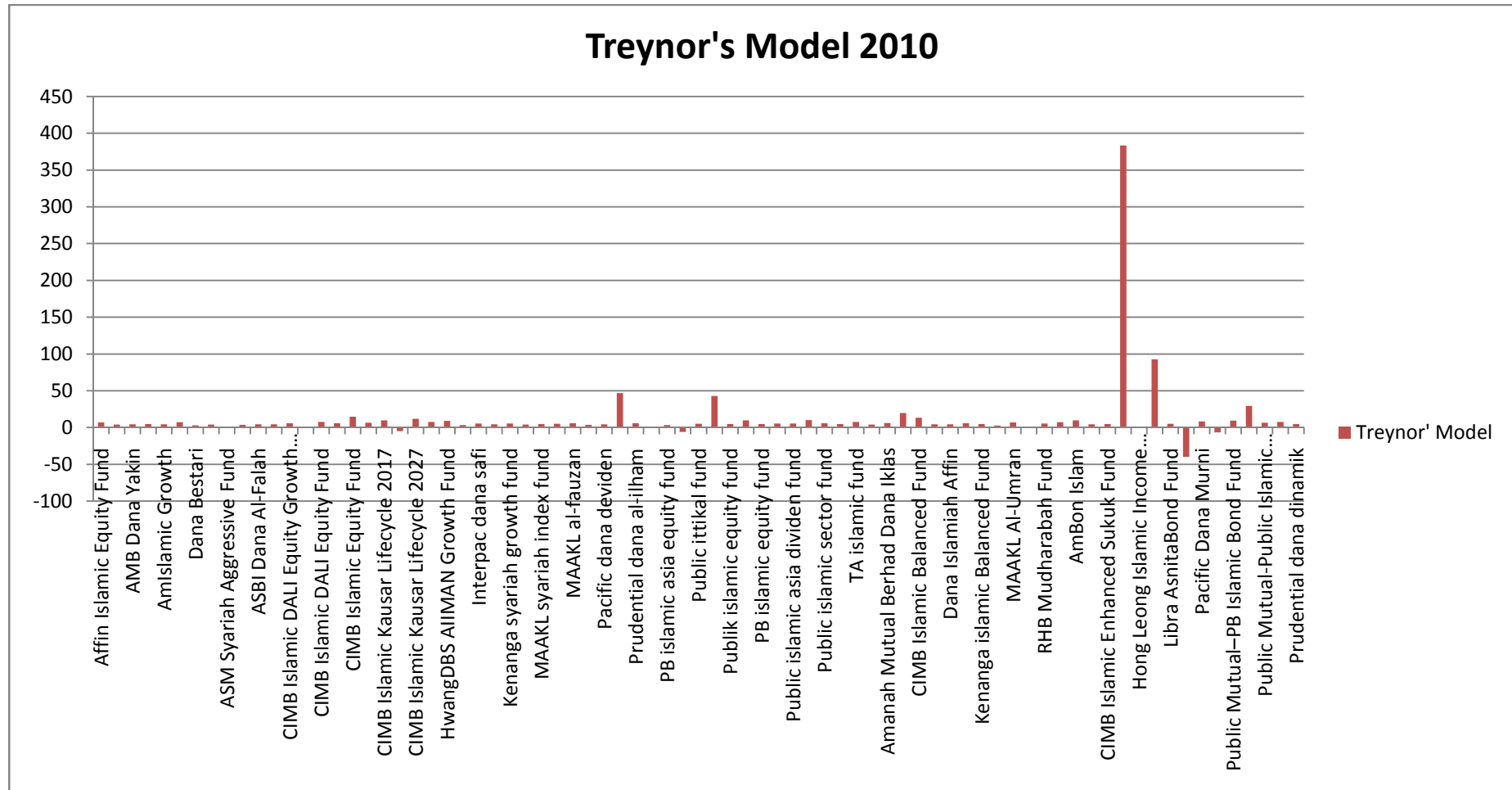
Sumber: Diolah Peneliti

Gambar 4.20



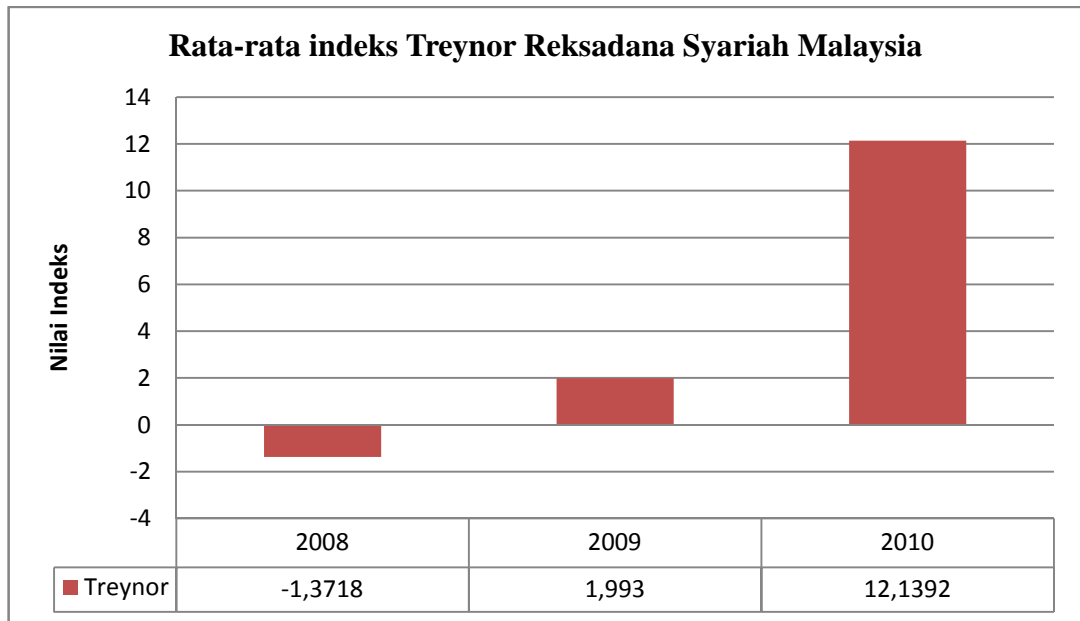
Sumber: Diolah Peneliti

Gambar 4.21



Sumber: Diolah Peneliti

Gambar 4.22



Sumber: Diolah Peneliti

Seperti halnya pada model Sharpe diatas, sepanjang tahun 2008 sampai 2010 indeks Treynor Malaysia hanya mengalami penurunan pada tahun 2008. Pada Gambar 4.21 terlihat batang grafik tahun 2009 tidak bernilai negatif, dan pada tahun 2010 grafik indeks Treynor meningkat tajam pada nilai (12,1392).

#### 1.2.1.1. Model Jensen pada Reksadana Syariah Malaysia

Seperti yang dijelaskan pada pembahasan reksadana syariah Indonesia diatas, indeks alpha Jensen berfungsi sebagai alat mengukur derajat imbal hasil yang diperoleh manajer investasi setelah memperhitungkan risiko pasar yang diukur dengan beta.

