

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1. Hasil penelitian terdahulu

2.1.1. Rofiq (2008)

Penelitian ini bertujuan untuk membandingkan kinerja saham syariah di Indonesia dan Malaysia yang didasarkan pada pendekatan fundamental dan teknikal. Adapun beberapa metode yang dipakai adalah metode *current ratio* (CR), *return on equity* (ROE), *debt to equity ratio* (DER) dan *price earning* (PER). Hasil penelitian ini adalah:

1. Diketahui berdasarkan uji logistik kedua negara tidak bisa diprediksi kinerja saham syariahnya menggunakan karakteristik keuangan.
2. Berdasarkan uji regresi berganda, diketahui variabel makro tidak berpengaruh terhadap return saham di Indonesia.

2.1.2. Ridho (2008)

Penelitian ini mencoba membandingkan kinerja reksadana konvensional dan syariah dengan menggunakan metode *sharpe*, *jensen* dan *treynor*, yang mengambil kasus pada seluruh reksadana sepanjang tahun 2003-2007. Hasil dari penelitian ini adalah:

1. Didapatkan bahwa perbandingan uji hipotesis *two different mean* kinerja tidak berbeda secara signifikan pada $\alpha=5\%$ untuk jangka panjang (5 tahunan).

2. Perbandingan uji hipotesis *two different mean* pada jangka menengah (3 tahun) menunjukkan bahwa tidak berbeda secara signifikan pada tingkat $\alpha=5\%$.
3. Secara keseluruhan hasil menunjukkan tidak terjadi perbedaan secara signifikan pada tingkat $\alpha=5\%$.

2.1.3. Nuryanti

Peneliti mencoba melakukan penelitian dengan mengambil topik Analisis perbandingan kinerja reksadana konvensional dengan reksadana syariah pada PT *Danareksa Investment Management* sepanjang periode 2001-2002. Pada penelitian ini metode yang dipakai adalah metode *Sharpe* dan *Treynor*. Hasil penelitian ini adalah:

Berdasarkan *Sharpe* dan *Treynor* Indeks portofolio reksadana syariah memiliki peringkat yang lebih tinggi dibandingkan dengan portofolio reksadana konvensional.

2.1.4. Gumilang (2010)

Penelitian ini mengenai analisis kinerja reksadana pendapatan tetap di Indonesia: berdasarkan pengelompokan manajemen investasi periode 2005-2008. Dan hasil penelitian ini yaitu:

1. 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.
2. Pada penelitian ini, tidak ditemukan bukti adanya stock selection ability yang signifikan secara statistik, baik dengan menggunakan model Henriksson-Merton maupun model Treynor-Mazuy.

2.1.5. Haruman,dkk (2005)

Penelitian ini mengambil topik “Evaluasi Kinerja dan Prospek Reksadana Saham Syariah dalam Pasar Modal di Indonesia”. Hasil penelitian ini menemukan bahwa pada periode Januari 2002 hingga Desember 2003, reksadana ekuitas syariah Indonesia mengungguli pasar (JII). Ini Temuan ini didukung oleh hasil pengukuran kinerja yang dihitung dengan menggunakan Sharpe, Treynor, dan indeks Jensen. Semua tiga indeks menunjukkan nilai positif, yang berarti bahwa semua reksadana ekuitas syariah lebih baik dari patokan mereka.

2.1.6. Siahaan

Penelitian ini membahas mengenai penilaian kinerja investasi reksadana dengan menggunakan *Sharpe performance index* dan *Treynor performance index*. Hasil dari penelitian menyatakan bahwa baik menggunakan *Sharpe performance index* maupun *Treynor performance index* dapat digunakan untuk menyusun peringkat kinerja reksadana yang selanjutnya dipakai dalam memilih investasi reksadana.

2.1.7. Achsien (2003)

Penelitian ini mengkaji terhadap reksadana syariah di Malaysia yang diangkat dalam sebuah buku yang berjudul “Analisis Antara Konsep dan Praktik Management Portofolio Syariah pada sebuah *Unit Trust* di Malaysia Periode 1997-1999”. Dan hasil dari penelitian tersebut adalah sebagai berikut:

1. Sebagaimana tergambar 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.

2. 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. Reksadana syariah lebih unggul dari semua pembandingnya. Ini menunjukkan bahwa batas *screening* dalam rangka menjalankan prinsip syariah tidak lantas menghambat kinerja portofolio.

2.1.8. Hayati

Penelitian ini mencoba membandingkan kinerja reksadana pendapatan tetap (konvensional dan syariah) sebagai suatu evaluasi portofolio investor di pasar modal. Dan hasil penelitian ini menemukan bahwa:

1. Reksadana pendapatan tetap memiliki rata-rata tingkat keuntungan dibawah tingkat keuntungan pasar.
2. Tingkat risiko reksadana pendapatan tetap lebih tinggi dibanding pasar.

2.1.9. Nik Maheran dan Maliza

Penelitian ini berjudul “*Islamic Equity Mutual Fund Performance in Malaysia*” sepanjang periode 2002-2006. Penelitian dilakukan melalui pengukuran kinerja reksadana berdasarkan nilai aktiva bersih dari sembilan reksadana ekuitas dan harga portofolio pasar dari *Kuala Lumpur Syariah Index* (KLSI). Hasil penelitian adalah: Hanya reksadana Ittikal publik yang memiliki performa lebih baik dibanding indeks pasarnya yaitu *Kuala Lumpur Syariah Index* (KLSI).

2.1.10. Noviwarni (2006)

Penelitian ini mengkaji tentang analisis pengukuran kinerja reksadana saham di Bursa Efek Jakarta. Dalam penelitian ini peneliti menggunakan metode *Sharpe*, *Jensen* dan *treynor*. Dan hasil penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Didapatkan bahwa keuntungan yang ditawarkan oleh reksadana saham tidak lebih baik dibandingkan dengan indeks LQ-45.
2. Tidak ada pengaruh signifikan positif antara risiko dengan rata-rata keuntungan.

2.1.11. Rachmayanti (2006)

Penelitian ini berjudul *Analisis Kinerja Portofolio Saham Syariah Pada Bursa Efek Jakarta 2001-2002*. Rachmayanti menemukan bahwa selama 2001 hingga 2002, kinerja reksadana ekuitas syariah lebih tinggi dari reksadana ekuitas konvensional. Studinya menggunakan metode *Sharpe*, *Treynor*, dan *indeks Jensen*.

2.1.12. Yoga Saltian (2006)

Pada penelitian ini berjudul “Analisis perbandingan risiko dan tingkat pengembalian reksadana syariah dan reksadana konvensional”. Adapun metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *Sharpe*, *Treynor* dan *Jensen*. Hasil penelitian ini adalah Reksadana syariah berimbang menghasilkan tingkat pengembalian total sebesar 0,286325, sedangkan pada reksadana anggrek menghasilkan tingkat pengembalian total sebesar 0,041569.

Dari beberapa hasil penelitian terdahulu tersebut, maka perbedaan penelitian dapat dilihat pada tabel rekapitulasi berikut:

Dari uraian penelitian terdahulu diatas, maka perbedaan dan persamaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu secara keseluruhan dapat dipaparkan dalam tabel berikut ini:

Tabel 2.2
Persamaan dan perbedaan penelitian

Persamaan	Perbedaan
1. Penggunaan metode analisis <i>Sharpe, Treynor dan Jensen</i> . 2. Menganalisis kinerja reksadana syariah.	1. Obyek penelitian pada reksadana syariah di Indonesia dan Malaysia secara keseluruhan. 2. Periode penelitian tahun 2008-2010. 3. Penggunaan metode uji <i>Mann-Whitney U-Test</i> .

