

**REKSA DANA SYARIAH DAN KONVENSIONAL:
SEBUAH STUDI KOMPARATIF
(Studi Empiris pada Reksa Dana yang terdaftar di BEI)**

**Susilatri, Vince Ratnawati & Ningrum Khairani
Fakultas Ekonomi Universitas Riau**

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji perbedaan kinerja reksa dana syariah dan reksa dana konvensional (dilihat dari return dan risiko, Sharpe Indeks dan Treynor Indeks serta dari Jensen Alpha). Populasi penelitian ini adalah reksa dana syariah dan konvensional yang listing di Bursa Efek Indonesia. Sampel penelitian adalah jenis reksa dana pendapatan tetap syariah maupun konvensional dan reksa dana campuran syariah maupun konvensional selama periode 2006 sampai 2009. Pengujian hipotesis menggunakan uji beda independent sample t-test dengan menggunakan program *Statistical Product and Service Solution* (SPSS) ver. 17.0 sedangkan data yang digunakan adalah Nilai Aktiva Bersih per Unit Penyertaan (NAB/Unit), Jakarta Islamic Index (JII) dan Indeks LQ45 serta data suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) dan Sertifikat Wadiah Bank Indonesia (SWBI) bulanan periode 2006-2009. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja reksa dana syariah dan konvensional memang berbeda, namun tidak signifikan. Secara bisnis kinerja reksa dana syariah tidak kalah menguntungkan dengan reksa dana konvensional, dan secara religius lebih dapat dipertanggungjawabkan, karena sesuai dengan prinsip-prinsip syariah

Kata kunci: Kinerja, reksa dana, risk dan return, sharpe indeks, treynor indeks, Jensen Alpha.

LATAR BELAKANG PENELITIAN

Reksa dana merupakan wadah untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi (UUPM No. 8, 1995). Ini merupakan salah satu alternatif investasi khususnya pemodal kecil dan pemodal yang tidak memiliki banyak waktu dan keahlian untuk menghitung risiko atas investasi mereka.

Reksa dana berbasis syariah memiliki daya tarik tersendiri dibandingkan reksa dana jenis lain, khususnya bagi yang beragama Islam karena sesuai dengan prinsip syariah. Hal inilah yang membuat reksa dana syariah berbeda dalam hal produk, jasa dan kegiatan usaha dengan reksa dana konvensional. Pertumbuhan instrumen reksa dana yang pesat, baik konvensional maupun syariah, menimbulkan masalah bagi para investor dalam memilih alternatif reksa dana yang optimal berdasarkan kinerja portofolio, sehingga perlu melakukan pengukuran kinerja reksa dana.

Penelitian mengenai kinerja reksa dana telah dilakukan oleh Firmansyah (2002) yang meneliti perbandingan reksa dana syariah dan reksa dana konvensional dengan menggunakan *Sharpe Indeks* dan *Treynor Indeks*. Hasilnya menunjukkan bahwa *Return* reksa dana konvensional dengan *Return* dan risiko reksa dana syariah memiliki perbedaan yang tidak signifikan. Pada penelitian hasil pengukuran kinerja dengan *Sharpe indeks* dan *Treynor indeks*, potofolio reksa dana syariah memiliki peringkat yang lebih tinggi dibandingkan dengan portofolio reksa dana konvensional dan reksa dana syariah telah terdiversifikasi dengan baik.

Suciningtyas (2007) membandingkan kinerja reksa dana dengan indeks pasarnya dan membandingkan kinerja reksa dana syariah dengan reksa dana

konvensional. Hasilnya membuktikan bahwa investor memiliki pilihan antara reksa dana syariah dengan reksa dana konvensional tergantung pada kondisi pasar dan preferensi pribadi investor.

Dewi dan Ferdian (2009) membandingkan reksa dana syariah di Indonesia dan Malaysia. hasilnya menunjukkan bahwa kinerja reksa dana syariah di Malaysia lebih baik dibandingkan kinerja reksa dana syariah di Indonesia bahkan pada saat krisis ekonomi global. Kemampuan manajer investasi syariah di kedua negara tidak dapat meningkatkan *Return* reksa dana. Maheran dan Mochtar (2007) membandingkan kinerja reksa dana syariah maupun reksa dana konvensional dengan kinerja pasarnya. Ia menyatakan bahwa baik reksa dana syariah maupun konvensional mempunyai kinerja dibawah kinerja pasar. (KLCI /*Kuala Lumpur Composite Index*).

Tujuan penelitian adalah ini untuk mendapatkan bukti empiris mengenai perbedaan kinerja reksa dana syariah dan reksa dana konvensional.

