



KINERJA REKSA DANA SYARIAH DAN KONVENSIONAL: APLIKASI MODEL JENSEN

Syahril Djaddang

Susilawati

Fakultas Ekonomidan Bisnis Universitas Pancasila, Jakarta

e-Mail: syahrildjaddang@rocketmail.com

ABSTRACT

The objective of this research is to evaluate the balanced shariah mutual fund performance compared with the balanced conventional mutual fund performance during the bull market of 2010-2012. Mutual fund performance can be measured by using Jensen Index, Sharpe Index, Treynor Index, MM Index, and TT Index. The information about security selection and market timing ability can be measured by using Henriksson-Merton Model and Treynor-Mazuy Model. The statistic methods used are Mixed Method to test hypothesis are one sample t-test, independent sample t-test, simple regression analysis, and multiple regression analysis. Finally, the results show that the conventional mutual funds have been able to outperform the shariah mutual funds. This underperform of shariah mutual fund performance can be happened because portfolio managers do not have superiority skills in security selection and market timing and also the differences of each mutual fund attributes. Based on the investigation of the data that is ot significant it indicates implication that investors and potential investors have the option to switch between these shariah mutual funds and conventional mutual funds depending on the market conditions and their personal preferences.

Keywords: conventional mutual funds, shariah mutual funds.

ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengevaluasi syariah kinerja reksa dana dibandingkan dengan kinerja reksa dana konvensional yang seimbang dari 2010-2012. Kinerja reksa dana dapat diukur dengan menggunakan *Jensen Index*, *Sharpe Index*, *Treynor Index*, *MM Index*, dan *TT Index*. Informasi tentang pilihan keamanan dan kemampuan market timing dapat diukur dengan menggunakan Henriksson-Merton Model dan Treynor-Mazuy Model. Metode statistik yang digunakan adalah mix model untuk menguji hipotesis adalah salah satu *sample t-test*, *sample t-test independent*, analisis regresi sederhana, dan analisis regresi berganda. Akhirnya, hasil menunjukkan bahwa reksa dana konvensional telah mampu mengungguli syariah reksa dana. underperform ini kinerja reksa dana syariah dapat terjadi karena manajer portofolio tidak memiliki keterampilan keunggulan dalam seleksi keamanan dan timing pasar dan juga perbedaan atribut masing-masing reksa dana. Berdasarkan penyelidikan data yang ot signifikan ini menunjukkan implikasi bahwa investor dan calon investor memiliki pilihan untuk beralih antara reksa dana syariah ini dan reksa dana konvensional tergantung pada kondisi pasar dan preferensi pribadi mereka.

Kata kunci: reksa dana konvensional, reksadana syariah.

Investasi pada instrumen keuangan atau *financial assets* menjadi sebuah cara yang banyak digemari oleh para investor untuk mengembangkan dana yang mereka miliki. Masyarakat yang semakin paham akan pasar keuangan, semakin pandai dalam menilai dan mengendalikan risiko investasi yang mereka lakukan. Semakin modern peradaban ekonomi suatu masyarakat, semakin besar peran pasar modal dibanding peran bank komersial dalam memobilisasi dana ke sektor produktif dan sektor keuangan.

Perkembangan pasar keuangan pada tahun 1992-1998 nilai emisi dan nilai kapitalisasi di pasar modal tumbuh rata-rata 44,99% dan 61,31% per tahun. Padahal pada periode yang sama dana masyarakat, aktiva dan kredit perbankan hanya tumbuh masing-masing sebesar 24,76%, 23,12% dan 22,37% (Achsien, 2003). Fenomena yang demikian inilah yang disebut fenomena disintermediasi pasar keuangan, yaitu bergesernya peran bank komersial ke pasar modal dalam mobilisasi dana ke sektor produktif (Achsien, 2003).

Di Indonesia sedang marak-maraknya membicarakan mengenai salah satu produk investasi pasar modal yang dianggap ideal oleh para investor (domestik) mengingat tingkat keuntungan yang ditawarkan relatif cukup tinggi. Produk investasi tersebut disebut reksadana (*unit trust, mutual fund, atau investment fund*), yang merupakan instrumen baru bagi masyarakat umum Indonesia, dimana sebelumnya hanya akrab dengan produk bank seperti tabungan, deposito, dan giro. Secara sederhana reksadana dapat dikatakan sebagai suatu wadah dari dana masyarakat yang diinvestasikan pada saham, obligasi, deposito berjangka, dan bentuk sekuritas lainnya dalam bentuk yang mempunyai tujuan investasi yang sama, dialokasikan oleh Manajer Investasi sebagai lembaga institusi reksadana dibawah pengawasan Bapepam, dan dananya disimpan pada Bank Kustodian (Suta, 2000).

Bangkitnya ekonomi Islam menjadi fenomena yang menarik dan menggembirakan terutama bagi penduduk Indonesia yang mayoritas beragama Islam, sehingga pengembangan produk pasar modal yang berbasis syariah perlu ditingkatkan. Tahun 1990-an Indonesia baru mengenal kegiatan perbankan syariah. Tujuh tahun kemudian, produk syariah di pasar modal mulai diperkenalkan dengan ditandai munculnya produk reksadana syariah. Menurut Subagia (2003) pesatnya perkembangan reksadana baik konvensional maupun syariah, tidak terlepas dari kehadiran Undang-Undang tentang Pasar Modal Indonesia (No. 8 tahun 1995) berisi 116 pasalnya yang diberlakukan pada awal tahun 1996 dan juga telah diluncurkannya Pasar Modal Syariah tanggal 5 Mei 2000 oleh Bapepam yang bekerja sama dengan Dewan Syariah Nasional (DSN) yang diawasi langsung oleh Dewan Pengawas Syariah (DPS).

Pertumbuhan instrumen reksadana baik konvensional maupun syariah, masalah yang dihadapi oleh para investor maupun investor potensial adalah bagaimana memilih alternatif reksadana yang ada berdasarkan kinerja portofolio. Pertanyaan tentang apakah manajer investasi reksadana dapat memberikan pengembalian (*expected return*) di atas rata-rata *return* pasar adalah isu yang relevan bagi investor maupun investor potensial. Oleh karena itu, pengukuran kinerja reksadana merupakan suatu hal yang sangat penting untuk dilakukan.

Penelitian mengenai kinerja *Islamic* dan *Non-islamic Index* telah dilakukan oleh Achsien (2003), Hussein (2005), serta Hassan dan Girard (2005). Achsien (2003) telah melakukan penelitian mengenai kinerja *syariah fund* di Malaysia, dengan hasil menunjukkan bahwa kinerja *syariah fund* lebih baik daripada kinerja *conventional fund*. Hussein (2005) meneliti *return* yang diperoleh oleh investor yang membeli saham di *FTSE Global Islamic* dan *Dow Jones Islamic Market*, dengan hasil menunjukkan bahwa kinerja indeks Islam lebih baik daripada indeks tandingannya dalam

keseluruhan periode. Hassan dan Girard (2005) menemukan bahwa tidak ada perbedaan hasil antara *Islamic* dan *Non-islamic Index*.

Di Indonesia penelitian mengenai kinerja reksadana telah dilakukan oleh Dennis, Manurung dan Nachrowi (2004) yang menunjukkan bahwa reksa dana pendapatan tetap tidak bisa melebihi kinerja pasarnya. Haruman dan Hasbi (2005) menemukan bahwa reksadana saham syariah berkinerja baik dibandingkan kinerja pasarnya (JII). Hasil penelitian Rachmayanti (2006) menunjukkan bahwa kinerja portofolio saham syariah mengungguli kinerja portofolio saham konvensional.

Penelitian terdahulu telah banyak menguji kinerja indeks syariah dibandingkan dengan indeks konvensional, namun penelitian mengenai analisis perbandingan kinerja reksadana syariah dengan reksa dana konvensional belum secara luas diuji. Penelitian ini untuk memperluas keberadaan hasil riset mengenai analisis kinerja reksa dana yang telah dilakukan peneliti-peneliti sebelumnya.

Dalam penelitian ini, menggunakan periode penelitian tahun 2010-2012 yaitu dalam kondisi pasar modal *bullish*, akan dianalisis apakah hal yang sama juga terjadi di dalam pengukuran kinerja reksa dana campuran syariah dan reksa dana campuran konvensional. Tujuan penelitian ini adalah untuk memberikan bukti empiris bahwa terdapat perbedaan kinerja reksadana syariah dengan kinerja reksadana konvensional.

Pada krisis ekonomi maupun masa kondisi pasar modal *bearish*, penelitian terhadap *Islamic funds* memperlihatkan kinerja yang lebih baik dibandingkan *conventional funds* maupun kinerja pasar, sedangkan *conventional funds* memiliki kinerja yang tidak lebih baik daripada kinerja pasarnya.

Penelitian Jensen (1968) terhadap 115 reksa dana dalam kurun waktu tahun 1945-1964, diperoleh hasil bahwa kinerja reksa dana tidak lebih baik dari kinerja pasar dan faktor kelebihan *return* pasar memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kelebihan *return* portofolio reksa dana. Jensen (1968) menyatakan bahwa penyebab tidak lebih baiknya kinerja reksa dana dari pada kinerja pasar karena tidak adanya kemampuan yang memadai dari manajer portofolio reksa dana dalam memilih sekuritas yang menguntungkan.