Pada Gambar 4.24 sebagian besar indeks Jensen bernilai negatif. Namun terdapat satu reksadana yang memiliki nilai Jensen tertinggi yaitu AMB Dana

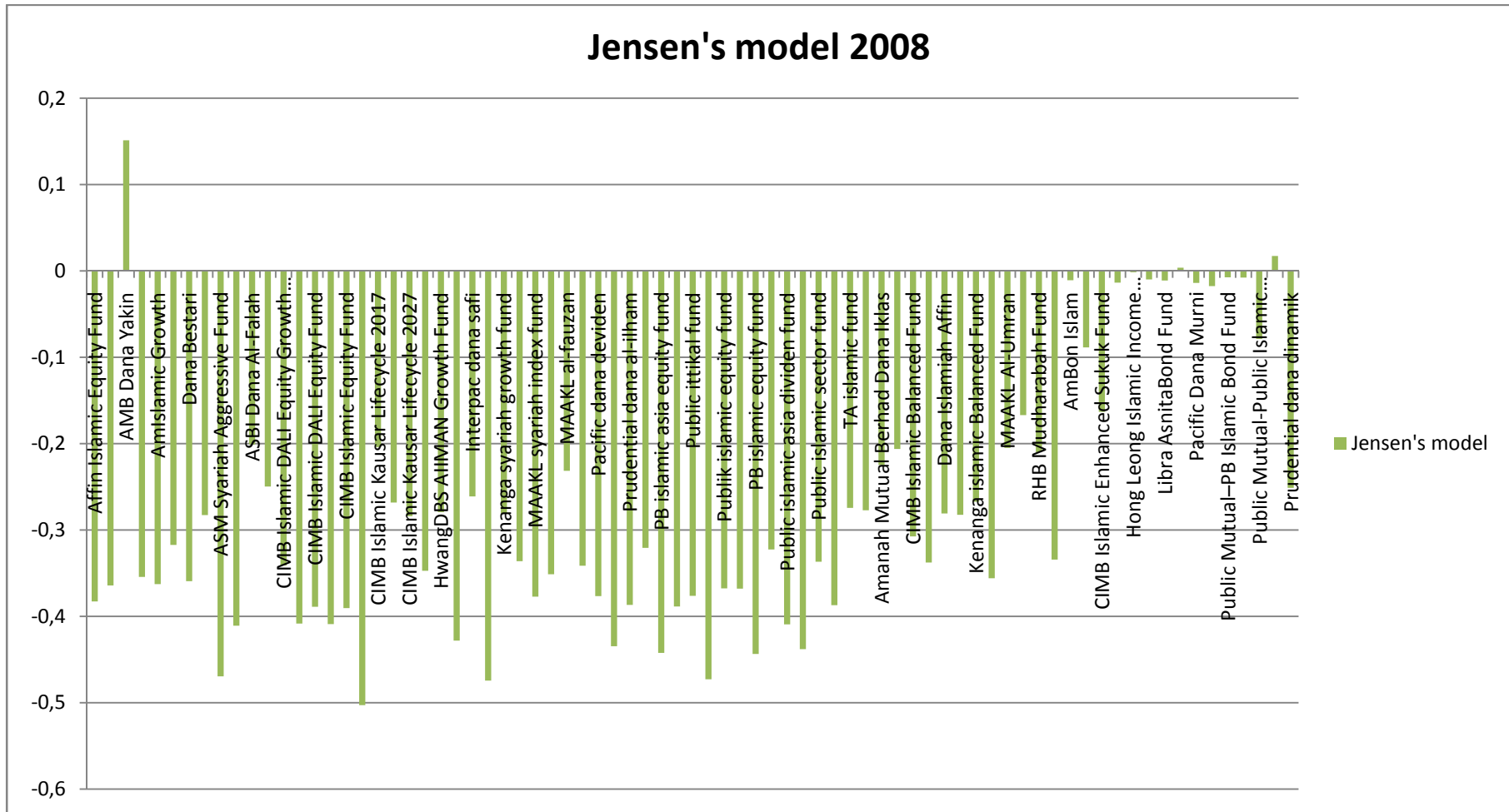
yakin sebesar (0,1512). Angka tersebut mengindikasikan tingkat return aktual yang diperoleh lebih tinggi daripada yang diharapkan. Selain itu, tingginya angka indeks Jensen juga menunjukkan kinerja manajer investasi Amanah Mutual Behard adalah baik. Pada Gambar tersebut juga terlihat reksadana yang memiliki nilai terendah yaitu CIMB Islamic Equity Aggresive fund sebesar (-0,5029) rendahnya nilai indeks tersebut menunjukkan bahwa kinerja manajer investasi CIMB-principal Asset Management Behard adalah buruk.