KAJIAN PUSTAKA

Reksa dana

Menurut Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang pasar modal, Reksa dana adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi. Manajer investasi adalah pihak yang kegiatan usahanya mengelola portofolio efek untuk para nasabah atau mengelola portofolio investasi kolektif untuk sekelompok nasabah (Samsul:2006). Berdasarkan jenisnya reksa dana dapat dikelompokkan sebagai: 1) reksa dana Pasar Uang, yaitu Reksa Dana yang hanya melakukan investasi dalam efek yang bersifat utang dengan jatuh tempo kurang dari satu tahun, 2) reksa dana Pendapatan Tetap, yaitu Reksa Dana yang melakukan investasi minimal 80% dari asetnya dalam bentuk efek yang bersifat utang, 3) reksa dana Saham, yaitu Reksa Dana yang melakukan investasi minimal 80% dari asetnya dalam efek yang bersifat ekuitas, dan 4) reksa dana Campuran, merupakan Reksa Dana yang melakukan investasi dalam efek yang bersifat ekuitas dan efek yang bersifat utang, yang perbandingannya tidak seperti dalam Reksa Dana saham atau Reksa Dana Pendapatan Tetap.

Reksa dana Syariah

Reksa dana syariah adalah produk investasi syariah yang aktivitasnya dijalankan sesuai dengan prinsip syariah, yang mempresentasikan penegasan hukum agama dalam setiap produk, jasa atau kegiatan usaha bebas dari aktivitas yang dilarang dan dari elemen-elemen seperti *riba* (bunga), *maisir* (perjudian), dan *Gharar* (ambiguitas) (Cahyaningsih Dkk, 2008), sehingga reksa dana syariah berbeda dalam hal produk, jasa dan kegiatan usaha dengan reksa dana konvensional.

Dewan Syariah Nasional, suatu dewan yang dibentuk oleh Majelis Ulama Indonesia mengeluarkan fatwa No. 20/DSN/-MUI/MUI/2001, yang berisi antara lain :

1. Dalam reksa dana konvensional masih terdapat unsur-unsur yang bertentangan dengan syariah, baik dari segi akad, pelaksanaan investasi, maupun dari segi pembagian keuntungan.
2. Investasi hanya dapat dilakukan pada Instrumen keuangan yang sesuai dengan syariah, yang meliputi saham yang sudah melalui penawaran umum dan pembagian dividen didasarkan pada tingkat laba usaha, penempatan pada deposito dalam bank umum syariah dan surat utang yang sesuai dengan syariah.

3. Jenis usaha emiten haruslah sesuai dengan syariah, antara lain tidak boleh melakukan usaha perjudian dan sejenisnya, usaha pada lembaga keuangan *ribawi*, usaha memproduksi, mendistribusi serta memperdagangkan makanan dan minuman haram serta barang-barang atau jasa yang merusak moral dan membawa mudarat. Pemilihan investasi tidak boleh ada unsur tidak jelas (*gharar*) seperti: *insider trading*, penawaran palsu dan lain-lain.
4. Emiten tidak layak diinvestasikan jika struktur modal terhadap hutang sangat bergantung dari pembiayaan dari hutang, yang intinya merupakan pembiayaan yang mengandung unsur *riba*.
5. Mekanisme operasional reksa dana syariah terdiri dari wakalah dan mudarabah.
6. Karakteristik mudharabah adalah sebagai berikut: a) Pembagian keuntungan antara pemodal (yang diwakili oleh manajer Investasi) dan pengguna Investasi berdasarkan pada proporsi yang ditentukan dalam akad yang telah dibuat bersama dan tidak ada jaminan atas hasil investasi tertentu kepada si pemodal, b) Pemodal menanggung risiko sebesar dana yang telah diberikan, c) Manajer Investasi sebagai wakil pemodal tidak menanggung risiko kerugian atas investasi yang dilakukannya sepanjang bukan karena kelalaiannya.
7. Penghasilan investasi yang dapat diterima dalam reksa dana adalah:
 - a. Dari saham berupa:
 - Dividen yang merupakan bagi hasil atas keuntungan yang dibagikan dari laba, baik yang dibayarkan dalam bentuk tunai maupun dalam bentuk saham.
 - *Rights* yang merupakan hak untuk memesan efek lebih dulu untuk diberikan oleh emiten.
 - *Capital Gain* merupakan keuntungan yang diperoleh dari jual beli saham di pasar modal.
 - b. Dari Obligasi yang sesuai dengan syariah : bagi hasil yang diterima secara periodik dari laba emiten.
 - c. Dari Surat Berharga Pasar Uang yang sesuai dengan syariah : bagi hasil yang diterima oleh *Issuer*.
 - d. Dari Deposito dapat berupa : bagi hasil yang diterima dari bank-bank syariah.

Nilai Aktiva Bersih

Kinerja investasi suatu reksa dana dapat dilihat berdasarkan *Return* dan risikonya, untuk itu digunakan Nilai Aktiva Bersih (NAB) masing-masing reksa dana untuk menghitung berapa *return* dan risiko dari sebuah reksa dana. Jadi NAB/unit memberikan indikator kinerja investasi suatu reksa dana (Samsul:2006). NAB merupakan "Harga beli" per unit penyertaan yang dibeli, jika berinvestasi dengan membeli Unit Penyertaan reksa dana. Ia sekaligus menjadi "Harga Jual" per unit penyertaan jika ingin mencairkan investasi, dengan menjual unit penyertaan reksa dana yang dimiliki.