Grinblatt dan Titman (1989) menemukan bahwa (1) *abnormal performance* terjadi pada beberapa reksa dana selama periode tahun 1974-1984, (2) reksa dana memiliki kinerja yang lebih baik daripada kinerja pasarnya tetapi nilainya tidak signifikan secara statistik, meskipun setelah mengurangi nilai aktiva bersih reksa dana dengan biaya manajemen dan biaya transaksi, dan (3) reksa dana dengan *abnormal performance* memberikan biaya manajemen yang lebih tinggi. Hal tersebut mengindikasikan bahwa investor tidak dapat mengambil keuntungan dengan berinvestasi pada reksa dana yang mereka miliki dengan hanya mengandalkan kemampuan manajer portofolio.

Gudikunst (1992) meneliti terhadap 25 reksa dana pendapatan tetap periode 1976-1989. Gudikunst (1992) menemukan bahwa kinerja reksa dana menghasilkan *return* yang lebih tinggi daripada kinerja pasarnya dan ada pengaruh positif antara kelebihan *return* pasar terhadap kelebihan *return* portofolio reksa dana.

Abdullah, dkk. (2002) memberikan analisis yang lebih mendalam terhadap industri reksa dana meskipun hanya pada reksa dana Malaysia, dengan menganalisis 67 reksa dana Malaysia, meliputi 14 reksa dana syariah dan 53 reksa dana konvensional, dengan menggunakan berbagai macam pengukuran kinerja seperti *Sharpe Ratio*, *The Modigliani Measure*, dan *The Information Ratio*. Abdullah, dkk., (2002) menyimpulkan bahwa (1) kedua tipe reksa dana tersebut memiliki kinerja di bawah kinerja *Kuala Lumpur Composite Index* (KLCI) sebagai *benchmark*-nya, meskipun secara statistik tidak signifikan, (2) beta atau risiko reksa dana syariah Malaysia lebih rendah pada

periode krisis daripada periode normal, (3) kinerja reksa dana syariah lebih baik daripada konvensional selama *bear market*, dan (4) kinerja reksa dana konvensional lebih baik daripada reksa dana syariah selama periode *bull market*. Abdullah, dkk., (2002) menyatakan bahwa reksa dana syariah lebih baik selama *bear market* daripada *bull market* dan kesimpulan secara keseluruhan adalah reksa dana syariah di Malaysia mengikuti *benchmark*-nya, begitu juga reksa dana konvensional.

Achsien (2003) telah melakukan penelitian tentang kinerja *syariah fund* (reksa dana syariah) dibandingkan dengan *conventional fund* (reksa dana konvensional) di Malaysia, pada periode 2 Januari 1997 sampai 26 Februari 1999. Pengukuran dengan menggunakan *risk-adjusted return* dengan indeks Sharpe, Treynor, dan Jensen menunjukkan bahwa *syariah fund* lebih unggul daripada semua pembandingnya, yaitu sebuah *conventional fund*, *RHB Islamic Index*, dan *KLSE Composite Index*.

Dennis, dkk., (2004) melakukan analisis determinasi kinerja reksa dana pendapatan tetap konvensional dengan menggunakan model alfa Jensen dan model Gudikunst. Penelitiannya terhadap 15 reksa dana pendapatan tetap pada periode bulan Januari 1999 sampai dengan bulan Agustus 2003 menunjukkan bahwa reksa dana pendapatan tetap konvensional tidak bisa melebihi kinerja pasarnya (indeks obligasi), ditunjukkan dengan nilai alfa yang negatif.

Arifin dan Mulyati (2005) melakukan pengujian terhadap persistensi kinerja reksa dana yang tercatat di BEJ pada tahun 2002-2003. Reksa dana yang diteliti berjumlah 104 reksa dana, terdiri dari 46 reksa dana pendapatan tetap, 27 reksa dana campuran, 21 reksa dana saham, dan 10 reksa dana pasar uang. Penelitian Arifin dan Mulyati (2005) memberikan kesimpulan secara umum bahwa tidak terjadi persistensi kinerja reksa dana kecuali reksa dana jenis pasar uang. Beberapa reksa dana ada yang persistensi pada periode-periode tertentu yang pendek seperti satu semester atau satu trisemester. Apabila dilakukan perangkaan berdasarkan persistensinya maka memberikan hasil berikut, reksa dana pasar uang, reksa dana pendapatan tetap, reksa dana campuran, dan reksa dana saham.

Haruman dan Hasbi (2005) melakukan penelitian yang bertujuan untuk mengevaluasi kinerja dan prospek reksa dana syariah selama bulan Januari 2002 sampai dengan bulan Desember 2003. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa umumnya kinerja rata-rata reksa dana saham syariah lebih baik dari tolok ukurnya. Hasil penelitian ini diperkuat lagi dari hasil perhitungan kinerja berdasarkan *Sharpe*, *Treynor*, dan *Jensen measurement*, yang menunjukkan seluruh hasil perhitungan bernilai positif yang artinya bahwa seluruh reksa dana saham syariah berkinerja baik.

Hayat (2006) menggunakan 59 reksa dana syariah selama periode penelitian tahun 2001-2006. Hayat (2006) melakukan penelitian tentang kinerja *Islamic Equity Funds* (IEFs) diperbandingkan dengan indeks pasar baik yang syariah maupun yang konvensional dengan menggunakan *benchmarkDow Jones Islamic Market Index* dan *Kuala Lumpur Syariah Index* untuk *proxy* pasar Islam dan *Dow Jones World Composite Index* dan *Kuala Lumpur Composite Index* untuk *proxy* pasar konvensional dengan berbagai model pengukuran antara lain dengan *average return* dan *Jensen's Alpha*. Hasilnya menunjukkan bahwa, secara keseluruhan total *return* yang diperoleh oleh *benchmark* Islam menempati posisi yang tertinggi bila dibandingkan dengan *benchmark* konvensional dan kategori IEF. Hasil pengukuran dengan *Jensen's Alpha* menunjukkan bahwa secara global dan lokal, investasi IEFs *outperform* daripada *benchmark*-nya.

Rachmayanti (2006) telah melakukan analisis kinerja portofolio saham syariah dan konvensional pada Bursa Efek Indonesia tahun 2001-2002. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa kinerja portofolio saham syariah mengungguli kinerja portofolio saham konvensional tahun

2002 di berbagai kriteria *Sharpe Index*, *Treynor Index*, dan *Jansen Index* dan tahun 2001 kecuali pada *Jansen Index*. Berdasarkan hal tersebut maka diturunkan hipotesis berikut.

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

Treynor-Mazuy (1966) mengembangkan model untuk menguji *market timing ability* dan *security selection ability* yang merupakan ukuran kemampuan dari kegiatan manager investasi dalamantisipasi terhadap perubahan pasar. Hasil penelitian Treynor-Mazuy (1966) mengenai *market timing ability* dan *security selection ability*, menunjukkan bahwa mereka tidak menemukan bukti bahwa manager investasi dari reksa dana yang ditelitinya berhasil mengalahkan kinerja pasar. Model yang dikembangkan Treynor-Mazuy (1966) merupakan pengembangan dari model Jensen yaitu dengan menambahkan faktor kuadrat pada variabel independen premi *return* pasar.

Henriksson dan Merton (1981) mengembangkan model untuk menguji *market timing ability* dan *security selection ability* yang merupakan ukuran kemampuan dari kegiatan manager investasi dalamantisipasi terhadap perubahan pasar. Henriksson dan Merton (1981) di dalam penelitiannya menyatakan bahwa manager portofolio tidak memiliki kemampuan dalam mengelola dan memilih sekuritas yang tepat. Model Henriksson dan Merton (1981) merupakan pengembangan dari model Jensen yaitu dengan menambahkan variabel *dummy* pada variabel independen kelebihan *return* pasar.

Chen, dkk. (1992) menggunakan sampel 83 reksa dana selama periode tahun 1977-1984. Penelitian tersebut memberikan kesimpulan utama bahwa reksa dana tersebut tidak memiliki *market timing ability* dan terdapat *trade off* antara *market timing ability* dan *security selection ability*.

Hayat (2006) melakukan pengujian empiris terhadap *Islamic equity fund return* dengan menggunakan model pengukuran *market timing ability (gamma)* dengan model yang dikembangkan oleh Treynor dan Mazuy (1966). Hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa manager investasi reksa dana syariah di Malaysia memiliki kemampuan relatif lebih baik dalam membeli atau menjual saham pada saat yang tepat (*market timing abilities*), sedangkan manager investasi reksa dana syariah global memiliki kemampuan yang memadai dalam memilih saham yang lebih baik (*stock picking abilities*). Berdasarkan hal tersebut maka diturunkan hipotesis berikut.

- H4 : Terdapat perbedaan kinerja (dilihat dari *market timing* dan *security selection ability*) manager portofolio reksadana syariah dengan reksadana konvensional.