Sumber: Diolah Peneliti

2.2. Kajian Teoritis

2.2.1. Pasar modal syariah

2.2.1.1. Pasar modal syariah Indonesia

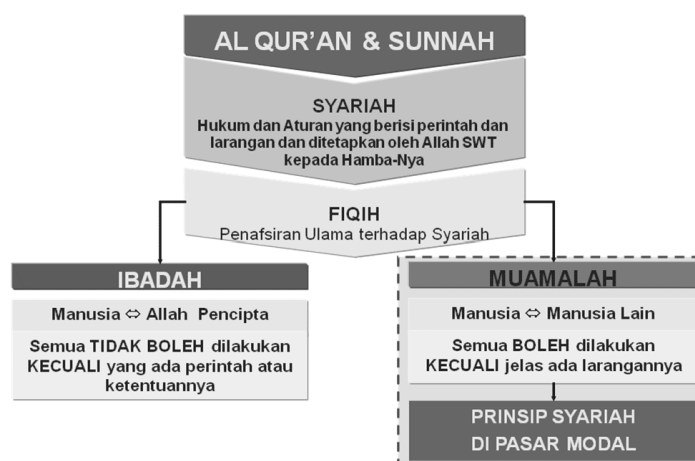
Definisi pasar modal sesuai dengan Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (UUPM) adalah kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan perdagangan Efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek.

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

karakteristik khusus Pasar Modal Syariah yaitu bahwa produk dan mekanisme transaksi tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah.

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

Gambar 2.1 : Prinsip pasar modal syariah



Sumber: (<http://www.bapepam.go.id/syariah/>)

2.2.1.2. Pasar modal syariah Malaysia

Pasar Modal Syariah di Malaysia terbentuk pada awalnya karena besarnya permintaan pasar pada awal tahun 1990-an. Keberhasilan penerapan perbankan syariah memicu investor untuk dapat berinvestasi sesuai dengan kaidah-kaidah investasi secara islami.

Tonggak awal perkembangan investasi syariah di pasar modal Malaysia bisa dikatakan baru dimulai setelah pada tahun 1983 Pemerintah Malaysia menerbitkan obligasi syariah yang pertama dan cukup sukses. Kesuksesan ini menimbulkan permintaan yang semakin besar terhadap tersedianya instrumen investasi syariah di pasar modal. Pada tahun 1993, Pemerintah Malaysia kemudian meluncurkan reksadana syariah pertamanya, yaitu Arab Malaysian Tabung Ittikal.

Pada tahun 1994 sebagai jawaban atas tingginya permintaan pasar di atas, Pemerintah Malaysia melalui Securities Commission Malaysia membentuk *Islamic Capital Market Unit* (ICMU) dan *Islamic Instrumen Study Group* (IISG). ICMU ini bertugas melakukan riset dan pengembangan produk pasar modal Islam dan melakukan analisa terhadap semua efek yang tercatat di bursa Malaysia, disamping itu ICMU juga berfungsi sebagai tenaga riset dan sekretariat bagi SAC.

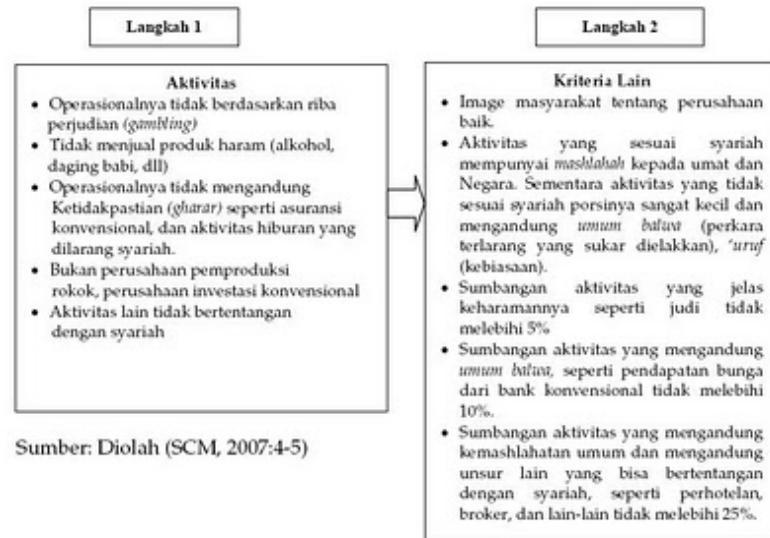
Dalam perkembangannya, IISG kemudian berubah nama menjadi Syariah Advisory Council (SAC) pada tahun 1996. SAC ini bertugas memberikan masukan kepada Securities Commission atas semua hal yang berhubungan dengan pengembangan pasar modal Islam dan sebagai pusat referensi. Di samping itu, SAC juga melakukan pengkajian efek-efek konvensional yang sudah ada dari perspektif syariah serta melakukan pengkajian dan pengembangan atas efek dan

instrumen pasar modal lainnya. Sebagai hasil dari pengkajian tersebut, SAC mengeluarkan daftar efek-efek yang telah sesuai dengan prinsip syariah. Selanjutnya daftar tersebut akan di *up-date* dua kali dalam setahun, yaitu pada bulan Mei dan November, dan disebarluaskan secara gratis.

Adapun indeks syariah diluncurkan pertama kali oleh Kuala Lumpur Stock Exchange pada tahun 1999, yaitu Kuala Lumpur Syariah Index (KLSI). Index Syariah tersebut berfungsi untuk melihat kinerja saham-saham syariah yang tercatat pada papan utama. Kemudian, pada tanggal 22 Januari 2007, bursa Malaysia melakukan kerjasama dengan FTSE Group dan menghasilkan indeks syariah baru yang dikenal dengan FTSE Bursa Malaysia EMAS Shariah Index (FBMS). Dengan diperkenalkannya FBMS, KLSI secara resmi dinonaktifkan pada tanggal 1 November 2007 dan diganti dengan FBMS, setelah selama sembilan bulan sama-sama diaktifkan sejajar dengan FBMS. Saat ini, FBMS menjadi satu-satunya benchmark saham syariah di Malaysia (Bursa Malaysia). FBMS terdiri dari perusahaan-perusahaan yang memenuhi kriteria syariah yang telah ditetapkan oleh SAC per semester.

Sampai akhir tahun 2007, sebagaimana terlihat pada tabel 2. 3, saham yang sesuai dengan prinsip syariah telah tercatat sebanyak 853 saham, yakni kurang lebih 89 % dari 991 saham yang tercatat di bursa Malaysia. Dari 853 saham syariah tersebut, 513 saham berada pada papan utama, 220 saham berada pada papan kedua dan 120 saham berada pada papan Mesdaq (Securities Commission Malaysia, 2007:19-36).

Gambar 2.2: Proses screening pasar modal syariah Malaysia



Di Malaysia, penentuan saham syariah terdiri dari dua lapisan berbeda. Lapisan pertama, yaitu saham yang dikategorikan saham syariah karena aktivitasnya murni sesuai prinsip syariah. Sementara lapisan kedua adalah saham-saham yang aktivitasnya sesuai prinsip syariah namun ada aktivitas lainnya yang tidak sesuai syariah. Dalam arti yang lain, aktivitas saham tersebut bercampur antara yang syariah dan tidak syariah. Untuk lapisan yang kedua ini, SAC menetapkan kriteria tambahan agar saham tersebut bisa dikategorikan saham syariah.

Gambar di atas menyajikan kriteria penentuan saham syariah di Malaysia oleh *Shariah Advisory Council* (SAC). Saham dikategorikan syariah apabila kriteria dalam langkah pertama terpenuhi (lapisan pertama). Sementara bagi perusahaan yang aktivitasnya bercampur, yaitu terdiri dari aktivitas yang sesuai dan tidak sesuai syariah, maka SCA menentukan kriteria sebagaimana langkah kedua (lapisan kedua).

1.2.2. Kajian Investasi dalam Islam

1.2.2.1. Pengertian Investasi

Kata investasi merupakan kata adopsi dari bahasa Inggris, yaitu *investment*. Kata *invest* sebagai kata dasar dari *investment* memiliki arti menanam. Dalam *Webster's New Collagiate Dictionary*, kata *invest* didefinisikan sebagai *to make use of for future benefits or advantages and to commit (money) in order to earn a financial return*. Selanjutnya, kata *investment* diartikan sebagai *the outly of money use for income or profit*. Dalam kamus besar istilah pasar modal dan keuangan kata investasi diartikan sebagai penanaman uang atau modal dalam suatu perusahaan atau proyek untuk tujuan memperoleh keuntungan (Arifin dalam Huda, 2008: 7).