Berikutnya pada tahun 2009, sebagian besar indeks Jensen reksadana syariah bernilai positif. Dari keseluruhan reksadana, terdapat satu reksadana yang memiliki nilai indeks tertinggi yaitu CIMB Islamic Asia Pacific equity fund sebesar (0,6460). Sedangkan yang memiliki indeks terendah adalah AMB Dana Yakin sebesar (-0,3499). Rendahnya nilai indeks Jensen AMB Dana Yakin disebabkan pada tahun sebelumnya indeks Jensen AMB Dana Yakin menempati posisi tertinggi. Sehingga dimungkinkan, return yang diharapkan pada tahun 2010 lebih tinggi dari return harapan tahun 2009. Yang menyebabkan ketidakmampuan manajer investasinya untuk mencapai return harapan tersebut.

Sama seperti pada tahun sebelumnya, sebagian besar nilai indek Jensen reksadana syariah Malaysia menunjukkan nilai positif. Hal tersebut mengindikasikan kinerja manajer investasi yang tetap baik. Namun secara rata-rata nilai indeks Jensen tahun 2010 mengalami penurunan dari tahun 2009 seperti yang terlihat pada Gambar 4.27. Dari keseluruhan nilai indeks Jensen, Public Islamic Sector fund memiliki nilai tertinggi yaitu sebesar (0,2826). Hal tersebut

berarti pada tahun 2010 kinerja terbaik manajer investasi dimiliki oleh Public Mutual Berhad. Sedangkan yang paling rendah indeks Jensennya adalah Amanah Mutual Behard sebesar (-00811) yang menunjukkan bahwa return realisasi yang didapatkan lebih kecil dari return harapan.