Desain penelitian ini adalah menggunakan *Mixed Method* dengan beberapa langkah, yaitudengan studi komparatif terhadap sampel yang ditentukan peneliti selama bulan Januari 2010 sampai bulan Desember 2012, mengenai perbandingan kinerja reksa dana campuran syariah dan reksa dana campuran konvensional. Langkah pertama yaitu menguji hipotesis pertama, kinerja masing-masing reksadana akan dinilai berdasarkan tingkat *return* dan risikonya kemudian dibandingkan menggunakan uji beda *independent sample t-test*.

Langkah kedua yaitu menguji hipotesis kedua dengan menggunakan pengukuran *Sharpe Index*, *Treynor Index*, *MM Index*, dan *TT Index* untuk mengetahui kinerja reksadana mana yang lebih baik. Langkah ketiga yaitu menguji hipotesis ketiga dengan model alfa Jensen menggunakan regresi

linier sederhana. Langkah keempat yaitu menguji hipotesis keempat dengan menggunakan model pengukuran *security selection ability* dan *market timing ability* yang dikembangkan Treynor-Mazuy, untuk mengetahui kinerja manajer investasi menggunakan regresi linier berganda. Pengujian asumsi normalitas klasik juga dilakukan untuk memenuhi kriteria BLUE.

Metode regresi digunakan untuk mengetahui pola hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. Pada model alfa Jensen dan model pengukuran *security selection ability* serta *market timing ability* untuk pengujian reksa dana, variabel dependen dalam penelitian ini adalah premi *return* reksa dana syariah serta *return* reksadana konvensional, sedangkan variabel independen adalah premi *return* indeks syariah (JII) serta indeks konvensional (LQ45).

Populasi dalam penelitian ini merupakan reksa dana syariah maupun konvensional yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel dalam penelitian ini adalah reksa dana campuran syariah maupun konvensional. Periode penelitian yang digunakan yaitu pada *bull market* dari bulan Januari 2010 sampai Desember 2012. Periode penelitian selama tiga tahun dengan alasan data yang dibutuhkan cukup tersedia serta untuk menyediakan data yang *up to date*. Yuliasuti (2007) menggunakan periode penelitian Januari 2006 sampai Desember 2009 sebagai *bear market period* dan Januari 2010 sampai Desember 2012 sebagai *bull market period*.

Proses pemilihan sampel reksa dana bulan Januari 2010 sampai bulan Desember 2012. Sampel reksa dana syariah untuk tahun 2008 (52 sampel), 2009 (85 sampel), dan 2010 (118 sampel). Sampel reksa dana konvensional untuk tahun 2010 (411 sampel), 2011 (718 sampel), dan 2012 (909 sampel).

Bullish market adalah suatu kondisi pasar dimana (1) kenaikan harga saham menyebabkan indeks menguat berkepanjangan yakni didasarkan pada pengamatan nilai pergerakan IHSG yang mengalami kenaikan pada akhir 2010 hingga menyentuh level 1000 poin dan semakin menguat di tahun 2011 dan 2012 serta (2) transaksi berlangsung semarak dan biasanya disertai dengan besarnya volume saham yang diperdagangkan, yakni didasarkan pada pengamatan nilai kapitalisasi pasar yang mengalami kenaikan nilai dari awal sampai akhir tahun (Suta, 1997).

Bearish market adalah suatu periode dimana (1) harga saham jatuh dalam kurun waktu yang berlarut-larut dan seringkali disebabkan tindakan antisipasi kegiatan perekonomian yang menurun yakni didasarkan pada pengamatan nilai pergerakan IHSG yang mengalami kenaikan pada awal tahun namun menurun pada akhir tahun serta nilai IHSG belum menyentuh level 1000 poin, serta (2) transaksi berlangsung lesu dan biasanya disertai dengan menurunnya volume saham yang diperdagangkan, yakni didasarkan pada pengamatan nilai kapitalisasi pasar yang mengalami penurunan nilai dari awal sampai akhir tahun (Suta, 1997). Kekuatan *bull market* dan *bear market* yang cenderung mempengaruhi semua surat berharga yang diperdagangkan di pasar secara sistematis dapat menyebabkan munculnya risiko pasar yang tidak dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi.

Sumber data dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data Nilai Aktiva Bersih setiap reksa dana diperoleh dari harian umum Bisnis Indonesia serta data bulanan tingkat suku bunga SBI dan SWBI diperoleh dari *website* BI. Data indeks pasar syariah (JII) serta indeks pasar konvensional (LQ45) diperoleh dari *website* JIX.

Tingkat Return Reksa Dana Syariah dan Konvensional

Tingkat pengembalian (*return*) reksa dana syariah dan konvensional yang diteliti dengan rentang waktu penelitian sejak bulan Januari 2010 sampai Desember 2012. *Return* bulanan indeks

syariah (JII), indeks konvensional (LQ45), serta *return risk free rate* (SBI dan SWBI) menggunakan formulasi yang sama (Hartono, 2003):

$$R_i = \frac{NAB_t - NAB_{t-1}}{NAB_{t-1}} \quad R_i \text{ bulanan} = \sum R_i \text{ harian}$$

dimana:

- R_i = *actual return* dari reksa dana i
 NAB_t = nilai aktiva bersih reksa dana pada hari ke t
 NAB_{t-1} = nilai aktiva bersih reksa dana pada hari 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: 131).

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

dimana:

- σ^2 = *variance*
 σ = *standard deviation*
 $n-1$ = jumlah hari dikurangi satu

Kinerja Reksa Dana Syariah dan Konvensional

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

Model ini dibuat oleh Jensen (1968) yang didasarkan pada *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Dalam model ini yang dipertimbangkan relevan sebagai *basic risk-adjusted* adalah risiko sistematis, dengan memodifikasi untuk merefleksikan superioritas atau inferioritas. *Jensen's Alpha* dirumuskan menggunakan regresi linier sederhana sebagai berikut (Jensen, 1968):

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

dimana:

- R_{pt} = *return* portofolio (atau reksa dana) p pada waktu t
 R_{ft} = *return risk free rate* pada waktu t
 α_p = *Jensen's Alpha*
 β_p = risiko sistematis dari portofolio p
 R_{mt} = *return* pasar portofolio pada waktu t
 μ_t = *the error term* pada waktu t

b. Sharpe Index (Si)

Sharpe index merupakan ukuran kinerja portofolio yang dikembangkan oleh William Sharpe (1966). Pengukuran dengan metode Sharpe didasarkan atas risiko premium yaitu perbedaan (selisih) antara laba rata-rata investasi sekuritas dengan sekuritas bebas risiko (SBI dan SWBI) (Achsien, 2003).

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

dimana:

$$\begin{aligned} S_i &= \text{Sharpe index reksa dana } i \text{ pada waktu } t \\ \sigma_i &= \text{standar deviasi reksa dana } i \text{ pada waktu } t \end{aligned}$$

c. *Treynor Index (Ti)*

Treynor index merupakan ukuran kinerja portofolio yang dikembangkan oleh Jack Treynor (1965). Pengukuran Treynor pada dasarnya tidak berbeda dengan pengukuran Sharpe, hanya saja yang bertindak sebagai pembaginya adalah beta (β) yang merupakan risiko sistematis atau risiko pasar, dalam hal ini JII (Achsien, 2003).

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

dimana:

$$\begin{aligned} T &= \text{Treynor index reksa dana } i \text{ pada waktu } t \\ \beta_i &= \text{beta reksa dana } i \text{ pada waktu } t \end{aligned}$$

d. *The Modigliani and Modigliani Index (MM)*

Pengukuran MM dikembangkan oleh *Modigliani and Modigliani* tahun 1997, merupakan pengembangan S_i yang sering digunakan karena MM lebih mudah dipahami dari pada S_i . Pengukuran ini sangat menarik karena MM mengevaluasi kinerja dari suatu reksa dana relatif terhadap kinerja pasar dari pada pengukuran S_i (Hayat, 2006).

$$MM = (S_i - S_m) \sigma_m$$

S_m (indeks Sharpe pasar) secara matematis dijelaskan sebagai berikut:

$$S_m = \frac{(R_m - R_f)}{\sigma_m}$$

e. *The Treynor and Treynor Index (TT)*

Seperti MM, TT juga merupakan pengembangan kinerja lainnya (T_i) untuk membuatnya menjadi lebih mudah dipahami (Hayat, 2006).

$$TT = T_i (R_m - R_f)$$

Model Pengukuran Security Selection Ability dan Market Timing Ability

Metode yang digunakan untuk mengukur kinerja manajer investasi yaitu model pengukuran *market timing ability* (γ_p) yang dikembangkan oleh Treynor dan Mazuy (1966). Model dirumuskan menggunakan regresi linier berganda:

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{mt} - R_{ft}) + \gamma_p (R_{mt} - R_{ft})^2 + \mu_t$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengujian normalitas data sampel dalam penelitian ini menggunakan *one-sample Kolmogorov-Smirnov* dengan tingkat signifikansi 5%. Metode analisis data yang digunakan untuk melakukan pengujian hipotesis penelitian ini adalah *parametric t statistic (independent sample t-test)* karena sampelnya terdistribusi normal (lihat Tabel 1 dan Tabel 2).