1.2.2.2. Investasi dalam Perspektif Islam

Islam sebagai din yang kompresensif dalam ajaran dan norma mengatur seluruh aktivitas manusia di segala bidang. Investasi sebagai salah satu bagian dari aktivitas perekonomian tidak dapat mengabaikan aspek postulat, konsep, serta diskursus yang menjadi background dalam pembentukan sebuah pengetahuan yang memiliki multidimensi yang mendasar dan mendalam. Islam sangat menjunjung tinggi ilmu pengetahuan yang memiliki gradasi (*tadrij*), dari tahapan diskursus (*'ilmu al yakin*), implementasi (*'ain al yaqin*), serta hakikat akan sebuah ilmu (*haqq al yakin*). Scheller dalam *trichotomy* pengetahuan menjelaskan bahwa ada tiga jenis pengetahuan, yaitu pengetahuan instrumental (*herrschaftswissen*), pengetahuan intelektual (*beldungswissen*), dan pengetahuan spiritual (*erlosungswissen*) sebagaimana dituangkan oleh Rich dalam bukunya *the knowledge cycle* (Huda, 2008: 17).

Melihat dari ketiga konsep ilmu pengetahuan dari islam dan konsep trichotomy, Investasi yang merupakan salah satu ajaran islam sudah memenuhi keseluruhan konsep diatas. Hal tersebut bisa dibuktikan bahwa konsep investasi selain sebagai pengetahuan juga bernuansa spiritual karena menggunakan norma syariah, sekaligus merupakan hakikat dari sebuah ilmu dan amal. Penjelasan tersebut sesuai dengan firman Allah SWT dalam Al-Quran surat al-Hasyr ayat 18:

يَأَيُّهَا 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.

1.2.2.3. Norma dalam Berinvestasi

Islam sebagai aturan hidup (nidham al hayat) yang mengatur seluruh sisi kehidupan umat manusia, menawarkan berbagai cara dan kiat untuk menjalani kehidupan yang sesuai dengan norma aturan Allah SWT. Dalam berinvestasi Allah dan Rasul-Nya memberikan petunjuk (dalil) dan rambu-rambu pokok yang seyogianya diikuti oleh setiap muslim yang beriman. Diantara rambu-rambu tersebut adalah sebagai berikut: (Satrio dalam Huda, 2007:24)

1. Terbebas dari unsur Riba

Secara garis besar riba dikelompokkan menjadi dua, masing-masing adalah riba utang piutang dan riba jual beli. Kelompok pertama terbagi lagi menjadi riba qardh dan riba jahiliyah. Sedangkan kelompok kedua terbagi menjadi riba fadhhl dan riba nasi'ah. (Antonio dalam Huda, 2007: 25)

2. Terhindar dari Unsur Gharar

Gharar secara etimologi bermakna kekhawatiran atau risiko, dan gharar berarti juga menghadapi suatu kecelakaan, kerugian, dan/atau kebinasaan. (Huda, 2007:25)

3. Terhindar dari unsur Judi (*maysir*)

Maysir secara etimologi bermakna mudah. Maysir merupakan bentuk obyek yang diartikan sebagai tempat untuk memudahkan sesuatu. Dikatakan memudahkan sesuatu karena seseorang yang seharusnya menempuh jalan yang susah payah akan tetapi mencari jalan pintas dengan harapan dapat mencapai apa yang dikehendaki, walaupun jalan pintas tersebut bertentangan dengan nilai serta aturan syariah. (Huda, 2007:26)

4. Terhindar dari unsur haram

Secara garis besar sesuatu yang haram dikategorikan menjadi dua: pertama, haram secara zatnya. Babi, khamr, darah, bangkai, perjudian, dan segala sesuatu yang dipersembahkan bagi selain Allah. Kedua, haram karena proses yang ditempuh dalam memperoleh sesuatu. (Huda, 2007: 29)

5. Terhindar dari unsur syubhat

Kata syubhat secara terminologi syariah diartikan sebagai: “sesuatu perkara yang tercampur (antara halal dan haram), akan tetapi tidak diketahui secara pasti apakah ia sesuatu yang halal atau haram, dan apakah ia hak atau bathil”. (Huda, 2007: 29)

1.2.2.4. Urgensi Investasi pada Reksadana Syariah

Adalah sesuatu yang lazim terjadi dalam kehidupan sosial bahwa sebagian orang yang memiliki kemampuan melaksanakan kegiatan bisnis dan ekonomi tetapi tidak memiliki modal. Sementara di sisi lain ada yang memiliki harta, tetapi tidak memiliki kemampuan dalam mengembangkannya, Berkata Al Baijuri :

Dalil dibolehkannya Qiradh adalah ijma' dan hajat, karena ada pemilik harta yang tidak mampu mengelola modalnya, dan sebaliknya ada orang mampu mengelolanya tetapi tidak punya modal. Maka yang pertama memerlukan pengelolaan modal, sementara yang kedua memerlukan pekerjaan.(Hasyiah Fathul Qarib Al Baijuri, JUZ II hal 21)

Reksadana sebagai lembaga yang mengelola harta memiliki kemampuan untuk mengembangkan harta tersebut dari para pemilik modal. Reksadana adalah tuntutan perkembangan ekonomi yang akan terus berkembang. Ia akan menghimpun dana dari umat yang tidak dapat dicegah untuk berinvestasi. Disisi lain umat Islam harus dapat bersaing dalam bidang ekonomi dalam usaha mempersiapkan diri menghadapi globalisasi yang kian mendekat dan sulit dihindari. Kegiatan reksadana yang ada sekarang masih banyak mengandung unsur-unsur yang tidak sesuai dengan syariah Islam, baik dari akad, sasaran investasi, teknis transaksi, pendapatan, maupun dalam hal pembagian keuntungannya. Untuk itu perlu dibentuk Reksadana Syariah, dimana reksadana ini mengikuti prinsip-prinsip syariah dalam bidang Muamalah maliyah. Adanya Reksadana syariah merupakan uapaya untuk memberi jalan bagi ummat Islam

agar tidak bermuamalah dan memakan harta dengan cara yang bathil seperti yang disebutkan dalam Al Qur'an Surat An Nisa ayat 29:

قُلْ إِنْ تَخْفُوا مَا فِي صُدُورِكُمْ أَوْ تَبَدُّوهُ يَعْلَمُهُ اللَّهُ وَيَعْلَمُ مَا فِي السَّمَوَاتِ وَمَا فِي الْأَرْضِ وَاللَّهُ عَلَىٰ كُلِّ شَيْءٍ قَدِيرٌ ﴿٢٩﴾

29. Katakanlah: "Jika kamu Menyembunyikan apa yang ada dalam hatimu atau kamu melahirkannya, pasti Allah Mengetahui". Allah mengetahui apa-apa yang ada di langit dan apa-apa yang ada di bumi. dan Allah Maha Kuasa atas segala sesuatu.

1.2.3. Reksadana Syariah

1.2.3.1. Definisi Reksadana Syariah

Reksadana Syariah adalah reksadana yang beroperasi menurut ketentuan dan prinsip-prinsip syariah islam, baik dalam bentuk akad antara pemodal sebagai pemilik harta (*shahib al-mal/ rabb al-mal*) dengan manajer investasi sebagai wakil *shahib al-mal*, maupun antara manajer investasi sebagai wakil *shahib al-mal* dengan pengguna investasi. (Burhanuddin, 2009:74)

Sebenarnya panduan bagi masyarakat muslim untuk berinvestasi pada produk ini sudah diberikan melalui fatwa DSN-MUI No.20 tahun 2000 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksadana Syariah. Sayangnya produk investasi syariah yang lebih menguntungkan dari produk tabungan atau deposito perbankan syariah ini kurang tersosialisasi. Pemilik dana (investor) yang menginginkan investasi halal akan mengamanahkan dananya dengan akad *wakalah* kepada Manajer Investasi. Reksadana Syariah akan bertindak dalam *aqad mudharabah* sebagai *Mudharib* yang mengelola dana milik bersama dari para investor. Sebagai bukti penyertaan investor akan mendapat Unit Penyertaan

dari Reksadana Syariah. Dana kumpulan Reksadana Syariah akan ditempatkan kembali ke dalam kegiatan Emiten (perusahaan lain) melalui pembelian Efek Syariah. Dalam hal ini Reksadana Syariah berperan sebagai *Mudharib* dan Emiten berperan sebagai *Mudharib*. Oleh karena itu hubungan seperti ini bias disebut sebagai ikatan *Mudharabah Bertingkat*.