NAB per Unit Penyertaan (UP) adalah harga wajar dari portofolio suatu Reksa dana setelah dikurangi biaya Operasional, kemudian dibagi jumlah Saham atau UP yang telah beredar. Aktiva kekayaan Reksa dana berupa kas, deposito, SBI, surat berharga komersial, obligasi, saham, sedangkan biaya operasional dapat berupa *fee* manajemen yang belum dibayar, *fee* Bank kustodian yang belum dibayar, hutang pajak, *fee broker*, hutang efek, serta biaya operasional lainnya.

Return

Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi (Jogiyanto 2007) *Return* suatu jenis investasi mencerminkan seberapa baik kinerja suatu instrumen investasi. Ada beberapa *Return*, antara lain:

1. *Return* Reksa dana

Return Reksa dana adalah perubahan nilai reksa dana ditambah *income*, beberapa dividen, ataupun bunga yang terjadi selama periode kinerja (*performance period*). *Return* reksa dana mencerminkan kinerja suatu jenis reksa dana. NAB merupakan indikator yang umum dipakai oleh investor maupun manajer investasi dalam menilai kinerja berbagai jenis reksa dana karena NAB merupakan salah satu variabel yang penting untuk menghitung *return* reksa dana.

2. *Return* Pasar

Return pasar merupakan *return* pasar dimana instrumen investasi atau reksa dana beredar dan diperdagangkan, dalam hal ini IHSG merupakan salah satu indeks yang dipakai di BEI, dan menjadi parameter yang penting keadaan pasar modal Indonesia. Dengan parameternya adalah sebagai berikut: a) Indeks LQ45, memuat 45 saham terpilih dengan likuiditas dan kapitalisasi saham yang tinggi, b) Indeks *Jakarta Islamic Indeks*, memuat saham-saham yang sesuai kriteria syariah, dan c) *Return* Bebas Risiko, merupakan *return* investasi yang dianggap bebas risiko, dalam hal ini SBI untuk reksa dana konvensional dan SWBI untuk reksa dana syariah. Sampai saat ini, SBI yang diterbitkan BI diyakini sebagai investasi bebas risiko karena dianggap pemerintah tidak akan *Bankrupt*, sehingga mampu menjamin pembayaran pokok (*Principal*) ditambah bunga (*Return* SBI) tertentu.

Risiko (*Risk*)

Menghitung risiko dari investasi juga perlu diperhitungkan. *Return* dan risiko merupakan dua hal yang tidak terpisah. *Return* dan risiko mempunyai hubungan yang positif, semakin besar *return* yang diharapkan semakin besar risiko yang harus ditanggung.

Kinerja berdasarkan metode *Sharpe*, *Treynor* dan *Jensen*.

Sharpe Index (*Si*)

Sharpe index dikembangkan oleh William Sharpe (1966). Pengukuran kinerja menggunakan dua ukuran yaitu expected rate of return (*E*) dan predicted variability of risk, yang diekspresikan sebagai deviasi standar return (σ), yang menunjukkan perbedaan (selisih) antara rata-rata kinerja yang dihasilkan oleh reksa dana dengan rata-rata kinerja investasi yang bebas risiko (*risk free asset*).

Standar deviasi (σ) merupakan risiko fluktuasi reksa dana yang dihasilkan karena berubah-ubahnya laba yang dihasilkan dari subperiode ke subperiode lainnya selama seluruh periode.

Dengan membagi *risk premium* dengan standar deviasi, Sharpe mengukur *risk premium* yang dihasilkan per unit risiko yang diambil. Pengertiannya sebagai berikut: Investasi pada SBI tidak mengandung risiko dengan kinerja investasi tertentu. Investasi pada reksa dana mengandung risiko sehingga diharapkan memberikan hasil investasi lebih besar daripada kinerja investasi bebas risiko. Sharpe mengukur seberapa besar penambahan hasil investasi yang diperoleh untuk tiap unit risiko yang diambil. Semakin tinggi nilai rasio *Sharpe* semakin baik kinerja reksa dana (Pratomo dan Nugraha, 2009).

Treynor Index (*Ti*)

Pengukuran dengan metode *Treynor* didasarkan atas *risk premium*, seperti halnya yang dilakukan Sharpe. Namun dalam metode *Treynor* digunakan pembagi beta (β) yang merupakan risiko fluktuasi relatif terhadap risiko pasar (Pratomo dan Nugraha, 2009). Pengukuran kinerja dengan model *Sharpe* dan *Treynor* merupakan komplemen (pelengkap) satu sama lain karena memberikan informasi yang berbeda. Portofolio reksa dana yang tidak terdiversifikasi mendapat peringkat yang

tinggi untuk *Treynor* namun peringkatnya lebih rendah untuk pengukuran *Sharpe*. Portofolio reksa dana yang terdiversifikasi dengan baik akan mempunyai ranking yang sama untuk kedua jenis pengukuran. Perbedaan peringkat pada kedua pengukuran tersebut menunjukkan perbedaan baik buruknya diversifikasi portofolio tersebut relatif terhadap portofolio sejenis. Oleh karena itu, kedua pengukuran tersebut sebaiknya dilakukan bersama. Seperti halnya metode *Sharpe*, semakin tinggi nilai rasio *Treynor*, semakin baik kinerja reksa dana (Pratomo dan Nugraha, 2009)