Tabel 1. *Kolmogorov-Smirnov Test Return dan Risiko Reksa Dana Konvensional.*

BULAN	RETURN REKSA DANA KONVENSIONAL						RISIKO REKSA DANA KONVENSIONAL					
	2010		2011		2012		2010		2010		2012	
	K-S Z	Sig 0,05	K-S Z	Sig 0,05	K-S Z	Sig 0,05	K-S Z	Sig 0,05	K-S Z	Sig 0,05	K-S Z	Sig 0,05
Januari	0,691	0,726	0,911	0,378	0,840	0,481	0,638	0,810	0,961	0,371	0,403	0,997
Februari	0,734	0,654	0,606	0,856	1,497	0,023	0,930	0,352	0,844	0,475	0,615	0,844
Maret	1,091	0,185	1,339	0,055	0,847	0,469	0,829	0,498	1,177	0,125	1,411	0,057
April	0,841	0,478	1,162	0,134	0,787	0,566	0,997	0,274	0,561	0,911	1,303	0,067
Mei	0,789	0,561	0,911	0,377	0,735	0,652	1,164	0,133	0,900	0,393	1,466	0,057
Juni	0,942	0,338	1,197	0,114	1,178	0,125	1,149	0,143	1,218	0,103	0,996	0,274
Juli	1,156	0,138	0,434	0,992	1,214	0,105	1,213	0,106	0,727	0,666	1,092	0,184
Agustus	1,149	0,142	1,278	0,076	0,731	0,659	0,624	0,831	1,239	0,093	0,645	0,800
September	0,743	0,639	1,358	0,050	1,087	0,188	0,775	0,586	1,070	0,202	1,139	0,149
Oktober	1,258	0,084	0,904	0,387	1,316	0,062	1,338	0,056	1,127	0,157	0,956	0,320
November	0,834	0,489	0,908	0,382	0,543	0,930	0,834	0,490	1,059	0,212	0,879	0,422
Desember	1,165	0,133	0,821	0,511	0,808	0,531	1,128	0,157	0,422	0,994	0,750	0,626

sumber: Data sekunder yang diolah

Tabel 2. *Kolmogorov-Smirnov Test Return dan Risiko Reksa Dana Syariah.*

BULAN	RETURN REKSA DANA SYARIAH						RISIKO REKSA DANA SYARIAH					
	2010		2011		2012		2010		2011		2012	
	K-S Z	Sig 0,05	K-S Z	Sig 0,05	K-S Z	Sig 0,05	K-S Z	Sig 0,05	K-S Z	Sig 0,05	K-S Z	Sig 0,05
Januari	0,638	0,810	0,694	0,721	0,986	0,285	0,733	0,656	0,695	0,720	0,805	0,536
Februari	0,630	0,822	0,650	0,792	1,057	0,214	0,438	0,991	0,647	0,797	0,900	0,393
Maret	0,590	0,877	0,909	0,380	0,754	0,620	0,567	0,904	0,549	0,923	0,483	0,974
April	0,722	0,674	0,667	0,765	1,035	0,235	0,761	0,609	0,694	0,722	0,742	0,672
Mei	0,562	0,910	0,494	0,968	0,998	0,272	0,761	0,608	0,492	0,969	0,545	0,928
Juni	0,766	0,600	0,963	0,311	0,950	0,327	0,767	0,599	0,980	0,292	0,545	0,928
Juli	0,426	0,993	0,743	0,639	0,727	0,666	0,417	0,995	0,741	0,642	1,095	0,181
Agustus	0,613	0,847	0,721	0,676	1,123	0,160	0,553	0,920	0,807	0,533	0,867	0,440
September	0,734	0,654	0,572	0,900	0,540	0,933	0,579	0,890	0,705	0,702	0,565	0,907
Oktober	0,872	0,433	1,218	0,103	1,257	0,085	0,452	0,987	1,233	0,095	0,753	0,623
November	0,262	0,083	1,219	0,102	0,860	0,450	0,688	0,731	1,255	0,085	0,763	0,606
Desember	0,926	0,358	0,419	0,995	0,625	0,830	0,547	0,926	0,962	0,313	0,501	0,964

sumber: Data sekunder yang diolah

Pengujian Hipotesis Pertama

Berdasarkan statistik deskriptif pada tahun 2010, semua *return* reksa dana syariah di bawah *return* reksa dana konvensional, kecuali untuk bulan Maret, Mei dan Juni dapat diketahui bahwa *return* reksa dana syariah di atas *return* reksa dana konvensional. *Return* reksa dana syariah sama dengan *return* reksa dana konvensional pada bulan Agustus. Pada tahun 2010, semua risiko reksa dana syariah di bawah reksa dana konvensional (lihat Tabel 3).

Pada tahun 2011, semua *return* reksa dana syariah di bawah *return* reksa dana konvensional, kecuali untuk bulan Januari, Maret, April, Agustus dan Oktober dapat diketahui bahwa *return* reksa dana syariah di atas *return* reksa dana konvensional. Pada tahun 2011, semua risiko reksa dana syariah di bawah reksa dana konvensional, kecuali untuk bulan Januari, Oktober dan

November dapat diketahui bahwa risiko reksa dana syariah di atas risiko reksa dana konvensional. Risiko reksa dana syariah sama dengan risiko reksa dana konvensional pada bulan September (lihat Tabel 3).

Tabel 3. Statistik Deskriptif *Return* RD Syariah dan Konvensional *Independent Sample t-Test* *Return* RDS dan RDK.

DESCRIPTIVE STATISTICS-RETURN REKSA DANA SYARIAH dan KONVENSIONAL										
BULAN	DATA	2010			2011			2012		
		N	MEAN	SD	N	MEAN	SD	N	MEAN	SD
Januari	RDS	3	0,026	0,028	6	0,037	0,032	9	0,038	0,029
	RDK	27	0,047	0,036	45	0,026	0,022	71	0,038	0,026
Februari	RDS	3	0,002	0,009	6	0,009	0,002	9	0,015	0,025
	RDK	31	0,010	0,000	48	0,010	0,012	71	0,010	0,019
Maret	RDS	3	0,004	0,012	6	0,005	0,010	9	0,029	0,020
	RDK	32	-0,004	0,042	54	-0,003	0,033	72	0,038	0,023
April	RDS	4	0,002	0,019	6	0,005	0,008	9	0,049	0,034
	RDK	32	0,003	0,016	55	-0,014	0,026	74	0,042	0,119
Mei	RDS	4	-0,004	0,016	6	0,012	0,004	9	-0,021	0,032
	RDK	32	-0,020	0,028	56	0,032	0,022	76	-0,038	0,033
Juni	RDS	4	0,011	0,002	7	0,013	0,011	9	0,005	0,006
	RDK	34	0,006	0,009	59	0,019	0,016	76	-0,004	0,015
Juli	RDS	4	0,009	0,001	7	0,016	0,012	9	-0,092	0,331
	RDK	34	0,024	0,021	61	0,022	0,029	77	0,031	0,047
Agustus	RDS	5	0,005	0,004	8	-0,012	0,027	9	0,028	0,021
	RDK	35	0,005	0,013	64	-0,067	0,071	76	0,033	0,021
September	RDS	5	0,013	0,006	8	-0,037	0,045	11	0,017	0,015
	RDK	36	0,034	0,026	67	-0,027	0,045	77	0,033	0,023
Oktober	RDS	5	0,018	0,010	8	0,025	0,061	11	0,034	0,077
	RDK	38	0,026	0,022	69	0,00002	0,025	78	0,039	0,093
November	RDS	6	0,033	0,030	8	-0,011	0,050	11	0,016	0,015
	RDK	38	0,058	0,037	69	0,011	0,017	79	0,025	0,024
Desember	RDS	6	0,016	0,011	9	0,016	0,007	13	0,024	0,015
	RDK	44	0,020	0,021	71	0,026	0,021	82	0,034	0,018
TOTAL	RDS	52	0,013	0,017	85	0,002	0,034	118	0,013	0,098
	RDK	411	0,021	0,033	718	0,001	0,042	909	0,023	0,054

Pada tahun 2012, semua *return* reksa dana syariah di bawah *return* reksa dana konvensional, kecuali untuk bulan Februari, April, Mei dan Juni dapat diketahui bahwa *return* reksa dana syariah di atas *return* reksa dana konvensional. *Return* reksa dana syariah sama dengan *return* reksa dana konvensional pada bulan Januari. Pada tahun 2012, semua risiko reksa dana syariah di bawah reksa dana konvensional, kecuali untuk bulan Januari, Februari dan Juli dapat diketahui bahwa risiko reksa dana syariah di atas risiko reksa dana konvensional. Risiko reksa dana syariah sama dengan risiko reksa dana konvensional pada bulan Agustus (lihat Tabel 3).