Selanjutnya, hasil keuntungan investasi tersebut dibagikan diantara para investor dan manajer investasi sesuai dengan proporsi modal yang dimiliki. Produk investasi ini bisa menjadi alternatif yang baik untuk menggantikan produk perbankan yang pada saat ini dirasakan memberikan hasil yang relatif kecil.

Reksadana syariah memang sangat sesuai untuk investasi jangka panjang seperti persiapan menunaikan ibadah haji atau biaya sekolah anak di masa depan. Saat ini pilihannya pun semakin banyak.

1.2.3.2. Jenis-Jenis Reksadana

Dilihat dari portofolio investasinya atau ke mana kumpulan dana diinvestasikan, Reksadana dapat dibedakan menjadi: (Ansori, 2008:60)

a. Reksadana Pasar Uang (*Money Market Fund*)

Reksadana ini hanya melakukan investasi pada efek bersifat utang dengan jatuh tempo kurang dari satu tahun. Tujuannya adalah untuk menjaga likuiditas dan memelihara modal.

b. Reksadana Pendapatan Tetap (*Fixed income fund*)

Reksadana jenis ini melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dari aktivasinya dalam bentuk efek bersifat utang. Reksadana ini memiliki risiko yang relatif lebih besar dari pada Reksadana Pasar

Uang. Tujuannya adalah untuk menghasilkan tingkat pengembalian yang stabil.

c. Reksadana Saham (*Equity fund*)

Reksadana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% (delapan puluh per seratus) dari aktivanya dalam bentuk efek bersifat ekuitas. Karena investasinya dilakukan pada saham, maka risikonya lebih tinggi dari dua jenis Reksadana sebelumnya namun berpotensi menghasilkan tingkat pengembalian yang tinggi.

d. Reksadana Campuran (*Discretionary fund*)

Reksadana jenis ini melakukan investasi dalam efek bersifat ekuitas (contoh: saham) dan efek bersifat utang (contoh: obligasi).

Namun ada yang menggolongkan jenis-jenis reksadana kedalam kategori lainnya, menurut Bloomberg, reksadana syariah dibagi kedalam tiga kategeori, yaitu; *Equity Fund/islamic*, *Asset Allocation Fund/islamic* dan *Debt Fund/islamic*.

a. Reksadana Ekuitas/ *Equity Fund*

Utamanya, reksadana ekuitas berinvestasi pada saham, meskipun juga bisa memiliki sekuritas pendapatan tetap atau jenis sekuritas lainnya. Sesuai kebijakan manajer investasi. Umumnya reksadana memiliki sekuritas pasar uang antara 4% sampai 5% dari total aset untuk menyediakan likuiditas yang diperlukan untuk memenuhi potensi terjadinya penebusan unit penyertaan. (Bodie.dkk, 2006:147)

b. Reksadana Alokasi Aset/*Asset Allocation Fund*

Reksadana ini serupa dengan reksadana berimbang yaitu keduanya memiliki saham maupun obligasi. Tetapi, reksadana alokasi aset bisa mengubah-ubah proporsi yang dialokasikan ke setiap pasar secara dramatis sesuai dengan prakiraan manajer investasi tentang kinerja masing-masing sektor. Karena itu reksadana ini digunakan dalam penentuan waktu pasar (*market timing*) dan tidak dirancang sebagai sarana investasi berisiko rendah. (Bodie.dkk, 2006:148)

c. Reksadana Dana Utang/ Debt Fund

Reksadana ini mirip dengan reksadana obligasi, karena sebagian besar dana diinvestasikan pada obligasi jangka pendek atau jangka panjang. Selain itu, dana dari reksadana debt Fund ini juga diinvestasikan kembali pada instrumen pasar uang atau utang *floating rate*. (<http://www.investopedia.com/>)

1.2.3.3. Reksadana Berdasarkan Prinsip Syariah

Mengenai Reksadana berdasarkan Prinsip Syariah ini selain berlaku ketentuan Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal dan peraturan teknis berupa peraturan pemerintah dan keputusan menteri keuangan, mengenai ketentuan hukumnya (secara syariah) juga diatur dalam Fatwa DSN MUI No. 20/DSN-MUI/IX/2000 tentang pedoman pelaksanaan investasi untuk Reksadana Syariah.

Adapun beberapa pengaturan mengenai operasional Reksadana berdasarkan Prinsip Syariah sebagaimana tertuang dalam fatwa ini, antara lain sebagai berikut: (Ansori, 2008: 71)

Dalam ketentuan umum ini, fatwa DSN No. 20/DSN-MUI/IX/2000 mengemukakan beberapa definisi terkait dengan term-term yang ada dalam sebuah transaksi Reksadana berdasarkan Prinsip Syariah. Adapun mengenai hal dimaksud adalah sebagai berikut:

- a. Reksadana adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi.
- b. Portofolio efek adalah kumpulan efek yang dimiliki secara bersama (kolektif) oleh para pemodal dalam Reksadana.
- c. Manajer investasi adalah pihak yang kegiatan usahanya mengelola portofolio efek untuk para nasabah atau mengelola portofolio investasi kolektif untuk sekelompok nasabah.
- d. Emiten adalah perusahaan yang menerbitkan efek untuk ditawarkan kepada publik.
- e. Efek adalah surat berharga, yaitu pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, Unit Penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas Efek, dan setiap derivatif dari Efek.
- f. Reksadana syariah adalah Reksadana yang beroperasi menurut ketentuan dan prinsip Syariah Islam, baik dalam bentuk akad antara pemodal sebagai pemilik harta (*shahib al-mal*) dengan manajer investasi sebagai wakil shahib al-mal, maupun antara manajer investasi sebagai *wakil shahib al-mal* dengan pengguna investasi.

- g. *Mudharabah/qiradh* adalah suatu akad atau sistem dimana seseorang memberikan hartanya kepada orang lain untuk dikelola dengan ketentuan bahwa keuntungan yang diperoleh (dari hasil pengelolaan tersebut) dibagi antara kedua pihak, sesuai dengan syarat-syarat yang disepakati oleh kedua belah pihak, sedangkan kerugian ditanggung oleh shahib al-mal sepanjang tidak ada kelalaian dari mudharib.
- h. Prospektus adalah setiap informasi tertulis sehubungan dengan penawaran umum dengan tujuan agar pihak lain membeli efek.
- i. Bank kustodian adalah pihak yang kegiatan usahanya adalah memberikan jasa penitipan efek dan harta lain yang berkaitan dengan efek serta jasa lain, termasuk menerima deviden, dan hak-hak lain, menyelesaikan transaksi efek, dan mewakili pemegang rekening yang menjadi nasabahnya.

1.2.3.4. Mekanisme Kegiatan Reksadana Syariah

Dalam Reksadana berdasarkan Prinsip Syariah ini terkait dengan mekanisme operasional terdiri atas dua macam perbuatan hukum berupa perjanjian, yaitu: (Ansori, 2008: 72)

- a. Antara pemodal dengan manajer investasi dilakukan dengan sistem wakalah dan
- b. Antara manajer investasi dan pengguna investasi dilakukan dengan sistem mudharabah.