Jensen Index (JI) atau Jensen's Alpha (Alpha)

Model ini dibuat oleh Michael C. Jensen (1968), seperti metode *Treynor*, Jensen menggunakan faktor beta dalam mengukur kinerja investasi suatu portofolio yang didasarkan atas pengembangan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Jensen mengemukakan hasil penelitiannya terhadap 115 reksa dana dalam kurun waktu 1945-1964. Metode *Jensen* menilai kinerja manajer investasi didasarkan seberapa besar manajer investasi tersebut mampu memberikan kinerja di atas kinerja pasar sesuai risiko yang dimilikinya. Kelebihan inilah yang digambarkan oleh Jensen sebagai perpotongan garis regresi linear pada sumbu Y (pada grafik [Kinerja_{RD}-Kinerja_{RF}] vs [Kinerja_p-Kinerja_{RF}]) dan disebut dengan perpotongan Jensen (*Jensen Intercept*) dengan notasi Alpha (α). Semakin tinggi nilai alpha positif, semakin baik kinerjanya (Pratomo dan Nugraha, 2009).

Metode *Jensen* menggunakan data setiap periode (dalam hal ini mingguan) dari waktu ke waktu (*time series*). Hasil pengukuran Jensen dalam bentuk α positif yang semakin tinggi menunjukkan kinerja reksa dana yang semakin baik.

Hipotesis

Berdasarkan latar belakang dan kajian pustaka, hipotesis penelitian ini adalah:

- H1 : Terdapat perbedaan kinerja (dilihat dari *Return* dan risiko) reksa dana syariah dengan reksa dana konvensional.
- H2 : Terdapat perbedaan kinerja (dilihat dari indeks *Sharpe* dan *Treynor*) reksa dana syariah dengan reksa dana konvensional.
- H3 : Terdapat perbedaan kinerja (dilihat dari *Jensen's Alpha*) reksa dana syariah dengan reksa dana konvensional.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah reksa dana syariah maupun konvensional yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel dalam penelitian ini adalah jenis reksa dana campuran syariah maupun konvensional serta reksa dana pendapatan tetap syariah dan konvensional yang *listing* di BEI, selama periode Januari 2006 sampai Desember 2009. Periode penelitian selama empat tahun dengan alasan data yang dibutuhkan cukup tersedia dan periode yang panjang diharapkan dapat menjelaskan konsistensi logis manajer investasi dalam mengelola portofolio reksa dana.

Operasional dan Pengukuran Variabel

Return Reksa dana Syariah dan Konvensional

Tingkat pengembalian (*Return*) reksa dana syariah dan konvensional yang diteliti dengan rentang waktu penelitian sejak bulan Januari 2006 sampai Desember 2009. *Return* bulanan indeks syariah (JII), indeks konvensional (LQ45), serta *Return risk free rate* (SBI dan SWBI) menggunakan formulasi yang sama (Hartono:2003).

$$R_i = \frac{NAB_t - NAB_{t-1}}{NAB_{t-1}}$$

dimana :

- R_i = Actual Return dari reksa dana i
- NAB_t = Nilai aktiva bersih reksa dana pada hari/bulan ke t
- NAB_{t-1} = Nilai aktiva bersih reksa dana pada hari/bulan ke t-1

Tingkat Risiko Reksa dana Syariah dan Konvensional

Tingkat risiko reksa dana diukur menggunakan standar deviasi (SD) yaitu nilai yang tersebar disekitar rata-rata (Hartono:2003).

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2} = \sqrt{\frac{\sum (R_i - \bar{R}_i)^2}{n - 1}}$$

dimana :

- σ : Standard deviation
- σ^2 : Variance
- R_i : Actual Return dari reksa dana i
- \bar{R}_i : Rata-rata actual return reksa dana i
- n-1 : Jumlah hari/bulan dikurangi satu

Risiko reksa dana adalah kemungkinan terjadinya variabilitas tingkat hasil yang diperoleh dari suatu asset.