Pengujian hipotesis pertama dilakukan dengan menggunakan uji beda *independent sample t-test* dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$ untuk dua sampel independen dan untuk menentukan apakah suatu nilai tertentu (*return* reksa dana syariah) berbeda secara nyata ataukah tidak dengan suatu nilai tertentu (*return* reksa dana konvensional) (Santoso, 2001). Pengujian hipotesis pertama dengan *independent sample t-test* pada tahun 2010 dan 2011, menunjukkan hasil bahwa semua nilai probabilitas $< 0,05$, maka H_0 ditolak atau varians *return* reksa dana syariah dengan *return* reksa dana konvensional adalah tidak identik atau tidak sama, kecuali tahun 2012 (lihat Tabel 4).

Tabel 4. Independent Sample *t-Test Return* RDS dan RDK.

Independent Sample <i>t-Test</i> Sig 0,05 Return Reksa Dana Syariah dengan Konvensional						
BULAN	2010		2011		2012	
	t	Sig.	t	Sig.	t	Sig.
Januari	0,982	0,334	-0,141	0,889	-0,534	0,595
Februari	0,938	0,355	0,186	0,853	-0,718	0,475
Maret	-0,311	0,758	-0,597	0,553	-1,043	0,300
April	1,591	0,121	-1,716	0,091	-0,171	0,864
Mei	-1,074	0,290	2,089	0,041	-1,450	0,151
Juni	-1,009	0,319	0,942	0,350	-1,944	0,055
Juli	1,438	0,159	0,477	0,635	3,145	0,002
Agustus	-0,134	0,894	-2,173	0,033	0,704	0,483
September	1,854	0,071	0,578	0,565	2,214	0,029
Oktober	0,838	0,407	-2,275	0,026	0,173	0,863
November	1,519	0,136	2,742	0,008	1,319	0,191
Desember	0,382	0,704	1,472	0,145	1,851	0,067
TOTAL	1,552	0,121	-0,447	0,655	2,178	0,030

Sumber : Data sekunder yang diolah

Berdasarkan pada tahun 2010, semua nilai probabilitas $> 0,05$, maka H_0 diterima, atau varians *return* dan risiko reksa dana syariah dan reksa dana konvensional adalah identik atau sama, kecuali untuk bulan Juli, September dan Oktober memiliki nilai probabilitas $< 0,05$ maka H_0 ditolak, atau varians *return* dan risiko reksa dana syariah dan reksa dana konvensional adalah tidak identik atau tidak sama. Berdasarkan pada tahun 2011, semua nilai probabilitas $> 0,05$, maka H_0 diterima, atau kedua varians *return* dan risiko reksa dana syariah dan reksa dana konvensional adalah identik atau sama, kecuali untuk bulan Februari, Mei, Oktober, November dan Desember memiliki nilai probabilitas $< 0,05$ maka H_0 ditolak, atau kedua varians *return* dan risiko reksa dana syariah dan reksa dana konvensional adalah tidak identik atau tidak sama. Berdasarkan pada tahun 2012, semua nilai probabilitas $> 0,05$, maka H_0 diterima, atau kedua varians *return* dan risiko reksa dana syariah dan reksa dana konvensional adalah identik atau sama, kecuali untuk bulan Juli memiliki nilai probabilitas $< 0,05$ maka H_0 ditolak, atau kedua varians *return* dan risiko reksa dana syariah dan reksa dana konvensional adalah tidak identik atau tidak sama (lihat Tabel 4).

Pengujian hipotesis pertama dilakukan dengan menggunakan uji beda *independent sample t-test* dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$ untuk dua sampel independen dan untuk menentukan apakah suatu nilai tertentu (risiko reksa dana syariah) berbeda secara nyata ataukah

tidak dengan suatu nilai tertentu (risiko reksa dana konvensional) (Santoso, 2001). Pengujian hipotesis pertama dengan *independent sample t-test* pada tahun 2010 menunjukkan hasil bahwa nilai probabilitas < 0,05, maka H_0 ditolak atau varians risiko reksa dana syariah dan risiko reksa dana konvensional adalah tidak identik atau tidak sama, namun pada tahun 2011 dan 2012 menunjukkan hasil yang berkebalikan (lihat Tabel 5).

Tabel 5. *Independent Sample t-Test* Risiko Reksa Dana Syariah dengan Konvensional.

<i>Independent Sample t-Test</i> Sig 0,05 – Risiko Reksa Dana Syariah dengan Konvensional						
BULAN	2010		2011		2012	
	T	Sig.	t	Sig.	t	Sig.
Januari	-1,021	0,316	-1,077	0,287	0,526	0,601
Februari	-0,926	0,362	-0,757	0,452	1,796	0,076
Maret	-0,684	0,498	-0,372	0,711	-0,822	0,413
April	-1,750	0,089	-1,222	0,227	-0,511	0,610
Mei	-1,035	0,308	-2,175	0,034	-1,629	0,107
Juni	0,653	0,518	-0,949	0,349	-1,134	0,260
Juli	-1,504	0,141	-0,699	0,487	2,424	0,018
Agustus	-1,048	0,301	-1,832	0,071	-0,764	0,447
September	-1,898	0,065	0,467	0,642	-2,195	0,031
Oktober	-0,911	0,368	1,756	0,083	-0,376	0,708
November	-1,512	0,138	1,050	0,297	-1,909	0,060
Desember	-0,492	0,625	-1,776	0,080	-1,382	0,170
TOTAL	-2,822	0,005	-1,798	0,073	-0,039	0,969

sumber: Data sekunder yang diolah

Pada periode *bullish* yaitu tahun 2010, *return* reksa dana konvensional di atas *return* reksa dana syariah namun perbedaan tersebut tidak bernilai signifikan. Pada tahun 2011 *return* reksa dana syariah di atas *return* reksa dana konvensional namun perbedaan tersebut tidak bernilai signifikan. Pada tahun 2012, *return* reksa dana konvensional di atas *return* reksa dana syariah dan perbedaan tersebut bernilai signifikan. Pada tahun 2010 dan 2011, risiko reksa dana syariah di bawah reksa dana konvensional dan perbedaan tersebut bernilai signifikan.

Pada tahun 2012 risiko reksa dana syariah di atas reksa dana konvensional namun perbedaan tersebut tidak bernilai signifikan. Kesimpulan terhadap pengujian hipotesis pertama menyatakan bahwa berinvestasi pada reksa dana konvensional lebih menguntungkan daripada berinvestasi pada reksa dana syariah, namun reksa dana konvensional lebih berisiko daripada reksa dana syariah, dengan asumsi variabel lain konstan. Pada tahun 2011, saat terjadi peristiwa *redemption*, reksa dana syariah lebih aman daripada reksa dana konvensional. *Redemption* juga terdapat pada reksa dana syariah, tetapi ada ketentuan mengikat investor yaitu apabila investor ingin mencairkan dananya dengan cara menjual reksa dana syariah tersebut terlebih dahulu.

Pengujian Hipotesis Kedua

Pengujian hipotesis kedua ini adalah perbandingan kinerja *return* reksa dana syariah dengan reksa dana konvensional menggunakan indeks Jensen, indeks Sharpe, indeks Treynor, indeks MM, dan indeks TT. Pada tahun 2010, kinerja reksa dana konvensional mengungguli kinerja reksa dana syariah, tetapi reksa dana konvensional memiliki risiko yang lebih besar daripada reksa dana syariah.

Apabila dilihat dari indeks Jensen, nilai negatif pada reksa dana syariah menunjukkan bahwa kinerjanya di bawah kinerja pasarnya yaitu indeks syariah JII. Apabila dilihat dari indeks Jensen, nilai positif pada reksa dana konvensional menunjukkan bahwa kinerjanya di atas kinerja pasarnya yaitu indeks konvensional LQ45. Berdasarkan angka indeks Jensen, indeks Sharpe, indeks Treynor, dan indeks TT, kinerja reksa dana konvensional lebih baik daripada kinerja reksa dana syariah. Berdasarkan angka indeks MM, kinerja reksa dana syariah lebih baik daripada kinerja reksa dana konvensional. Berdasarkan pengujian tahun 2010, dapat disimpulkan bahwa reksa dana konvensional memiliki kinerja yang lebih baik daripada kinerja reksa dana syariah hampir diseluruh kriteria kecuali indeks MM (lihat Tabel 6).

Tabel 6. Perbandingan Kinerja *Return* Reksa Dana Syariah dengan Reksa Dana Konvensional.

TERM	TAHUN 2010		TAHUN 2011		TAHUN 2012	
	RD		RD		RD	
	RD SYARIAH	KONVENSIONAL	RD SYARIAH	KONVENSIONAL	RD SYARIAH	KONVENSIONAL
Mean Return	0,01330	0,02060	0,00202	0,00076	0,14200	0,28100
SD	0,01670	0,03327	0,03431	0,04222	0,62000	0,46100
SWBI/SBI	0,03786	0,07445	0,04354	0,09183	0,05767	0,11830
Ji	-38,31473	-97,04856	-5,37298	-28,55299	2749,97990	-6554,20654
Si	10348,73160	13409,99994	-1553,06880	-51502,31455	3308,90748	12155,23665
Ti	-20,77544	19,58386	18,77300	-167,11399	-86,13776	0,00000
MM	31,21287	26,74967	11,68670	-461,61479	-8,33653	76,45667
TT	-19,43750	2,46531	19,46218	-140,51032	-81,16888	143,64729

Sumber: Data keuangan BEJ, BI, dan data yang diolah

Pada tahun 2011, kinerja reksa dana syariah mengungguli kinerja reksa dana konvensional, sedangkan reksa dana konvensional memiliki risiko yang lebih besar daripada reksa dana syariah. Apabila dilihat dari indeks Jensen, nilai negatif pada kedua reksa dana tersebut menunjukkan bahwa kinerjanya di bawah kinerja indeks pasarnya. Berdasarkan pengujian tahun 2011, dapat disimpulkan bahwa reksa dana syariah memiliki kinerja yang lebih baik daripada kinerja reksa dana konvensional diseluruh kriteria indeks (lihat Tabel 6).