Akad wakalah yang dipakai dalam kontrak antara pihak investor dengan manajer investasi pada intinya adalah perjanjian pemberian kuasa kepada manajer investasi untuk melaksanakan pengelolaan dana yang telah dipercayakan olehnya,

dengan harapan pihak investor akan mendapatkan keuntungan dari dana yang diinvestasikannya. Dengan demikian investor berperan sebagai *shahibul maal*, sedangkan manajer investasi berperan sebagai *mudharib-nya*.

Adapun akad yang dibuat antara manajer investasi dan pengguna investasi dengan sistem *mudharabah* mempunyai karakteristik-karakteristik sebagai berikut: (Ansori, 2008: 73)

- a. Pembagian keuntungan antara pemodal (*shahibul maal*) yang diwakilkan proporsi yang telah disepakati kedua belah pihak melalui manajer investasi sebagai wakil dan tidak ada jaminan atas hasil investasi tertentu kepada pemodal.
- b. Pemodal hanya menanggung risiko sebesar dana yang telah diberikan.
- c. Manajer investasi sebagai wakil tidak menanggung risiko kerugian atas investasi yang dilakukannya sepanjang bukan karena kelalaian (*gross negligence/tafrith*).

1.2.3.5. Keunggulan dan Kelemahan Reksadana Syariah

Seperti halnya dengan reksadana konvensional, menurut Ansori (2008:61) Reksadana syariah juga memiliki beberapa keunggulan di samping juga kelemahan yang perlu diketahui oleh investor atau calon investor. Adapun yang menjadi keunggulan dari reksadana syariah, antara lain yaitu:

- a. Reksadana syariah dikelola secara *Risk Managable*. Dalam konsep pengelolaan ini, tingkat risiko kerugian atau keuntungan yang ada akan dikelola secara maksimal.
- b. Memenuhi segmentasi pasar untuk investor berbasis syariah. Dengan munculnya Reksadana syariah, berarti kebutuhan sebagian investor

Reksadana yang menghendaki adanya produk investasi syariah akan terpenuhi. Potensi segmen investor pasar modal dan perbankan syariah di Indonesia diperkirakan mempunyai jumlah yang cukup besar. Ini merupakan target pemasaran produk Reksadana syariah yang diperkirakan akan berkembang pesat dikemudian hari.

Sedangkan yang menjadi kelemahan dari Reksadana syariah yang perlu diantisipasi dan dipikirkan jalan keluarnya, antara lain yaitu:

- a. Pendapatan tidak bisa melonjak tinggi akan tetapi cenderung stabil. Artinya dengan konsep pembagian hasil, investor tidak bisa mengharapkan pendapatannya bisa melonjak tinggi. Dengan adanya konsep syariah, keuntungan yang diperoleh akan dibagi sesuai proporsi masing-masing pihak.
- b. Keterbatasan investasi yang dapat dilakukan oleh manajer investasi pada Reksadana syariah adalah karena minimnya jenis produk syariah. Bahwa dengan konsep syariah yang ketat, tidak banyak produk investasi dari emiten yang bisa digolongkan ke dalam modal syariah. Oleh karena itu, Manajer Investasi Reksadana syariah tidak bisa leluasa untuk melakukan investasi dalam berbagai jenis saham atau obligasi yang tidak termasuk dalam kelompok syariah.
- c. Aturan syariah yang jelas dan cukup ketat membuat terbatasnya jumlah emiten yang akan menerbitkan efek syariah. Kelemahan ini merupakan penyebab jumlah produk pasar modal syariah sangat terbatas. Dengan

terbatasnya jumlah emiten yang bisa menerbitkan instrumen pasar modal syariah, akan terbatas pula jumlah investasi syariah.

Adanya kelemahan yang masih melekat pada Reksadana syariah sebagaimana tersebut diatas, perlu menjadi perhatian kita semua, khususnya pihak emiten dan manajer investasi. Dengan demikian upaya pengembangan produk dalam Reksadana syariah perlu dilaksanakan, dimana untuk saat ini di samping mengacu pada fatwa DSN MUI yang terkait dengan Reksadana dan efek syariah, juga dapat mendasarkan pada Keputusan Ketua Bapepem dan LK Nomor: Ke-130/BL/2006 Tanggal: 23 Nopember 2006 tentang Penerbitan Efek Syariah yang tertuang dalam Peraturan Nomor IX.A.13 dan Keputusan Ketua Bapepem dan LK Nomor: Kep-131/BL/2006 Tanggal: 23 Nopember 2006 tentang akad-akad yang Digunakan dalam Penerbitan Efek di Pasar Modal Syariah yang tertuang dalam peraturan Nomor IX.A. 14.

1.2.3.6. Manfaat Reksadana Syariah

Reksadana memiliki beberapa manfaat yang apabila menyimpan dana reksadana adalah sebagaiberikut (Sudarsono, 2004: 208-209):

- a. Pemodal walaupun tidak memiliki dana yang cukup besar dapat melakukan diversifikasi investasi dalam efek, sehingga dapat memperkecil resiko.
- b. Reksadana mempermudah pemodal untuk melakukan investasi di pasar modal. Menentukan saham yang baik untuk dibeli bukanlah pekerjaan yang mudah, namun memerlukan pengetahuan dan keahlian tersendiri.

- c. Efisiensi waktu, dengan melakukan investasi pada reksadana dimana dana tersebut dikelola oleh manajer investasi professional maka pemodal tidak perlu memantau kinerja investasinya hal tersebut telah dialihkan kepada manajer investasi tersebut.

1.2.3.7. Bentuk Hukum Reksadana Syariah

Reksadana syariah didirikan dalam bentuk Kontrak Investasi Kolektif (KIK), berdasarkan UU No.8 tahun 1995 tentang Pasar Modal. Bapepam mengesahkan keberadaan reksadana syariah pada tanggal 12 Juni tahun 1997 yang dibuat dihadapan Notaris Djedjem Wijaya, SH di Jakarta antara PT Danareksa Fund Management sebagai Manajer Investasi dengan Citibank N.A. Jakarta sebagai Bank Kustodian. PT Danareksa Fund Management sendiri, sebarai manajer investasi, didirikan pada tanggal 1 Juli 1992, yang kemudian dilegitimasi oleh Menteri Kehakiman Republik Indonesia dengan surat keputusan nomor C2/7283.HT.01.TH.92 tanggal 3 September 1992. (<http://webcache.googleusercontent.com>).

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

- a. Reksadana berbentuk Perseroan (PT. Reksadana)
suatu perusahaan (perseroan terbatas), yang dari sisi bentuk hukum tidak berbeda dengan perusahaan lainnya. Perbedaan terletak pada jenis usaha, yaitu jenis usaha pengelolaan portofolio investasi.
- b. Reksadana berbentuk Kontrak Investasi Kolektif (KIK)
kontrak yang dibuat antara Manajer Investasi dan Bank Kustodian yang juga mengikat pemegang Unit Penyertaan sebagai Investor. Melalui

kontrak ini Manajer Investasi diberi wewenang untuk mengelola portofolio efek dan Bank Kustodian diberi wewenang untuk melaksanakan penitipan dan administrasi investasi.

1.2.4. Perbedaan Reksadana Syariah dengan Reksadana Konvensional

Pembeda reksadana syariah dan reksadana konvensional adalah reksadana syariah memiliki kebijaksanaan investasi yang berbasis instrumen investasi pada portfolio yang dikategorikan halal. Dikatakan halal, jika perusahaan yang menerbitkan instrumen investasi tersebut tidak melakukan usaha yang bertentangan dengan prinsip-prinsip Islam. Tidak melakukan riba atau membungakan uang. Saham, obligasi dan sekuritas lainnya yang dikeluarkan bukan perusahaan yang usahanya berhubungan dengan produksi atau penjualan minuman keras, produk mengandung babi, bisnis hiburan berbau maksiat, perjudian, pornografi, dan sebagainya. Disamping itu, dalam pengelolaan dana reksadana ini tidak mengizinkan penggunaan strategi investasi yang menjurus ke arah spekulasi.