Kinerja Reksa dana Syariah dan Konvensional

Sharpe Index (Si)

Sharpe Index merupakan ukuran kinerja portofolio yang dikembangkan oleh William Sharpe (1966). Pengukuran dengan metode Sharpe didasarkan atas apa yang disebut premium atas risiko "Risk Premium", yaitu perbedaan antara rata-rata kinerja yang dihasilkan oleh reksa dana dan kinerja investasi yang bebas risiko (risk free asset). Investasi tanpa risiko diasumsikan merupakan tingkat bunga rata-rata dari Sertifikat Bank Indonesia (SBI). Standar deviasi (σ) merupakan risiko fluktuasi reksa dana yang dihasilkan karena berubahnya laba yang dihasilkan dari sub periode ke sub periode lainnya selama seluruh periode. Pengukuran Sharpe diformulasikan sebagai berikut :

$$S_i = \frac{(R_{it} - R_{ft})}{\sigma_{it}}$$

dimana :

- S_i : Sharpe index reksa dana i pada waktu t
- R_{it} : Return reksa dana i pada waktu t
- R_{ft} : Return risk free rate pada waktu t
- σ_{it} : SD reksa dana i pada waktu t

Treynor Index (Ti)

Treynor Index dikembangkan oleh Jack Treynor (1965). Pengukuran Treynor pada dasarnya tidak berbeda dengan pengukuran Sharpe, hanya saja sebagai pembagiannya adalah beta (β) yang merupakan risiko sistematis atau risiko pasar, dalam hal ini JII dan LQ 45 (Achsien dalam Cahyaningsih,2008). Pengukuran dengan metode Treynor sebagai berikut:

$$T_i = \frac{(R_{it} - R_{ft})}{\beta_{it}}$$

dimana :

T_i : *Treynor index* reksa dana i pada waktu t R_{ft} : *Return risk free rate* pada waktu t
 R_{it} : *Return* reksa dana i pada waktu t β_i : *Beta* reksa dana i pada waktu t

Jensen Index (Ji) atau Jensen's Alpha (Alpha)

Metode *Jensen* menilai kinerja investasi didasarkan atas seberapa besar investasi tersebut mampu memberikan kinerja diatas kinerja pasar sesuai risiko yang dimilikinya. Semakin tinggi nilai alpha positif, semakin baik kinerjanya, dan sebaliknya. *Jensen's Alpha* dirumuskan menggunakan regresi linier sederhana sebagai berikut (Jensen dalam Cahyaningsih,2008):

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{mt} - R_{ft}) + \mu_t$$

dimana :

R_{it} : *Return* reksa dana i pada waktu t β_p : Risiko sistematis dari portofolio p
 R_{ft} : *Return risk free rate* pada waktu t R_{mt} : *Return* pasar portofolio pada waktu t
 α_p : *Jensen's Alpha* μ_t : *The error term* pada waktu t

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Pengujian Hipotesis Pertama

Reksa Dana Pendapatan Tetap

Return tahun 2008 dan 2009 reksa dana pendapatan tetap konvensional lebih unggul dibanding reksa dana pendapatan tetap syariah, namun reksa dana pendapatan tetap konvensional mempunyai risiko yang lebih tinggi dibanding reksa dana pendapatan tetap syariah.

Pengujian hipotesis pertama untuk reksa dana pendapatan tetap dilakukan dengan uji beda *independent sample t-test* dengan signifikansi $\alpha = 0.05$ untuk dua sample independen dan untuk menentukan apakah suatu nilai tertentu (reksa dana syariah) berbeda secara nyata atautkah tidak dengan suatu nilai tertentu (return reksa dana konvensional). Pengujian hipotesis pertama menunjukkan rata-rata *return* reksa dana pendapatan tetap konvensional adalah 0.0061. Rata-rata *return* reksa dana pendapatan tetap syariah 0.0069 dan risiko reksa dana pendapatan tetap konvensional 0.0056, sedangkan risiko reksa dana pendapatan tetap syariah adalah 0.0062.

Hasil F hitung *Levene's test return* dan risiko sebesar 21.452 dengan signifikansi 0.000, maka disimpulkan bahwa H_0 ditolak berarti memiliki variance yang berbeda. Dengan demikian analisis uji beda harus menggunakan asumsi *equal variances not assumed*. Hasil nilai t pada *equal variance not assumed* adalah -0.045 untuk *return* dan -0,041 untuk risiko dengan signifikansi (*2-tailed*) 0,965 untuk *return* dan 0,968 untuk nilai risiko, nilai ini lebih besar dari 0.05. Jadi disimpulkan bahwa hipotesis 1 reksa dana pendapatan tetap tidak dapat dikonfirmasi dengan baik, yaitu secara statistik tidak terdapat perbedaan rata-rata *return* dan risiko reksa dana pendapatan tetap konvensional dan pendapatan tetap syariah.

Reksa dana Campuran

Pengujian hipotesis pertama dengan *independent sample t-test* dari tahun 2006 sampai 2009, menunjukkan bahwa rata-rata *return* reksa dana campuran

konvensional adalah 0.0109 dan rata-rata *return* reksa dana campuran syariah adalah 0.0089 dan risiko reksa dana campuran konvensional adalah 0.0095, sedangkan risiko reksa dana campuran syariah adalah 0.0081. Secara absolut jelas rata-rata *return* dan risiko reksa dana campuran konvensional berbeda dengan rata-rata *return* dan risiko reksa dana campuran syariah. Untuk melihat apakah perbedaan ini memang nyata secara statistik maka harus dilihat output dari *independent sample t-test*.