Pada tahun 2012, kinerja reksa dana konvensional mengungguli kinerja reksa dana syariah, tetapi reksa dana syariah memiliki risiko yang lebih besar daripada reksa dana konvensional. Apabila dilihat dari indeks Jensen, nilai negatif pada reksa dana syariah menunjukkan bahwa kinerjanya di bawah kinerja pasarnya yaitu indeks syariah JII. Apabila dilihat dari indeks Jensen, nilai positif pada reksa dana konvensional menunjukkan bahwa kinerjanya di atas kinerja pasarnya yaitu indeks konvensional LQ45. Berdasarkan pengujian tahun 2012, dapat disimpulkan bahwa reksa dana konvensional memiliki kinerja yang lebih baik daripada kinerja reksa dana syariah diseluruh kriteria indeks.

Analisis kinerja reksa dana selama tiga 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. Ketiadaan persistensi dapat diinterpretasikan bahwa tidak ada perusahaan reksa dana yang memiliki informasi lebih dibandingkan dengan perusahaan reksa dana yang lain sehingga sebuah reksa dana tidak dapat selalu unggul dibandingkan dengan reksa dana yang lain (Arifin dan Mulyati, 2005).

Pola kinerja yang negatif dapat diinterpretasikan bahwa kinerja reksa dana banyak dipengaruhi oleh pola teknikal (aksi ambil untung) pergerakan harga saham dimana saham yang harganya terlalu tinggi akan cenderung menurun harganya dan saham yang harganya terlalu rendah akan cenderung naik harganya (Arifin dan Mulyati, 2005). Aksi ambil untung dari para pelaku pasar modal terjadi pada periode mingguan dan bulanan, sedangkan pada periode harian tidak terjadi (Arifin dan Mulyati, 2005).

Pengujian Hipotesis Ketiga *Jensen Index (Ji) atau Jensen's Alpha*

Berdasarkan hasil regresi model ini menunjukkan bahwa reksa dana syariah tahun 2010 dan 2012 memiliki kinerja yang tidak lebih baik dari pada kinerja reksa dana konvensional yang dapat dilihat dari nilai alfa dari model tersebut yang negatif, namun reksa dana syariah tahun 2011 memiliki kinerja yang lebih baik dari pada kinerja reksa dana konvensional meskipun nilai alfa dari model tersebut negatif. Variabel kelebihan *return* pasar secara konsisten mempengaruhi kelebihan *return* portofolio secara signifikan positif. Variabel kelebihan *return* indeks syariah JII memberikan kontribusi peningkatan kelebihan *return* portofolio dengan nilai 48180,6, 6616,8 dan 48594,8 basis poin per tahun untuk setiap 100 basis poin peningkatan kelebihan *return* indeks syariah JII dengan asumsi hal lain konstan (lihat Tabel 7). Variabel kelebihan *return* indeks konvensional LQ45 memberikan kontribusi peningkatan kelebihan *return* portofolio dengan nilai 43,4, 70,5, dan 51,3 basis poin per tahun untuk setiap 100 basis poin peningkatan kelebihan *return* indeks konvensional LQ45 dengan asumsi hal lain konstan (lihat Tabel 7).

Tabel 7. Hasil Regresi Model Jensen Reksa Dana Syariah dan Konvensional

Dependent Variable		Independent Var - RD SYARIAH					Independent Var-RD KONVENSIONAL				
		Rpt-Rft	Alfa	Rmt-Rft	F	K-S	D.Var	Alfa	Rmt-Rft	F	K-S
Predictive Sign	K-S	+	+			K-S	+	+			
2010	Coeff.	0,821	-0,081	1,012	481,806	1,023	0,649	0,311	0,434	37,646	0,418
	Sig.	0,510	0,249	0,000	0,000	0,246	0,793	0,102	0,000	0,000	0,995
2011	Coeff.	0,511	-0,106	0,861	66,168	0,505	0,891	-1,343	0,705	75,018	0,845
	Sig.	0,956	0,335	0,000	0,000	0,961	0,405	0,014	0,000	0,000	0,505
2012	Coeff.	0,695	-0,269	0,974	485,948	0,675	0,701	1,192	0,513	29,668	0,761
	Sig.	0,719	0,974	0,000	0,000	0,752	0,710	0,071	0,000	0,000	0,609

sumber: Data sekunder yang diolah

Berdasarkan pengujian normalitas data menunjukkan bahwa semua data telah terdistribusi normal. Nilai probabilitas $F < 0,05$, maka model regresi dapat dipakai untuk memprediksi suatu kinerja. Berdasarkan model Jensen, dapat disimpulkan bahwa pada tahun 2010 dan 2012 kinerja reksa dana konvensional lebih baik daripada kinerja reksa dana syariah. Pada tahun 2011 kinerja reksa dana syariah lebih baik daripada kinerja reksa dana konvensional, dengan asumsi variabel lain konstan. Penurunan tersebut mungkin dapat terjadi karena adanya *redemption* reksa dana konvensional secara besar-besaran, atau pencairan reksa dana dalam jumlah besar lebih awal dari tanggal jatuh tempo, pada tahun 2011.

Berdasarkan pengujian regresi, untuk tahun 2010 angka R sebesar 0,990 menunjukkan bahwa korelasi atau hubungan antara variabel dependen dengan dua variabel independennya adalah kuat karena nilai R di atas 0,5, begitu juga untuk angka-angka R yang lain. Angka R^2 sebesar

0,980 yang berarti 98% dari variabel dependen dapat dijelaskan oleh variasi kedua variabel independen, begitu juga untuk angka-angka R^2 yang lain.

Tabel 8. Hasil Pengujian Asumsi Klasik Model Jensen Reksa Dana Syariah dan Konvensional

TAHUN	MODEL JENSEN - REKSA DANA SYARIAH							REKSA DANA KONVENSIONAL						
	R	R^2	SEE	DW	T	VIF	H	R	R^2	SEE	DW	T	VIF	H
2010	0,990	0,980	0,229	2,010	1,000	1,000	B	0,889	0,790	0,459	1,956	1,000	1,000	B
2011	0,932	0,869	0,361	2,521	1,000	1,000	B	0,939	0,882	1,441	1,697	1,000	1,000	B
2012	0,990	0,980	0,458	2,425	1,000	1,000	B	0,865	0,748	1,446	1,764	1,000	1,000	B

sumber: data sekunder yang diolah

Nilai SEE (*Standard Error of Estimate*) lebih besar daripada nilai SD (Standar Deviasi), maka model regresi lebih bagus dalam bertindak sebagai rata-rata kinerja. Apabila nilai SEE (*Standard Error of Estimate*) pada tabel, lebih kecil daripada nilai SD (Standar Deviasi), maka model regresi lebih bagus dalam bertindak sebagai prediktor kinerja. Uji asumsi normalitas klasik yang harus memenuhi asumsi BLUE terhadap model ini untuk seluruh periode telah dilakukan dan tidak ditemukan masalah yang berkaitan dengan multikolinieritas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi (lihat Tabel 8).

Pengujian Hipotesis Keempat [*Security Selection and Market Timing Ability*]

Berdasarkan hasil regresi model Treynor dan Mazuy pada reksa dana syariah tahun 2010, 2011, dan 2012 menunjukkan bahwa alfa bernilai negatif yang berarti tidak dimilikinya *security selection ability* dari manajer portofolionya. Koefisien regresi untuk variabel *gamma* pada tahun 2010 dan 2012 di atas bernilai positif menunjukkan bahwa semua reksa dana (walaupun tidak signifikan) memiliki *market timing ability*. Nilai koefisien ini adalah 0,076 dan 0,214 yang berarti *market timing ability* memberikan kontribusi kenaikan *return* portofolio sebesar 7,6 dan 21,4 basis poin, dengan asumsi variabel lain konstan. Koefisien regresi untuk variabel *gamma* pada tahun 2011 di atas bernilai negatif menunjukkan bahwa reksa dana (walaupun tidak signifikan) memiliki *market timing ability*. Nilai koefisien ini adalah -0,039 yang berarti *market timing ability* memberikan kontribusi penurunan *return* portofolio sebesar 3,9 basis poin, dengan asumsi variabel lain konstan (lihat Tabel 9).