Kegiatan Reksadana yang ada saat ini masih banyak mengandung unsur-unsur yang tidak sesuai dengan syariah islam. Dalam arti yaitu dalam Reksadana konvensional masih dijumpai unsur-unsur yang dilarang dalam islam, khususnya berkaitan dengan ketidakjelasan mengenai jenis kegiatan usaha apa yang akan didanai oleh Reksadana tersebut.

Ada beberapa hal yang membedakan antara Reksadana konvensional dan Reksadana syariah, serta ada beberapa hal yang harus diperhatikan dalam investasi syariah ini, yaitu sebagai berikut: (Ansori, 2008: 54-56)

1. Kelembagaan

Dalam syariah Islam belum dikenal lembaga badan hukum seperti sekarang. Tetapi lembaga badan hukum ini sebenarnya mencerminkan kepemilikan saham dari perusahaan yang secara syariah diakui. Namun demikian, dalam hal Reksadana syariah, keputusan tertinggi dalam hal keabsahan produk adalah Dewan Pengawas Syariah (DPS) yang beranggotakan beberapa alim ulama dan ahli ekonomi syariah yang direkomendasikan oleh Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI). Dengan begitu proses di dalam akan terus diikuti perkembangannya agar tidak keluar dari jalur syariah yang menjadi prinsip investasinya.

Dalam reksadana syariah terdapat beberapa hubungan hukum yang tertuang di dalam akad/perjanjian yang dibuat antara pihak investor dengan manajer investasi dan akad/ perjanjian yang dibuat antara pihak manajer investasi dengan pengguna investasi yang dalam hal ini biasanya adalah pengusaha.

2. Hubungan Investor dengan Perusahaan

Menurut Angka 1 huruf (c) Peraturan Nomor IX.A. 14: Akad-akad yang digunakan dalam Penerbitan Efek Syariah di Pasar Modal, yang tertuang dalam Keputusan Ketua Bapepam dan LK Nomor: Kep-131/BL/2006 tanggal 23 Nopember 2006. Akad antara investor dengan lembaga hendaknya dilakukan dengan sistem mudharabah. Secara teknis

mudharabah adalah perjanjian (akad) dimana pihak yang menyediakan dana (*shahib al-mal*) berjanji kepada pengelola usaha (*mudharib*) untuk menyerahkan modal dan pengelola (*mudharib*) berjanji untuk mengelola modal tersebut. Perlu ditekankan bahwa modal yang diberikan oleh shahibul al mal adalah 100% (seratus persen), sementara dari pihak pengelola hanya memasukkan tenaga dan keahlian yang dimiliki.

Keuntungan usaha secara mudharabah dibagi menurut kesepakatan yang dituangkan dalam kontrak sebesar nisbah yang disepakati diawal, sedangkan apabila rugi ditanggung oleh pemilik modal selama kerugian tersebut bukan akibat kelalaian yang dilakukan oleh pengelola. Seandainya kerugian itu diakibatkan karena kecurangan atau kelalaian si pengelola, maka pengelola harus bertanggungjawab atas kerugian tersebut.

Dalam hal transaksi jual beli, saham-saham dalam reksadana syariah dapat diperjualbelikan. Saham-saham dalam reksadana syariah merupakan harta (*mal*) yang menjadi obyek jual beli. Dalam transaksi jual beli saham tidak dijumpai adanya unsur penipuan (*gharar*) karena nilai sahamnya jelas. Harga saham terbentuk dengan adanya hukum penawaran dan permintaan (*supply and demand law*). Semua saham yang dikeluarkan reksadana tercatat dalam administrasi yang rapi dan penyebutan haraga dilakukan dengan jelas.

3. Kegiatan Investasi Reksadana Syariah

Dalam melakukan kegiatan investasi, pihak reksadana syariah dapat melakukan apa saja sepanjang tidak bertentangan dengan syariah atau dengan kata lain kegiatan investasi yang dilakukan berupa investasi yang halal, bahkan untuk kegiatan yang makruh pun sejauh mungkin harus dihindari. Di antara tidak halal yang tidak boleh dilakukan adalah investasi dalam bidang perjudian, pelacuran, pornografi, makanan dan minuman yang diharamkan, lembaga keuangan ribawi, dan lain-lain yang ditentukan oleh Dewan Pengawas Syariah.

Dalam kaitannya dengan saham-saham yang diperjualbelikan di bursa saham, Bursa Efek Jakarta (BEJ) sudah mengeluarkan daftar perusahaan yang tercantum dalam bursa yang sesuai dengan syariah Islam atau saham-saham yang tercatat di Jakarta Islamic Index (JII). Dimana saham-saham yang tercantum didalam indeks ini sudah ditentukan kehalalannya oleh Dewan Syariah Nasional. Dalam melakukan transaksi reksadana syariah tidak diperbolehkan melakukan tindakan spekulasi, yang didalamnya mengandung gharar seperti penawaran palsu dan tindakan spekulasi lainnya.

1.2.5. Metode Evaluasi Kinerja Reksadana Syariah

Dalam mengevaluasi kinerja reksdana, Samsul (2006: 362) menjelaskan terdapat empat model evaluasi kinerja reksadana, yaitu:

1. *Treynor's model*
2. *Sharpe's model*
3. *Jensen's model*
4. *Treynor & Black's model*

Keempat model itu mendasarkan analisisnya pada return masa lalu untuk memprediksi *return* dan risiko di masa datang. *Return* masa lalu yang dimaksudkan disini adalah *return* rata-rata (*average return* = R_p) masa lalu yang dianggap akan terjadi lagi dimasa datang atau return masa datang, $E(R_p)$, sama dengan *return* rata-rata masa lalu. Disamping *return*, perlu diperhatikan juga tingkat risiko yang melekat pada setiap reksadana. Dengan tingkat *return* yang sama, investor akan memilih reksadana yang memiliki risiko lebih rendah atau dengan tingkat risiko yang sama, investor akan memilih reksadana yang memiliki return lebih tinggi. Investor yang tidak menghendaki risiko lebih baik berinvestasi dalam deposito atau membeli Sertifikat Bank Indonesia (SBI). Investasi di reksadana selalu mengandung risiko sehingga investor menghendaki return yang lebih tinggi daripada tingkat bunga deposito atau SBI. Pendapatan investasi yang bebas risiko ini disebut *risk free* (R_f). Ekspektasi return, $E(R_p)$, harus lebih tinggi dari pada *risk free*, atau $E(R_p) > R_f$, agar infestasi diterima. Selisih antara *average return* dan *risk free* disebut *access return*. Apabila *excess return* positif, berarti reksadana bersangkutan dapat dibeli. Investor yang ingin memilih salah satu diantara sejumlah reksadana harus membandingkan *excess return* terhadap risk atau biasa disebut *reward to variability ratio*, dan reksadana denagn ratio terbesar yang akan dipilih.

1.2.5.1. Treynor's model

Dalam mengevaluasi kinerja *mutual fund* (reksadana) Treynor menggunakan *average return* masa lalusebagai expected return dan menggunakan beta β_p , sebagai tolak ukur risiko. Beta menunjukkan besar-kecilnya perubahan

return suatu reksadana terhadap perubahan *market return*, R_m (Samsul, 2006:363).

Treynor (1965: 63-75) dalam Samsul (2006:363) meneliti 20 perusahaan *mutual fund* yang bersifat *open-end* dengan data tahun 1953 sampai dengan 1962. Sebagai tolok ukur risiko investasi digunakan beta karena pada umumnya fluktuasi harga saham dipengaruhi oleh fluktuasi pasar. *Average return* masih dianggap sebagai ukuran terbaik untuk pedoman *return* prediksi, sepanjang asumsi pasar adalah efisien. perbandingan antara *return* dan risiko menunjukkan kepada investor bahwa semakin tinggi risiko semakin tinggi pula return yang diharapkan. Rasio perbandingan tersebut dapat digunakan sebagai peringkat reksadana dalam kaitannya dengan pemilihan reksadana.