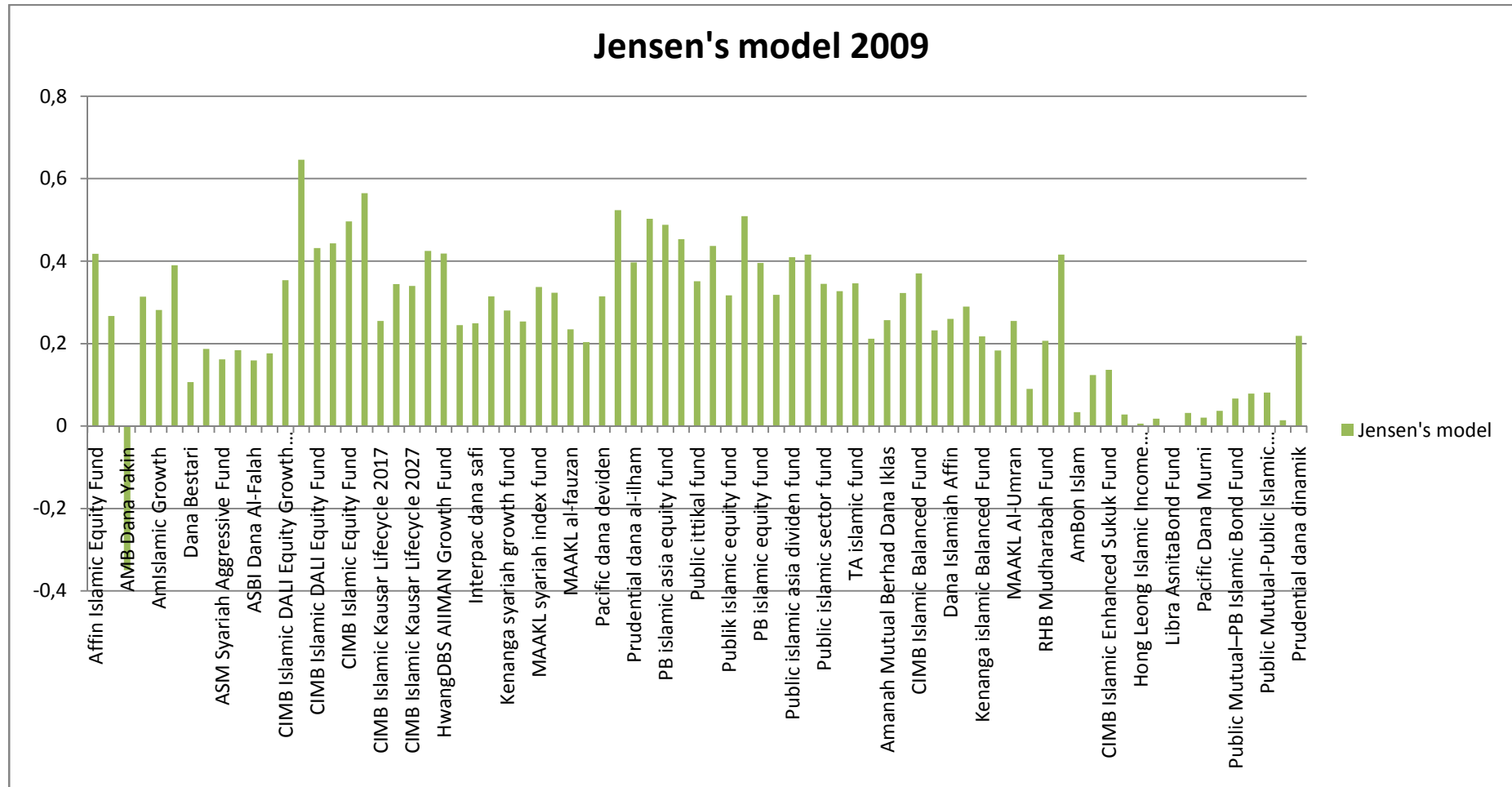
Gambar 4.23



Sumber: Diolah Peneliti

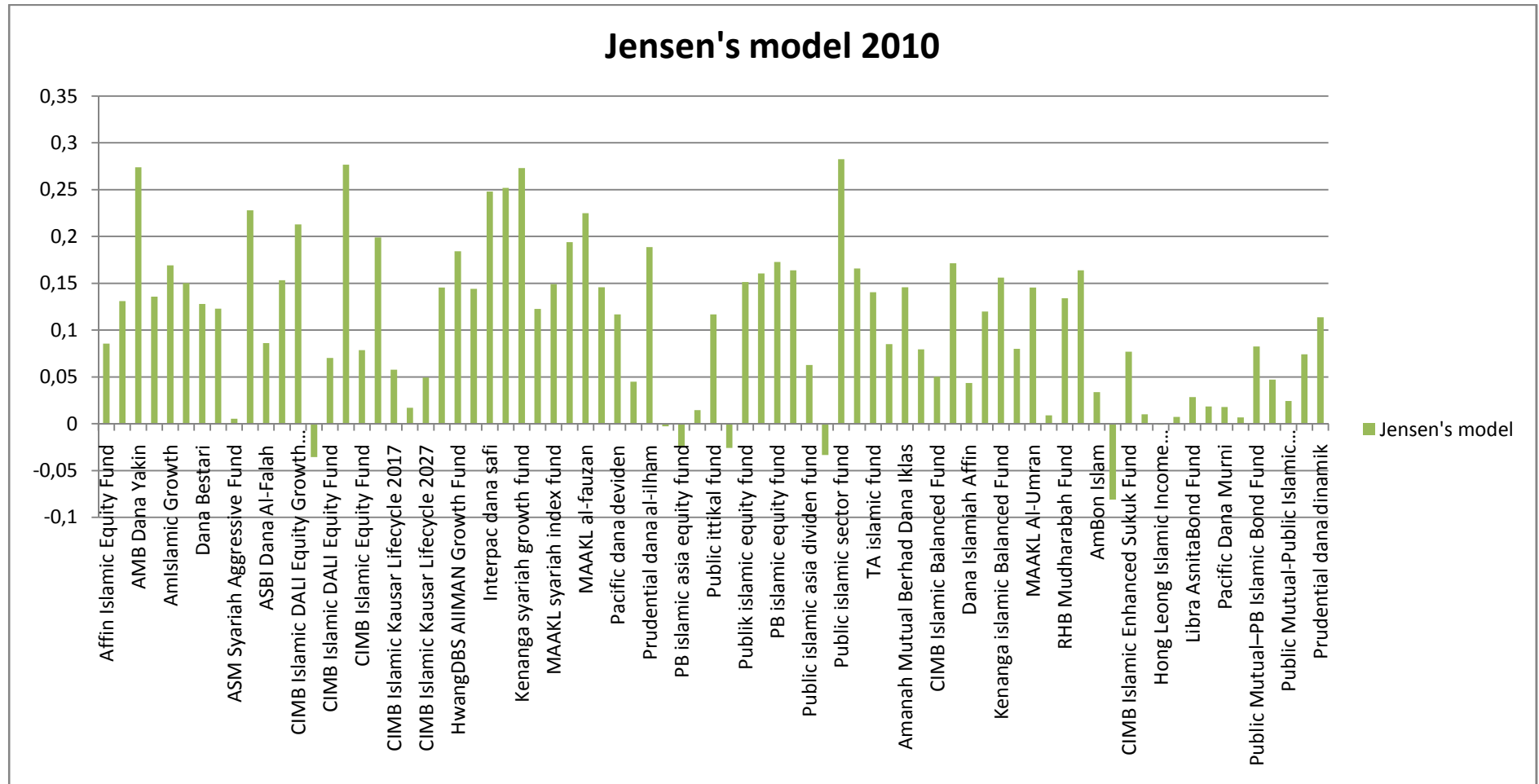


Gambar 4.24



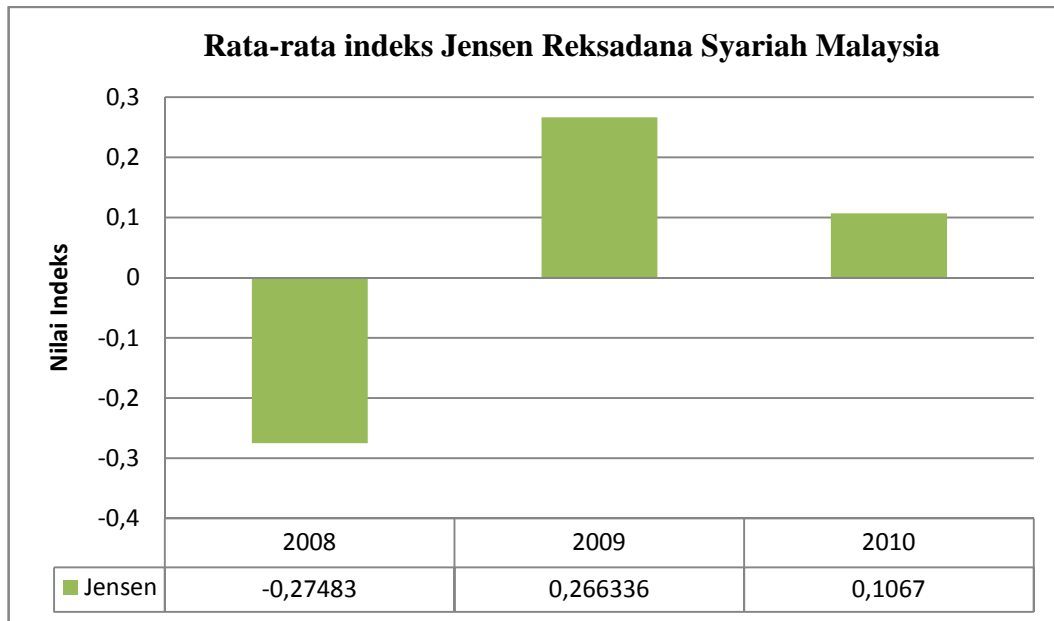
Sumber: Diolah Peneliti

Gambar 4.25



Sumber: Diolah Peneliti

Gambar 4.26

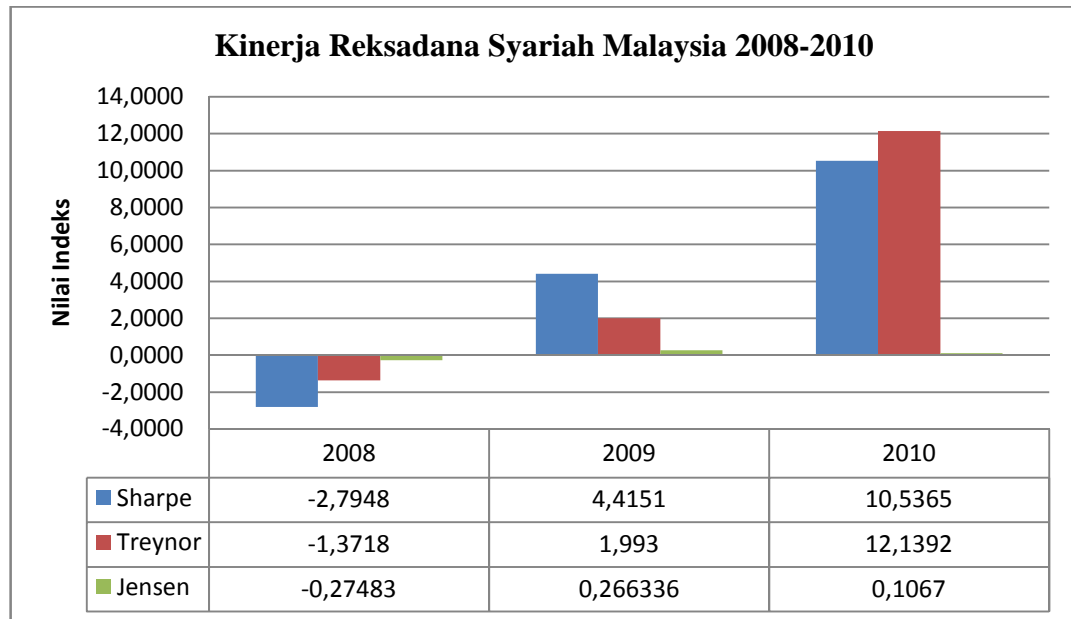


Sumber: Diolah Peneliti

Secara keseluruhan rata-rata kinerja indeks Jensen reksadana syariah Malaysia menunjukkan nilai yang negatif pada tahun 2008. Hal tersebut menunjukkan bahwa pada saat imbas krisis finansial global mengenai perekonomian Malaysia, manajer investasi reksadana syariah tidak mampu memperoleh imbal hasil diatas pasar. Atau dengan kata lain, return aktual masih dibawah return yang diharapkan. Berbeda dengan tahun 2009, dimana nilai rata-rata indeks Jensen adalah positif, yang artinya kinerja manajer Investasi reksadana syariah Indonesia mampu memperoleh imbal hasil yang lebih dari return harapan. Sedangkan tahun 2010, rata-rata indeks Jensen kembali menurun tetapi tidak menyentuh angka negatif. Sama seperti indeks Jensen Indonesia, hal itu dimungkinkan pada tahun sebelumnya return aktual yang diperoleh sudah melebihi return yang diharapkan, sehingga ada indikasi bahwa pada tahun 2010