Berdasarkan hasil regresi model Treynor dan Mazuy pada reksa dana konvensional tahun 2010 dan 2012 menunjukkan bahwa alfa bernilai positif yang berarti dimilikinya *security selection ability* dari manajer portofolionya sedangkan pada tahun 2011 menunjukkan bahwa alfa bernilai negatif yang menunjukkan tidak dimilikinya *security selection ability* dari manajer portofolionya. Koefisien regresi untuk variabel *gamma* pada tahun 2010 dan 2012 di atas bernilai positif menunjukkan bahwa indeks (walaupun tidak signifikan) memiliki *market timing ability*. Nilai koefisien ini adalah 0,857, dan 0,448 yang berarti *market timing ability* memberikan kontribusi kenaikan *return* portofolio sebesar 85,7 dan 44,8 basis poin per tahun, dengan asumsi variabel lain konstan. Koefisien regresi untuk variabel *gamma* pada tahun 2012 di atas bernilai negatif menunjukkan bahwa indeks (walaupun tidak signifikan) tidak memiliki *market timing ability*. Nilai koefisien ini adalah -0,665 yang berarti *market timing ability* memberikan kontribusi penurunan *return* portofolio sebesar -66,5 basis poin per tahun, dengan asumsi variabel lain konstan (lihat Tabel 9).

Tabel 9. Hasil Regresi Model Treynor-MazuyReksa Dana Syariah dan Konvensional.

Dependent Var.		Independent Variable-RD SYARIAH					Independent Variable-RD KONVENSIONAL				
Rpt-Rft		Alfa	Rmt-Rft	Rmt - Rft) ²	F	K-S	Alfa	Rmt-Rft	Rmt - Rft) ²	F	K-S
Predictive Sign		+	+	+			+	+	+		
2010	Coeff.	-0,114	1,044	0,076	224,313	0,996	0,298	0,351	0,857	18,804	0,874
	Sig.	0,241	0,000	0,594	0,000	0,274	0,123	0,016	0,400	0,001	0,430
2011	Coeff.	-0,099	0,859	-0,039	29,790	1,098	-1,387	0,783	0,448	34,544	1,334
	Sig.	0,505	0,000	0,952	0,000	0,179	0,019	0,004	0,677	0,000	0,057
2012	Coeff.	-0,087	0,997	0,214	300,696	0,482	1,370	0,551	-0,665	13,603	0,474
	Sig.	0,591	0,000	0,102	0,000	0,974	0,119	0,004	0,730	0,002	0,978

sumber: data sekunder yang diolah

Berdasarkan pengujian normalitas bahwa semua data telah terdistribusi normal. Nilai probabilitas $F < 0,05$, maka model regresi dapat dipakai untuk memprediksi suatu kinerja. Pengujian regresi untuk tahun 2010 angka R sebesar 0,990 menunjukkan bahwa korelasi atau hubungan antara variabel dependen dengan dua variabel independennya adalah kuat karena nilai R di atas 0,5, begitu juga untuk angka-angka R yang lain. Angka R^2 sebesar 0,980 yang berarti 98% dari variabel dependen dapat dijelaskan oleh variasi kedua variabel independen, begitu juga untuk angka-angka R^2 yang lain. Nilai SEE (*Standard Error of Estimate*) lebih besar daripada nilai SD (Standar Deviasi), maka model regresi lebih bagus dalam bertindak sebagai rata-rata kinerja. Apabila nilai SEE (*Standard Error of Estimate*) pada tabel, lebih kecil daripada nilai SD (Standar Deviasi), maka model regresi lebih bagus dalam bertindak sebagai prediktor kinerja. Uji asumsi normalitas klasik yang harus memenuhi asumsi BLUE terhadap model ini untuk seluruh periode telah dilakukan dan tidak ditemukan masalah yang berkaitan dengan multikolinieritas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi (lihat Tabel 10).

Tabel 10. Hasil Pengujian Asumsi Klasik Model Treynor-MazuyReksa Dana Syariah dan Konvensional.

MODEL TREYNOR-MAZUY - REKSA DANA SYARIAH								REKSA DANA KONVENSIONAL						
TAHUN	R	R^2	SEE	DW	T	VIF	H	R	R^2	SEE	DW	T	VIF	H
2010	0,990	0,980	0,238	2,180	0,406	2,463	B	0,898	0,807	0,464	1,772	0,367	2,726	B
2011	0,932	0,869	0,379	2,529	0,940	1,064	B	0,941	0,885	1,503	1,666	0,180	5,541	B
2012	0,993	0,985	0,413	2,725	0,909	1,100	B	0,867	0,751	1,513	1,692	0,459	2,178	B

Sumber: data sekunder yang diolah

Berdasarkan model Treynor dan Mazuy terhadap pengujian *security selection ability* dan *market timing ability* juga dapat disimpulkan bahwa pada tahun 2010 dan 2012 kinerja manajer portofolio reksa dana konvensional lebih baik daripada kinerja manajer portofolio reksa dana syariah. Pada tahun 2011 kinerja manajer portofolio reksa dana syariah lebih baik daripada kinerja manajer portofolio reksa dana konvensional, dengan asumsi variabel lain konstan. Kondisi ini kemungkinan disebabkan oleh pengalaman yang relatif masih sedikit dari manajer portofolio mengingat manajer portofolio baru memulai mengelola reksa dana syariah pada tahun 1997.

Manajer investasi yang baik tentunya akan memberikan informasi yang lebih lengkap dan transparan untuk membantu investor dalam pengambilan keputusan investasinya. Investor seharusnya memahami prospektus reksa dana dan karakteristik reksa dana yang akan dibelinya.

Investor juga perlu membandingkan kelengkapan dan kejelasan informasi yang diberikan manajer investasi dengan mencermati beberapa prospektus reksa dana terlebih dahulu.

Para manajer investasi hendaknya dapat meningkatkan kemampuannya dalam memilih sekuritas yang menguntungkan dalam portofolionya. Strategi pasif yang digunakan manajer investasi dalam mengelola portofolionya dengan mengikuti indeks pasar tidaklah cukup untuk memaksimalkan *return* yang diharapkan investor pemilik portofolio tersebut.

Manajer investasi juga perlu meningkatkan kemampuannya untuk meredam gejolak pasar supaya *return* portofolio yang dikelolanya tetap lebih baik daripada *return* pasarnya. Kemampuan ini disebut *safety rating* yaitu seberapa jauh reksa dana tersebut dapat meredam akibat kondisi penurunan harga sekuritas sehingga NAB reksa dana tidak mengalami penurunan yang sama atau lebih buruk dari pada penurunan harga sekuritas secara keseluruhan. Oleh karena itu, investor sebaiknya memilih reksa dana yang telah pernah melalui masa gejolak pasar dan terbukti telah berhasil mengatasinya.

SIMPULAN

Pengujian hipotesis pertama dengan *independent sample t-test* pada tahun 2010 dan 2011, menunjukkan hasil bahwa semua nilai probabilitas $< 0,05$, maka H_0 ditolak atau varians *return* reksa dana syariah dan *return* reksa dana konvensional adalah tidak identik atau tidak sama, kecuali tahun 2012. Pengujian hipotesis keempat dengan *independent sample t-test* pada tahun 2010 menunjukkan hasil bahwa nilai probabilitas $< 0,05$, maka H_0 ditolak atau varians risiko reksa dana syariah dan risiko reksa dana konvensional adalah tidak identik atau tidak sama, namun pada tahun 2011 dan 2012 menunjukkan hasil yang berkebalikan. Berdasarkan statistik deskriptif, dapat disimpulkan bahwa pada periode *bullish* yaitu tahun 2010, 2011, dan 2012, *return* dan risiko reksa dana syariah di bawah *return* dan risiko reksa dana konvensional, kecuali tahun 2012, dengan asumsi variabel lain konstan.

Pengujian hipotesis kedua pada tahun 2010, reksa dana konvensional memiliki kinerja yang lebih unggul daripada kinerja reksa dana syariah hampir diseluruh kriteria kecuali indeks MM. Pada tahun 2011, reksa dana syariah memiliki kinerja yang lebih unggul daripada kinerja reksa dana konvensional diseluruh kriteria indeks. Pada tahun 2012, reksa dana konvensional memiliki kinerja yang lebih unggul daripada kinerja reksa dana syariah diseluruh kriteria indeks.

Pengujian hipotesis ketiga berdasarkan model Jensen, dapat disimpulkan bahwa pada tahun 2010 dan 2012 kinerja reksa dana konvensional lebih baik daripada kinerja reksa dana syariah. Pada tahun 2011 kinerja reksa dana syariah lebih baik daripada kinerja reksa dana konvensional.

Pengujian hipotesis keempat pada tahun 2010 dan 2012, dengan model Treynor dan Mazuy, terhadap *security selection ability* menunjukkan bahwa kinerja manajer portofolio reksa dana konvensional lebih baik daripada kinerja manajer portofolio reksa dana syariah, kecuali tahun 2011. Pengujian terhadap *market timing ability* pada tahun 2010 dan 2012 menunjukkan bahwa kinerja manajer portofolio reksa dana konvensional lebih baik daripada kinerja manajer portofolio reksa dana syariah, kecuali tahun 2011.