Hasil F hitung *Levene's test return* 0.007 dengan probabilitas (sig) 0.934, dan F hitung *Levene test risiko* 0.019 dengan probabilitas (sig) 0.889. Karena probabilitas > 0.05 maka dapat disimpulkan bahwa H_0 diterima atau memiliki Variance yang sama. Sehingga analisis uji beda harus menggunakan asumsi *equal variances assumed*. Nilai t pada *equal variance assumed* adalah 0.145 untuk *return* dan 0.102 untuk risiko dengan probabilitas signifikansi (2-tailed) 0,885 untuk *return* dan 0.919 untuk risiko, nilai ini > 0.05. Jadi hipotesis 1 untuk reksa dana campuran tidak dapat dikonfirmasi dengan baik, yaitu secara statistik tidak terdapat perbedaan rata-rata *return* dan risiko reksa dana campuran konvensional dan campuran syariah. Hal ini menunjukkan bahwa antara reksa dana syariah dan konvensional memang terdapat perbedaan (dilihat dari *return* dan risiko), namun tidak signifikan.

Pengujian Hipotesis Kedua

Reksa dana Pendapatan Tetap

Dilihat dari *Sharpe index* tahun 2006, 2007 dan 2009, reksa dana pendapatan tetap syariah mempunyai rasio yang lebih tinggi dibandingkan reksa dana pendapatan tetap konvensional, ini berarti bahwa penambahan hasil investasi yang diperoleh (*risk premium*) untuk tiap unit risiko yang diambil oleh reksa dana pendapatan tetap syariah lebih tinggi dibanding reksa dana pendapatan tetap konvensional. Namun reksa dana pendapatan tetap syariah memiliki rasio *Treynor* yang lebih rendah daripada reksa dana pendapatan tetap konvensional, sedangkan tahun 2008 sebaliknya, baik indeks *Sharpe* maupun *Treynor*.

Pengujian hipotesis kedua dengan *independent sample t-test* dari tahun 2006 sampai 2009, menunjukkan bahwa rata-rata *Sharpe index* reksa dana pendapatan tetap konvensional adalah 1.3601 dan rata-rata *Sharpe indeks* reksa dana pendapatan tetap syariah adalah 1.2621 dan *Treynor index* reksa dana pendapatan tetap konvensional adalah -.1395, sedangkan *Treynor index* reksa dana pendapatan tetap syariah adalah -2.0243. Secara absolut rata-rata *Sharpe index* dan *Treynor index* reksa dana pendapatan tetap konvensional berbeda dengan rata-rata *Sharpe index* dan *Treynor index* reksa dana pendapatan tetap syariah. Untuk melihat apakah perbedaan ini memang nyata secara statistik harus dilihat output dari *independent sample t-test*.

Hasil F hitung *Levene's test Treynor index* sebesar 2,962 dengan probabilitas (sig) 0.089, sehingga disimpulkan bahwa H_0 diterima atau memiliki Variance yang sama. Dengan demikian analisis uji beda yang digunakan harus menggunakan asumsi *equal variances assumed*. Nilai t pada *equal variance assumed* adalah 1,298 dengan probabilitas signifikansi (2-tailed) 0,198, nilai ini > 0.05. Jadi disimpulkan hipotesis 2 untuk reksa dana pendapatan tetap tidak dapat dikonfirmasi dengan baik, yaitu secara statistik tidak terdapat perbedaan rata-rata *Treynor index* reksa dana pendapatan tetap konvensional dan pendapatan tetap syariah.

Nilai F hitung *Levene test Sharpe indeks* sebesar 14.081 dengan probabilitas (sig) 0.000 karena probabilitas < 0.05 maka dapat disimpulkan H_0 ditolak atau memiliki Variance yang berbeda. Dengan demikian analisis uji beda yang digunakan harus menggunakan asumsi *equal variances not assumed*. Nilai t pada *equal*

variance not assumed adalah 0.039 dengan signifikasi (2-tailed) 0.969, nilai ini > 0.05. Jadi disimpulkan hipotesis 2 untuk reksa dana pendapatan tetap tidak dapat dikonfirmasi dengan baik, yaitu secara statistik tidak ada perbedaan *Sharpe index* reksa dana pendapatan tetap konvensional dan syariah.

Reksa dana Campuran

Pada tahun 2006, 2007 dan 2009, kinerja reksa dana campuran syariah mengungguli kinerja reksa dana campuran konvensional, namun risiko reksa dana campuran syariah lebih tinggi dibandingkan dengan risiko reksa dana campuran konvensional. Dilihat dari *Sharpe index*, reksa dana campuran konvensional mempunyai rasio yang lebih tinggi dibandingkan reksa dana campuran syariah, ini berarti bahwa penambahan hasil investasi yang diperoleh (*risk premium*) untuk tiap unit risiko yang diambil oleh reksa dana campuran konvensional lebih tinggi dibanding reksa dana campuran syariah. Reksa dana campuran syariah memiliki rasio *treynor* yang lebih rendah daripada reksa dana campuran konvensional.