return harapan lebih tinggi dari return harapan tahun 2009 yang menyebabkan ketidakmampuan merealisasikan return harapan tersebut.

Gambar 4.27



Sumber: Diolah Peneliti

Secara umum kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia tahun 2008-2010 yang diukur dengan model Sharpe, Treynor dan Jensen adalah sama. Yaitu terjadi penurunan nilai rata-rata indeks Sharpe dan Treynor pada tahun 2008, dan kenaikan nilai rata-rata indeks Sharpe dan Treynor pada tahun 2010. Sedangkan yang membedakan antara kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia terletak pada tahun 2009, dimana Malaysia hanya cukup mengalami penurunan indeks pada tahun 2008. Tetapi di Indonesia tahun 2009 belum mampu memaksimalkan nilai rata-rata indeksnya, karena Tahun 2009 merupakan tahun pemulihan perekonomian Indonesia setelah mendapat dampak dari krisis finansial global tahun 2008. Selain itu, penyebab lainnya adalah seperti yang dikatakan

Adiwarman Karim dalam acara penghargaan pelaku bisnis syariah terbaik di Jakarta 3 Desember 2009 “Perkembangan ekonomi syariah di Malaysia semuanya ditopang oleh negara (*top down*), namun di Indonesia perkembangannya sesuai dengan permintaan pasar sehingga mengalir dari bawah tidak ada campur tangan pemerintah (*bottom up*).