Excess return adalah selisih antara average return dikurangi *risk free rate* dan *market risk* dinyatakan dengan notasi beta portofolio, β_p Model Treynor dinyatakan sebagai berikut:

$$R/V_t = (\bar{R}_p - \bar{R}_f)/\beta_p \dots\dots\dots(2.1)$$

Keterangan:

\bar{R}/V_t = *reward to volatility model Treynor*

\bar{R}_p = *average return portofolio*

\bar{R}_f = *risk free rate*

β_p = *beta portofolio sebagai tolok ukur risiko.*

1.2.5.2. Sharpe's model

Menurut Sharpe (1966:121) dalam Samsul (2006:364), kinerja *mutual funds* di masa datang dapat diprediksi dengan menggunakan dua ukuran, yaitu *expected rate of return (E)* dan *predicted variability of risk* yang diekspresikan sebagai *deviasi standar return*, σ_p . *Expected rate of return* adalah *return* tahunan rata-rata dan *predicted variability of risk* adalah deviasi standar dari *return* tahunan. Deviasi standar menunjukkan besar kecilnya perubahan *return* suatu reksadana terhadap *return* rata-rata reksadana yang bersangkutan. *Excess return* adalah selisih antara *average rate of return* dikurangi *risk free rate*. Penelitian Sharpe ini berkaitan dengan prediksi kinerja masa datang yang menggunakan data masa lalu untuk menguji modelnya.

Sharpe (1996:123) dalam Samsul (2006:365) juga menghubungkan antara besarnya *reward* dan besarnya risiko. Perbandingan antara *reward* dan risiko ini diberi nama *reward-to-variability ratio (R/V)*. Selanjutnya Sharpe menyatakan: “*The large the ratio, the better the performnce*”.

$$R/V_t = (\bar{R}_p - \bar{R}_f) / \sigma_p \dots\dots\dots(2.2)$$

Keterangan:

R/V_t = *Reward to variability ratio model Sharpe*

\bar{R}_p = *Average return portofolio*

\bar{R}_f = *Risk free rate*

σ_p = *Deviasi standar return portofolio sebagai tolak ukur risiko.*

1.2.5.3. 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*. Return yang dimaksud adalah *average return (Rp)* masa lalu, sedangkan *minimum rate of return* adalah *expected return, E(Rp)*, yang dihitung dengan *capital asset pricing model (CAPM)*. Selisih antara *average return* dengan *minimum rate of return* disebut *alpha, α*.

Jensen menggunakan rumus *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, yang ditulis oleh Sharpe (1964: 425-442) dan Lintner (1968: 587-616), untuk menghitung *minimum rate of return* seperti yang dikutip oleh Jensen (1968:390) sebagai berikut:

$$E(\bar{R}_j) = \bar{R}_f + \beta_j [E(\bar{R}_m) - \bar{R}_f] \dots\dots\dots(2.3)$$

Keterangan:

$E(\bar{R}_j)$ = *Expected return saham j*

\bar{R}_f = *Risk free, interest rate*

β_j = *Beta saham j*

$E(\bar{R}_m)$ = *Expected market return*

1.2.5.4. Treynor & Black's model

Treynor & Black (1973: 66-86) dalam Samsul (2006:368) menyeleksi saham dalam portofolio dengan memperhatikan risiko pasar dan risiko spesifik, karena suatu saham selalu mengandung risiko pasar dan risiko spesifik. *Average*

return setelah dikurangi dengan *minimum return* (CAPM) disebut alpha. Oleh karena itu, alpha (α_i) tersebut harus dikoreksi dengan risiko spesifik.

Model treynor dan Black disebut juga dengan istilah appraisal ratio dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Appraisal ratio} = \alpha_p / \sigma^2(e_p) \dots\dots\dots(2.4)$$

Keterangan:

α_p = alpha portofolio

$\sigma^2(e_p)$ = risiko spesifik portofolio, deviasi standar atas eror

Risiko spesifik adalah *stock residual variance*, yaitu variance saham individual, ($\sigma^2 i$), dikurangi *market variance* ($\sigma^2 m$) dikali kuadrat beta saham individual ($\beta^2 i$). *Specific risk* adalah risiko dari setiap jenis saham yang berbeda.

Dengan demikian, rumus *specific risk* adalah:

$$\sigma^2(e_i) = \sigma_i^2 - \sigma_m^2 \beta_i^2 \dots\dots\dots(2.5)$$

2.2.6. Uji Mann-Whitney U-Test

Menurut Sugiyono (2009:60) U-Test ini digunakan untuk menguji signifikansi hipotesis komparatif dua sampel independen bila datanya berbentuk ordinal. Test ini merupakan test yang terbaik untuk meenguji hipotesis komparatif dua sampel independen bila datanya berbentuk ordinal. Bila dalam suatu pengamatan data berbentuk interval, maka perlu diubah dulu ke dalam data ordinal.

Untuk menghitung nilai statistik uji Mann-Whitney U , rumus yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$U = n_1 n_2 + \frac{n_2(n_2+1)}{2} - \sum_{i=n_1+1}^{n_1+n_2} R_i \dots\dots\dots (2.6)$$

dimana:

U = Nilai uji Mann-Whitney

N_1 = sampel 1

N_2 = sampel 2

R_i = Ranking ukuran sampel

1.2.7. Return dan risiko

1.2.7.1. Return

Menurut Jogiyanto return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. Return dapat berupa return realisasian yang sudah terjadi atau return ekspektasian yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi dimasa mendatang. Return realisasian (*realized return*) merupakan return yang telah terjadi. Return realisasian dihitung menggunakan data historis. Return realisasian penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. Return realisasian atau return historis ini juga berguna sebagai dasar penentuan return ekspektasian (*expected return*) dan risiko dimasa datang. Return ekspektasian (*expected return*) adalah return yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa mendatang. Berbeda dengan return realisasian yang sifatnya sudah terjadi, return ekspektasian sifatnya belum terjadi. (Jogiyanto, 2009: 199)

Beberapa pengukuran return relisasi yang banyak digunakan adalah return total (*Total return*), relatif return (*return relative*), kumulatif return (*return cumulative*) dan return yang disesuaikan (*adjusted return*).

Return total merupakan return keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode yang tertentu. Return total sering disebut dengan return saja. Return total terdiri dari capital gain (*loss*) dan *yield* sebagai berikut ini

$$Return = Capital\ gain\ (loss) + Yield \dots\dots\dots (2.6)$$

Capital gain atau *capital loss* merupakan selisih dari harga investasi sekarang relatif dengan harga periode lalu:

$$Capital\ Gain\ atau\ Capital\ Loss = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \dots\dots\dots (2.7)$$

Jika harga investasi sekarang (P_t) lebih tinggi dari harga investasi periode lalu (P_{t-1}) ini berarti terjadi keuntungan modal (*capital gain*), sebaliknya terjadi kerugian modal (*capital loss*).

Yield merupakan persentase penerimaan kas periodik terhadap harga investasi periode tertentu dari suatu investasi. Dengan demikian, return total dapat juga dinyatakan sebagai berikut ini:

$$Return = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + Yield \dots\dots\dots (2.8)$$

1.2.7.2. Risiko

Van Horne dan Wachowics, Jr. (1992) dalam Jogiyanto (2009:219) mendefinisikan risiko sebagai variabilitas return terhadap return yang diharapkan. Untuk menghitung risiko, metode yang banyak digunakan adalah deviasi standar (*standard deviation*) yang mengukur absolut penyimpangan nilai-nilai yang sudah terjadi dengan nilai ekspektasinya.

Risiko yang diukur dengan deviasi standar (*standard deviation*) yang menggunakan data historis dapat dinyatakan sebagai berikut:

$$SD = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n [X_i - E(X_i)]^2}{n-1}} \dots\dots\dots (2.9)$$

Notasi:

SD = *standard deviation*

X_i = nilai ke-i,

E(X_i) = nilai ekspektasian,

N = Jumlah dari observasi data historis untuk sampel besar dengan n (paling sedikit 30 observasi) dan untuk sampel kecil digunakan (n-1).