Pengujian hipotesis kedua dengan *independent sample t-test* dari tahun 2006 sampai 2009, menunjukkan rata-rata *Sharpe index* reksa dana campuran konvensional adalah 1.4562 dan rata-rata *Sharpe index* reksa dana campuran syariah adalah 2.0334 dan *treynor index* reksa dana campuran konvensional adalah 0.8287, sedangkan *treynor index* reksa dana pendapatan tetap syariah adalah -2.2480. Secara absolut jelas rata-rata *Sharpe index* dan *treynor index* reksa dana campuran konvensional berbeda dengan rata-rata *Sharpe index* dan *treynor index* reksa dana campuran syariah. Untuk melihat apakah perbedaan ini memang nyata secara statistik maka harus dilihat output dari *independent sample t-test*.

Nilai F hitung *Levene test Treynor index* sebesar 6.709 dengan probabilitas (sig) 0.011 karena probabilitas < 0.05 maka disimpulkan H_0 ditolak atau memiliki Variance yang berbeda. Dengan demikian analisis uji beda yang digunakan harus menggunakan asumsi *equal variances not assumed*. Nilai t pada *equal variance not assumed* adalah 2.018 dengan signifikasi (2-tailed) 0.046, nilai ini < 0.05. Berarti hipotesis kedua untuk reksa dana campuran diterima, yaitu terdapat perbedaan rata-rata *treynor index* reksa dana campuran konvensional dan campuran syariah.

Nilai F hitung *Levene test Sharpe index* sebesar 1.348 dengan (sig) 0.249 karena < 0.05 maka disimpulkan bahwa H_0 ditolak atau memiliki Variance yang berbeda. Dengan demikian analisis uji beda yang digunakan harus menggunakan asumsi *equal variances not assumed*. Nilai t pada *equal variance not assumed* adalah -0.279 dengan signifikasi (2-tailed) 0.781, nilai ini > 0.05. Kesimpulan pengujian hipotesis 2 adalah secara statistik tidak terdapat perbedaan kinerja reksa dana syariah dan konvensional dilihat dari *Sharpe index* dan *treynor index* baik jenis reksa dana pendapatan tetap maupun reksa dana campuran. Jadi hipotesis 2 tidak dapat dikonfirmasi dengan baik. Namun, pada pengujian hipotesis 2 untuk *Treynor index* reksa dana campuran didapat perbedaan yang signifikan.

Pengujian Hipotesis Ketiga

Reksa dana Pendapatan tetap

Reksa dana Pendapatan tetap syariah tahun 2006, 2007 dan 2009 memiliki kinerja yang tidak lebih baik dari pada kinerja reksa dana pendapatan tetap konvensional, sedangkan tahun 2008 reksa dana syariah memiliki kinerja yang lebih baik dari pada kinerja reksa dana pendapatan tetap meskipun bernilai negatif. Menurut Jensen (1968) penyebab tidak lebih baiknya kinerja reksa dana dari pada kinerja pasar karena tidak ada kemampuan yang memadai dari manajer portofolio reksa dana dalam memilih sekuritas yang menguntungkan.

Pengujian hipotesis ketiga dengan *independent sample t-test* dari tahun 2006 sampai 2009, menunjukkan rata-rata *alpha* reksa dana pendapatan tetap

konvensional adalah -0.0907 dan rata-rata *alpha* reksa dana pendapatan tetap syariah adalah -0.0149. Secara absolut jelas bahwa rata-rata *return* dan risiko reksa dana pendapatan tetap konvensional berbeda dengan rata-rata *return* dan risiko reksa dana pendapatan tetap syariah. Untuk melihat apakah perbedaan ini memang nyata secara statistik harus dilihat output dari *independent sample t-test*.

Hasil F hitung *Levene test treynor* indeks sebesar 1.491 dengan (sig) 0.225, dimana > 0.05 berarti H_0 diterima atau memiliki variance yang sama. Dengan demikian analisis uji beda yang digunakan harus menggunakan asumsi *equal variances not assumed*. Nilai t pada *equal variance not assumed* sebesar -0.537 dengan signifikansi (2-tailed) 0.593, dimana > 0.05 . Kesimpulan hipotesis 3 untuk alpha reksa dana pendapatan tetap tidak dapat dikonfirmasi dengan baik, yaitu tidak terdapat perbedaan rata-rata *alpha* reksa dana pendapatan tetap konvensional dan pendapatan tetap syariah.

Reksa dana Campuran

Hasil uji Reksa dana Campuran syariah tahun 2006 dan 2008 memiliki kinerja yang tidak lebih baik dari pada kinerja reksa dana campuran konvensional, yang dilihat dari nilai alpha dari model tersebut yang negatif dan lebih rendah dari alpha reksa dana campuran konvensional, namun reksa dana campuran syariah tahun 2007 dan 2009 memiliki kinerja yang lebih baik dari pada kinerja reksa dana campuran.