Setelah diketahui kinerja masing-masing reksadana syariah Indonesia dan Malaysia, dapat kita ketahui bahwa reksadana syariah memiliki peran penting dalam membangun perekonomian suatu negara. Suatu negara akan dapat melaksanakan pembangunan jika dana masyarakatnya sebagian besar dipakai untuk kegiatan investasi. Berkaitan dengan kegiatan investasi, ajaran agama islam sangat mendukung kegiatan tersebut. Hal tersebut sesuai dengan firman Allah SWT dalam surat QS Al-Hasyr:18:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَلْتَنْظُرْ نَفْسٌ مَّا قَدَّمَتْ لِغَدٍ وَاتَّقُوا  
اللَّهَ إِنَّ اللَّهَ خَبِيرٌ بِمَا تَعْمَلُونَ ﴿١٨﴾

18. Hai orang-orang yang beriman, bertakwalah kepada Allah dan hendaklah Setiap diri memperhatikan apa yang telah diperbuatnya untuk hari esok (akhirat); dan bertakwalah kepada Allah, Sesungguhnya Allah Maha mengetahui apa yang kamu kerjakan.

Pada ayat tersebut Allah memerintahkan hamba-hambanya agar memperhatikan segala sesuatu yang dikerjakan hari ini untuk masa depannya. Makna ayat diatas sangat sesuai dengan pengertian investasi menurut *Webster's New Colligiate Dictionary* yaitu “*make use for future benefits*” yang artinya “memanfaatkan untuk masa depan”. Dimana sesuatu yang dimiliki saat ini, dikorbankan (disimpan) untuk dinikmati manfaatnya diwaktu yang akan datang.