1.2.8. Beta

Beta merupakan suatu pengukur volatilitas (*volatility*) return suatu sekuritas atau return portofolio terhadap return pasar. Beta sekuritas ke-i mengukur volatilitas return sekuritas ke-i dengan return pasar. Jika volatilitas ini diukur dengan kovarian, maka kovarian return antara sekuritas ke-i dengan return pasar adalah sebesar σ_{iM} . Jika kovarian ini dihubungkan relatif terhadap risiko pasar (yang dibagi dengan varian return pasar atau σ^2_M), maka hasil ini akan mengukur risiko sekuritas ke-i relatif terhadap risiko pasar atau disebut dengan Beta. Dengan demikian Beta dapat juga dihitung dengan rumus sebagai berikut ini:

$$\beta_i = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma^2_M} \dots\dots\dots (3.0)$$

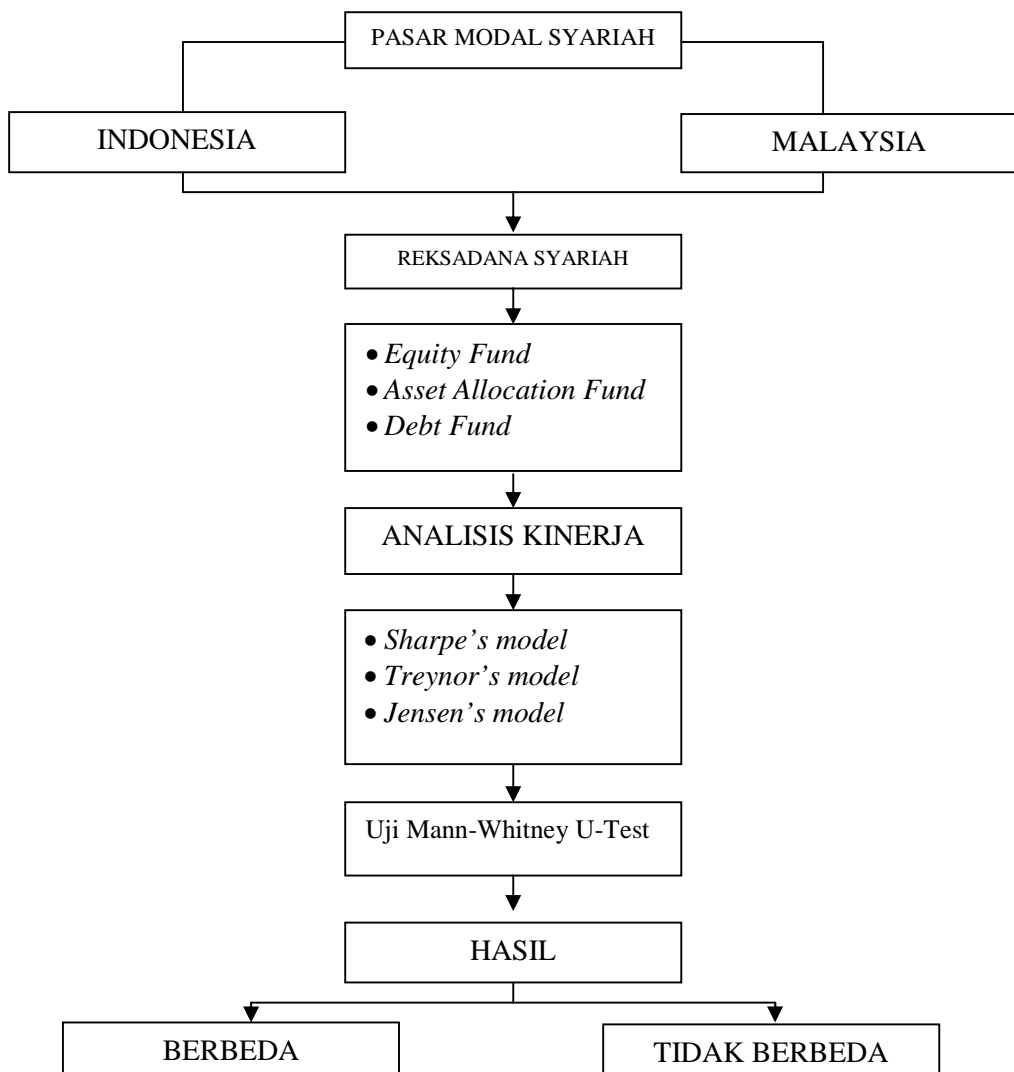
Atau dapat diuraikan sebagai berikut:

$$\beta_i = \frac{\sum_{t=1}^n (R_{it} - \bar{R}_{it}) - (R_{Mt} - \bar{R}_{Mt})}{\sum_{t=1}^n (R_{Mt} - \bar{R}_{Mt})^2} \dots\dots\dots (3.1)$$

1.3. Kerangka Berfikir

Berdasarkan latar belakang diatas, maka kerangka berfikir penelitian ini adalah sebagai berikut:

Gambar 2.3: Kerangka Berfikir



Pasar modal syariah Indonesia dan Malaysia memiliki persamaan dalam *men-screening* instrumen-instrumen syariahnya. Peneliti memilih instrumen reksadana syariah karena tertarik melanjutkan penelitian Abdur Rofiq tahun 2008 yang menguji secara komparatif instrumen saham syariah Indonesia dan Malaysia. yang menjadi populasi penelitian ini adalah reksadana syariah Indonesia dan Malaysia yang masuk dalam kategori *Equity Fund*, *Asset Allocation Fund*, dan *Debt Fund*. Kemudian sampel dipilih berdasarkan metode *purposive sampling* dengan kriteria reksadana yang pertama *listing* maksimal pada tahun 2007. Dalam mengukur kinerja reksadana syariah peneliti memakai *Sharpe's model*, *Treynor's model* dan *Jensen's model*. Setelah mengetahui masing-masing kinerja reksadana, tahap berikutnya adalah melakukan uji *Mann-Whitney U-Test* untuk mengetahui perbedaan kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia.

1.4. Hipotesis

Ho₁ : Pada tahun 2008 tidak terdapat perbedaan antara kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia yang diukur dengan model Sharpe

Ha₁ : Pada tahun 2008 terdapat perbedaan antara kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia yang diukur dengan model Sharpe

Ho₂ : Pada tahun 2009 tidak terdapat perbedaan antara kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia yang diukur dengan model Sharpe

Ha₂ : Pada tahun 2009 terdapat perbedaan antara kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia yang diukur dengan model Sharpe

Ho₃ : Pada tahun 2010 tidak terdapat perbedaan antara kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia yang diukur dengan model Sharpe

- Ha₃ : Pada tahun 2010 terdapat perbedaan antara kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia yang diukur dengan model Sharpe
- Ho₄ : Pada tahun 2008 tidak terdapat perbedaan antara kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia yang diukur dengan model Treynor
- Ha₄ : Pada tahun 2008 terdapat perbedaan antara kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia yang diukur dengan model Treynor
- Ho₅ : Pada tahun 2009 tidak terdapat perbedaan antara kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia yang diukur dengan model Treynor
- Ha₅ : Pada tahun 2008 terdapat perbedaan antara kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia yang diukur dengan model Treynor
- Ho₆ : Pada tahun 2010 tidak terdapat perbedaan antara kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia yang diukur dengan model Treynor
- Ha₆ : Pada tahun 2010 terdapat perbedaan antara kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia yang diukur dengan model Treynor
- Ho₇ : Pada tahun 2008 tidak terdapat perbedaan antara kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia yang diukur dengan model Jensen
- Ha₇ : Pada tahun 2008 terdapat perbedaan antara kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia yang diukur dengan model Jensen
- Ho₈ : Pada tahun 2009 tidak terdapat perbedaan antara kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia yang diukur dengan model Jensen
- Ha₈ : Pada tahun 2009 terdapat perbedaan antara kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia yang diukur dengan model Jensen

H_{09} : Pada tahun 2010 tidak terdapat perbedaan antara kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia yang diukur dengan model Jensen

H_{a9} : Pada tahun 2010 terdapat perbedaan antara kinerja reksadana syariah Indonesia dan Malaysia yang diukur dengan model Jensen