Pengujian hipotesis kedua dengan *independent sample t-test* tahun 2006 sampai 2009, menunjukkan rata-rata *alpha* reksa dana campuran konvensional adalah -0.3593 dan rata-rata *alpha* reksa dana campuran syariah -0.0162. Secara absolut jelas bahwa rata-rata *alpha* reksa dana campuran konvensional berbeda dengan rata-rata *alpha* reksa dana campuran syariah. Untuk melihat apakah perbedaan ini memang nyata secara statistik maka harus dilihat output dari *independent sample t-test*.

Nilai F hitung *Levene test treynor* indeks sebesar 5.440 dengan (sig) 0.022, yang < 0.05 . Kesimpulan H_0 ditolak atau memiliki Variance yang berbeda. Dengan demikian analisis uji beda yang digunakan harus menggunakan asumsi *equal variances not assumed*. Nilai t pada *equal variance not assumed* adalah -1.161 dengan signifikansi (2-tailed) 0.252, nilai ini > 0.05 . Jadi dapat disimpulkan bahwa hipotesis 3 untuk alpha reksa dana campuran tidak dapat dikonfirmasi dengan baik, yaitu tidak terdapat perbedaan rata-rata *alpha* reksa dana campuran konvensional dan campuran.

SIMPULAN

Dari pembahasan di atas dapat disimpulkan bahwa hipotesis 1, 2 dan 3 penelitian ini tidak dapat dikonfirmasi dengan baik, yaitu secara statistik tidak terdapat perbedaan kinerja reksa dana syariah dan reksa dana konvensional dilihat dari *return* dan risiko, *Sharpe index*, *Treynor index* dan *Jensen alpha*. Hasil ini sama seperti hasil penelitian Fitria (2002) yang meneliti mengenai perbandingan reksa dana syariah dan reksa dana konvensional dengan menggunakan *Sharpe index* dan *Treynor index*, menunjukkan bahwa *return* dan risiko reksa dana syariah dan reksa dana konvensional memiliki perbedaan yang tidak signifikan.

Berdasarkan analisis kinerja reksa dana selama empat tahun, terlihat bahwa tidak terdapat persistensi kinerja reksa dana. Persistensi artinya jika kinerja suatu reksa dana pada periode lalu bagus maka pada periode ini dan periode mendatang juga bagus, sehingga investor dapat memilih reksa dana mana yang kinerjanya akan bagus pada periode mendatang.

DAFTAR PUSTAKA

- Cahyaningsih, dkk. 2008. Perbandingan Reksa dana Syariah dan Reksa dana Konvensional. *SNA 11*.
- Firmansyah, Cut Nuryanti. 2003. Analisis Perbandingan Kinerja Reksa dana Konvensional Dengan Reksa dana Syariah Dengan Menggunakan Sharpe Index Dan Treynor Index Pada PT. Danareksa Investment Management. *Skripsi* (belum dipublikasikan).
- Ghozali, Imam. 2005. *Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Halim, Abdul. 2005. *Analisis Investasi*. Jakarta: Salemba Emban Patria.
- Jogiyanto. 2007. *Portofolio Analisis Investasi*. Edisi Ketiga. Yogyakarta :Badan Penerbit Universitas Gajah Mada.
- Karim Syah. 2005. *Perlunya Peraturan Perundang–Undangan Mengenai Pasar Modal Berdasarkan Prinsip Syariah*. www.Karimsyah.com, diakses 3 Februari 2010.
- Manurung, Haymans Adler (Editor). 2008. *Reksa dana Investasiku*. Jakarta: Penerbit buku Kompas Media Nusantara.
- Mariani, Ani. 2007. Analisis Perkembangan Kinerja Reksa dana Syariah Dengan Metode Sharpe, Treynor, Dan Jensen Periode Januari 2005 – Desember 2006. *Skripsi* (belum dipublikasikan).
- Nik Maheran Nik Muhammad dan Meliza Mokhtar. 2008. Islamic Equit Mutual Fund Performance in Malaysia: Risk and Return Analysis. *Journal*.
- Pratomo, Eko Priyo dan Ubaidillah. 2009. *Reksa dana Solusi Perencanaan Investasi di Era Modern*. ed revisi ke-2. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.
- Ridho, Ali. 2008. Perbandingan Kinerja Reksa Dana Konvensional dan Syariah dengan Indeks Sharpe, Treynor dan Jensen Periode Tahun 2003-2007. *Tesis*. (belum dipublikasikan).
- Samsul, Mohamad, 2006, *Pasar Modal & Manajemen Portofolio*, Erlangga, Jakarta.
- Siahaan, Hinsa. 2005. Penilaian Kinerja Investasi dengan Menggunakan Sharpe's Performance dan Treynor's Performance Index. (*Jurnal*)
- Suciningtyas, Inayatli Hikmah. 2008. Perbandingan Kinerja Reksa dana Syariah Dengan Reksa dana Konvensional (Studi Danareksa Syariah Berimbang Dan Danareksa Anggrek Pada PT. Danareksa Investment Management Periode 2005 – 2007). *Skripsi* (belum dipublikasikan).

www.bapepam.go.id
www.bi.go.id
www.binus.ac.id
www.google.com
www.infoviesta.com