Nabi Muhammad SAW dalam kehidupannya sehari-hari juga menerapkan perintah untuk berinvestasi. Hal ini sesuai dengan hadits yang diriwayatkan oleh Muslim dalam kitab sahihnya (Nomor Hadits 2770).

*“Aku melihat apa yang ada di bumi, kemudian sepertiganya aku sedekahkan, sepertiganya untukku dan keluargaku, dan sepertiganya lagi aku kembalikan”. (HR Muslim)*

Sebagaimana yang dicontohkan Rasulullah SAW, sebagai seorang muslim kita dianjurkan agar melakukan investasi. Terkait dengan anjuran berinvestasi, reksadana syariah merupakan produk pasar modal yang bisa dijadikan alternatif dalam berinvestasi. Dan dari hasil perhitungan kinerja reksadana syariah dengan metode Sharpe Treynor dan Jensen diatas, diketahui beberapa reksadana yang unggul dari masing-masing negara. Diantaranya adalah I-Hajj Syariah fund dan Cipta Syariah equity fund dari Indonesia. Sedangkan dari Malaysia yaitu RHB Islamic Bond fund, Hong Leong Islamic Income Management, dan CIMB Islamic Sukuk Fund.

Tahap Kedua:

#### **4.2.2. Hasil Uji Hipotesis Kinerja Reksadana Syariah Indonesia dan Malaysia**

Pada tahun 2008 dari hasil output Ranks dihasilkan nilai mean untuk Sharpe Indonesia sebesar 58,32 lebih besar daripada nilai mean Sharpe Malaysia sebesar 49,29. Nilai uji Mann-Whitney U, dapat kita lihat pada output Test Statistics, dimana nilai Z Score adalah -1,326 (untuk sig 5% nilai tersebut masih terletak antara -1,96 dan 1,96) artinya signifikan ( $H_0$  diterima,  $H_1$  ditolak). Dan

nilai Asymtotic Sig.2-tailed adalah  $0,185 > 0,05$  artinya distribusi data tidak merata.

Sedangkan pada hasil output model Sharpe tahun 2009, dihasilkan nilai mean untuk reksadana syariah Indonesia yaitu 49,28 lebih kecil daripada nilai mean Malaysia sebesar 52,22. Selanjutnya nilai uji Mann-Whitney U, dapat dilihat pada nilai Z Score sebesar -0,432 (untuk sig 5% angka tersebut masih berada diantara -1,96 dan 1,96) yang artinya signifikan ( $H_a2$  diterima dan  $H_o2$  ditolak). Kemudian nilai Asymp. Sig.2-tailed adalah  $0,666 > 0,05$  artinya distribusi data tidak merata.

Pada tahun 2010 nilai mean rank untuk model Sharpe Indonesia 49,68 lebih kecil daripada Malaysia sebesar 52,09. Berikutnya nilai uji Mann-Whitney U ditunjukkan oleh Z Score sebesar -0,354 (untuk sig 5% nilai tersebut terletak diantara -1,96 dan 1,96), dan nilai Asymp. Sig.2-tailed adalah  $0,723 > 0,05$ . Nilai Z Score diatas menunjukkan bahwa ada perbedaan kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia ( $H_a3$  diterima,  $H_o3$  ditolak). Dan nilai Asymp.Sig.2-tailed menunjukkan distribusi datanya tidak merata.

Selanjutnya pada tahun 2008 juga dilakukan uji Mann-Whitney pada model Treynor reksadana syariah Indonesia dan Malaysia. Mean rank Indonesia menunjukkan nilai yang lebih kecil daripada Malaysia yaitu  $31,80 < 57,90$ . Kemudian nilai Z Score yaitu sebesar -3,831 (untuk sig 5% angka tersebut diluar area -1,96 dan 1,96) artinya tidak ada perbedaan kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia ( $H_a4$  ditolak,  $H_o4$  diterima). Dan nilai Asymp.Sig.2-tailed adalah  $0,000 < 0,05$  artinya distribusi data merata.

Pada tahun 2009 mean rank dari Treynor reksadana syariah Indonesia lebih kecil daripada reksadana syariah Malaysia, yaitu  $35,44 < 56,71$ . Dan Z Scorenya adalah  $-3,124$  (untuk sig 5% nilai tersebut terletak diluar daerah  $-1,96$  dan  $1,96$ ) maka artinya adalah pada tahun 2009 tidak ada perbedaan kinerja reksadana syariah di Indonesia dan Malaysia yang diukur dengan model Treynor ( $H_{a5}$  ditolak,  $H_{o5}$  diterima). Dan nilai Asymp. Sig.2-tailednya adalah  $0,002 < 0,05$  artinya distribusi data merata.