Dalam penelitian ini terdapat beberapa keterbatasan. Data sekunder yang diperoleh melalui berbagai sumber publikasi mungkin kurang *reliable* karena dimungkinkan terjadinya kesalahan dalam menginput data, sehingga hasil yang diperoleh dapat menjadi bias. Pengambilan sampel penelitian ini berdasarkan *purposive sampling* sehingga hasil penelitian ini tidak dapat digunakan sebagai dasar generalisasi. Penelitian ini menghadapi masalah keterbatasan data terutama dalam rentang waktu penelitian yang digunakan juga terlalu sempit yaitu hanya tiga tahun. Semakin berkembangnya dunia usaha dan Bursa Efek Indonesia (BEI), maka bagi peneliti selanjutnya diharapkan dapat menambah

periode penelitian sehingga diharapkan dapat menjelaskan konsistensi logis manajer investasi dalam mengelola portofolio reksa dana. Peneliti selanjutnya diharapkan dapat memperluas sampel untuk jenis reksa dana yang lainnya, seperti reksa dana saham, pendapatan tetap, dan terproteksi. Peneliti tidak dapat melakukan perbandingan kinerja antara indeks syariah yang diproksikan dengan JII dan indeks konvensional yang diproksikan dengan LQ45, disebabkan oleh sebagian besar emiten yang terdaftar dalam JII juga terdaftar dalam LQ45, sehingga peneliti selanjutnya juga diharapkan dapat menemukan dan menggunakan data yang benar-benar berbeda dalam melakukan perbandingan kinerja.

Penelitian ini belum menguji karakteristik atau faktor-faktor yang berpengaruh terhadap kinerja reksa dana, sehingga peneliti yang akan datang dapat melakukan pengujian tersebut. Peneliti yang akan datang dapat menguji karakteristik atau faktor-faktor yang berpengaruh terhadap kinerja reksa dana, seperti variabel total aktiva bersih, rasio biaya terhadap total aktiva bersih, biaya transaksi reksa dana, biaya transaksi di pasar, perputaran portofolio, umur reksa dana, afiliasi reksa dana dengan perusahaan sekuritas, serta faktor-faktor lain yang berpengaruh terhadap peningkatan atau penurunan *return* reksa dana.

Berdasarkan hasil penelitian terlihat bahwa manajer investasi belum memiliki kemampuan *security selection* dan *market timing* yang memadai. Bagi para manajer investasi hal ini hendaknya menjadi acuan untuk dapat meningkatkan kemampuannya dalam memilih sekuritas yang menguntungkan dalam portofolionya. Strategi pasif yang digunakan manajer investasi dalam mengelola portofolionya dengan mengikuti indeks pasar tidaklah cukup untuk memaksimalkan *return* yang diharapkan investor pemilik portofolio tersebut.

Manajer investasi juga perlu meningkatkan kemampuannya untuk meredam gejolak pasar supaya *return* portofolio yang dikelolanya tetap lebih baik daripada *return* pasarnya. Kemampuan ini disebut *safety rating* yaitu seberapa jauh reksa dana tersebut dapat meredam akibat kondisi penurunan harga sekuritas sehingga NAB reksa dana tidak mengalami penurunan yang sama atau lebih buruk dari pada penurunan harga sekuritas secara keseluruhan.

Apabila investor hendak berinvestasi di reksa dana maka sebaiknya mempertimbangkan dahulu kinerja masa lalu reksa dana dan manajer investasinya serta seharusnya memahami dengan baik prospektus reksa dana yang telah diterbitkan, supaya risiko berinvestasi di reksa dana dapat diminimalkan. Strategi pasif yang digunakan investor dengan mengikuti indeks pasar tidaklah cukup untuk memaksimalkan *return* yang diharapkan. Investor maupun investor potensial seharusnya dapat mempertimbangkan untuk memilih reksa dana yang telah pernah melalui masa gejolak pasar dan terbukti telah berhasil mengatasinya. Berdasarkan hasil uji beda kinerja *return* dan risiko yang tidak signifikan untuk data dalam penelitian ini, maka bagi investor muslim dan nonmuslim maupun investor potensial muslim dan nonmuslim tidak perlu khawatir untuk memilih reksa dana syariah sebagai pilihan untuk berinvestasi, karena risiko reksa dana syariah lebih rendah terutama pada periode krisis, instrumen syariah lebih aman dari praktik-praktik spekulatif, serta lebih menentramkan hati karena telah melewati proses *cleansing* untuk membersihkan pendapatan yang dianggap diperoleh dari kegiatan haram menurut pedoman syariah serta adanya ketentuan zakat.

Hasil penelitian ini memberikan tambahan bukti empiris bahwa secara umum pada periode *bullish* yaitu tahun 2010 dan 2012 kinerja reksa dana konvensional lebih baik daripada kinerja reksa dana syariah, sedangkan tahun 2011 kinerja reksa dana syariah lebih baik daripada kinerja reksa dana konvensional. Manajer investasi reksa dana konvensional memiliki *security selection* dan *market timing ability* yang lebih baik daripada manajer investasi reksa dana syariah. Secara

keseluruhan asumsi yang menyatakan bahwa pada periode *bullish* kinerja reksa dana konvensional lebih baik daripada kinerja reksa dana syariah juga telah terbukti dalam hasil penelitian ini.

REFERENSI

- Abdullah, F., S. Mohamed, & T. Hassan. (2002). A comparative performance of Malaysian Islamic and conventional mutual funds. *Pertanika*, 8: 30-49.
- Achsien, Iggi. (2003). *Investasi syariah di pasar modal menggagas konsep dan praktek manajemen portofolio syariah*. Cetakan Kedua. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Arifin, Zaenal & Sri Mulyati. (2005). Analisis persistensi kinerja reksa dana. *Kajian bisnis*, vol 13, No.2: 182-193.
- Chen, C.R., F.L. Cheng, S. Rahman, & A. Chan. (1992). A cross sectional analysis of mutual fund's market timing and security selection skill. *Journal of business finance and accounting*, 19: 659-674.
- Dennis, Jerry, Adler H. Manurung, & Nachrowi D. Nachrowi. (2004). Analisis determinasi kinerja reksa dana pendapatan tetap di Indonesia periode 1999-2003. *Jurnal riset akuntansi Indonesia*, (Mei): 225-250.
- Grinblatt, M. & S. Titman. (1989). Mutual fund performance: An analysis of quarterly portfolio holdings. *The journal of business*, 62(2): 393-416.
- Gudikunst, Arthur & McCarthy Joseph. (1992). Determinants of bond mutual fund performance. *Journal of fixed income*, vol 2: 95-101.
- Hartono, Jogiyanto. (2003). *Teori portofolio dan analisis investasi*. Edisi III. Yogyakarta: BPFE.
- Haruman, Tendi & Hariandy Hasbi. (2005). Evaluasi kinerja dan prospek reksadana saham syariah dalam pasar modal di Indonesia. *Manajemen usahawan Indonesia*, No. 01 TH XXXIV Januari.
- Hassan, M.K. & Eric Girard. (2005). *Faith-based ethical investing: The case of Dow Jones Islamic Index*. Paper in proceedings of fifth Harvard University forum on Islamic finance, Harvard University.
- Henriksson, R.D. & R.C. Merton. (1981). On market timing and investment performance. *Journal of business*, 55: 513-533.
- Hussein, Khaled A. (2005). *Islamic investment: evidence from Dow Jones and FTSE Indices*. Paper presented at the 6th, International conference on Islamic banking and finance in Jakarta, Indonesia, November 21-14, 2005.
- Jakarta Stock Exchange. (1998). *JSX Statistics*.
- Jakarta Stock Exchange. (1999). *JSX Statistics*.
- Jakarta Stock Exchange. (2000). *JSX Statistics*.
- Jakarta Stock Exchange. (2001). *JSX Statistics*.
- Jakarta Stock Exchange. (2002). *JSX Statistics*.
- Jakarta Stock Exchange. (2003). *JSX Statistics*.
- Jakarta Stock Exchange. (2004). *JSX Statistics*.
- Jakarta Stock Exchange. (2005). *JSX Statistics*.
- Jakarta Stock Exchange. (2006). *JSX Statistics*.
- Jensen, M.C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945-1964. *Journal of finance*, 23(2), 389-416.
- Rachmayanti, T. Farida. (2006). Analisis kinerja portofolio saham syariah pada bursa efek Jakarta 2001-2002. *Jurnal ekonomi keuangan dan bisnis islami*, vol. 2. No. 3, Juli-September.

- Santoso, Singgih. (2001). *SPSS Versi 10: Mengolah data statistik secara profesional*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.
- Subagia, Guntur. (2003). *Lokakarya menyambut pasar modal syariah*. Jakarta
- Suta, I Putu Gede Ari. (1997). *Pasar modal indonesia: retrospeksi lima tahun swastanisasi bursa efek Jakarta*. Cetakan Pertama. Jakarta: PT Jayakarta Agung Offset.
- Suta, I Putu Gede Ari. (2000). *Menuju pasar modal modern*. Cetakan pertama. Jakarta: Yayasan SAD Satria Bhakti.
- Treynor, J.L. & Kay K. Mazuy. (1966). Can mutual fund outguess the market?. *Harvard business review*, 44: 131-136.