Pada tahun 2010 dari hasil output Ranks dihasilkan nilai mean untuk Treynor Indonesia sebesar  $48,40$  lebih kecil daripada nilai mean Sharpe Malaysia sebesar  $52,51$ . Nilai uji Mann-Whitney U, dapat kita lihat pada output Test Statistics, dimana nilai Z Score adalah  $-0,603$  (untuk sig 5% angka tersebut masih berada diantara  $-1,96$  dan  $1,96$ ) artinya signifikan ( $H_{a6}$  diterima,  $H_{o6}$  ditolak). Dan nilai Asymtotic Sig.2-tailed adalah  $0,547 > 0,05$  artinya penyebaran data tidak merata.

Hasil uji hipotesis selanjutnya adalah pada model Jensen, dimana pada tahun 2008 didapatkan nilai mean Indonesia sebesar  $68,52$  lebih besar daripada mean rank Malaysia sebesar  $45,97$ . Berikutnya untuk nilai Z Scorenya adalah sebesar  $-3,310$  (untuk sig 5% nilai tersebut tidak berada diantara  $-1,96$  dan  $1,96$ ) artinya adalah  $H_{a7}$  ditolak dan  $H_{o7}$  diterima (pada tahun 2008 tidak ada perbedaan kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia pada yang diukur dengan Jensen's model). Kemudian untuk distribusi datanya adalah merata (Asymp. Sig.2-tailed  $0,001 < 0,005$ ).



Pada tahun 2009, dihasilkan nilai mean untuk reksadana syariah Indonesia yang diukur dengan model Jensen sebesar 64,78 lebih besar daripada nilai mean Malaysia yaitu 47,19. Selanjutnya nilai uji Mann-Whitney U, dapat dilihat pada nilai Z Score sebesar -2,583 (untuk sig 5% angka tersebut berada diluar -1,96 dan 1,96) yang artinya tidak signifikan ( $H_{a8}$  ditolak dan  $H_{o8}$  diterima). Kemudian nilai Asymp. Sig.2-tailed adalah  $0,010 < 0,05$  artinya distribusi data merata.

Pada tahun 2010 nilai mean rank untuk model Jensen Indonesia adalah 42,56 lebih kecil daripada Malaysia sebesar 54,40. Berikutnya nilai uji Mann-Whitney U ditunjukkan oleh Z Score sebesar -1,739 (untuk sig 5% nilai tersebut berada diantara -1,96 dan 1,96), dan nilai Asymp. Sig.2-tailed adalah  $0,082 > 0,05$ . Nilai Z Score diatas menunjukkan bahwa ada perbedaan kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia ( $H_{a9}$  diterima dan  $H_{o9}$  ditolak). Dan nilai Asymp.Sig.2-tailed menunjukkan data distribusinya tidak merata.

Secara keseluruhan dari sembilan hipotesis yang diajukan, lima hipotesis alternatif diterima sedangkan empat hipotesis lainnya ditolak. Berikut ini kelima hipotesis alternatif yang diterima ( $H_{a1}$ ,  $H_{a2}$ ,  $H_{a3}$ ,  $H_{a6}$ ,  $H_{a9}$ ) dan keempat hipotesis alternatif yang ditolak adalah ( $H_{a4}$ ,  $H_{a5}$ ,  $H_{a7}$ ,  $H_{a8}$ ). Dari hasil tersebut dapat dievaluasi, hipotesis alternatif yang diterima adalah yang memiliki nilai Asymp. Sig. 2-tailed  $> 0,05$  (distribusi data tidak merata). Sedangkan untuk hipotesis alternatif yang ditolak adalah yang memiliki nilai Asymp. Sig. 2-tailed  $< 0,05$ . Jika dilakukan perbandingan antara banyaknya hipotesis alternatif yang diterima dengan yang ditolak, hasilnya adalah sebagian besar hipotesis alternatif

diterima dengan perbandingan (5 : 4). Dan hasil tersebut memberikan kesimpulan bahwa terdapat perbedaan kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia.

Hasil perbedaan kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia didukung oleh penelitian (Kartika dan Ilham) "*Evaluating Performance of Islamic Mutual Funds in Indonesia and Malaysia*" yang menemukan bahwa reksadana saham syariah Malaysia mengungguli reksadana syariah Indonesia. Selain itu, perbedaan kinerja kedua reksadana syariah juga dikarenakan perbandingan jumlah reksadana syariah Malaysia yang lebih mendominasi daripada Indonesia.

Di Malaysia reksadana adalah idola bagi ibu-ibu rumah tangga, pelajar/mahasiswa, serta pekerja golongan menengah ke bawah. Kondisi di negeri jiran ini disebabkan oleh kesadaran menabung masyarakat yang tinggi, sedikitnya modal yang diperlukan, jaringan pemasaran yang luas, mudah disetor dan ditarik, serta kadar keuntungannya yang jauh lebih besar dari menabung di bank (selisih 4-5% di bank dan 10-15% di reksadana). (<http://ekisopini.blogspot.com/2009/08/>)