

APAKAH KINERJA DAN RISIKO REKSADANA SYARIAH LEBIH BAIK DIBANDINGKAN DENGAN REKSADANA KONVENSIONAL?

Dariyus

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung

Abstract

The growth of Islamic financial products has fueled as financial issues in the last recent years. This kind of products has been developed as the alternative of financial investment not only in the Islamic countries, but also in the non-islamic ones. This research provides one of the Islamic financial issues, especially equity fund, which traded on Indonesia Stock Exchange. The aim of this research is to compare investment on equity funds base on Islamic and conventional perspectives regarded to risk and performance measurers. The results show that conventional equity's funds have higer risk and better performance than Islamic ones. According to these results, it reflects that conventional funds have more active strategic investment comparing to Islamic funds.

Keywords: *performance, risk, reksadana, syariah*

Pendahuluan

Pasar modal Syariah memerankan peran yang penting dalam pertumbuhan lembaga-lembaga keuangan Syariah. Seperti pasar modal lainnya, fungsi utamanya adalah memfasilitasi orang-orang, perusahaan, dan pemerintah yang memiliki surplus dana untuk mentransfernya kepada orang-orang, perusahaan, atau pemerintah yang membutuhkan dana. Fungsi-fungsi pasar modal islam bersifat parallel dengan pasar modal konvensional dalam memediasi pencari dan penyedia dana. Pasar modal islam menyerap dana baik dari luar negeri maupun dalam negeri. Sumber internasional dapat berasal dari individu-individu kaya dari Negara-negara berpenduduk muslim yang umumnya berasal dari Negara-negara penghasil minyak, lainnya berasal dari perusahaan dan sector-sektor bisnis. Pasar modal islam tidak melarang partisipasi penduduk non-muslim, yang dapat meningkatkan potensi pertumbuhan dari produk-produk keuangan Syariah.

Pasar Modal Syariah berkembang secara luas bukan karena permintaan institusional, namun oleh permintaan ritel atau dari orang-orang kaya yang memiliki surplus dana yang cukup besar dan menginginkannya dikembangkan sesuai dengan prinsip-prinsip Syariah (De Ramos, 2009). Secara institusional memang telah ada bank islam ataupun takaful (*Islamic insurance*) yang harus menginvestasikan surplus dananya pada instrument-instrument Syariah yang liquid dan memiliki maturitas yang panjang sesuai dengan kewajiban jangka panjang yang dimilikinya. Selama kurun waktu tahun 90-an, deposit yang dimiliki perbankan islam mencukupi untuk menyediakan dana yang dibutuhkan oleh pasar modal Syariah, namun perkembangan permintaan terhadap dana tersebut melebihi dari penawaran yang ada. Olehkarena itu, produk keuangan Syariah yang kompetitif dengan fleksibilitas dan inovasi dari produk konvensional yang ada sangat dibutuhkan. Namun demikian, terdapat tantangan terkait dengan hal tersebut yaitu pertama, pasar financial konvensional berkembang dengan sangat cepat dengan berbagai variasinya. Tantangan untuk beradaptasi dari produk keuangan Syariah adalah bagaimana dapat memberikan tawaran yang lebih kompetitif terhadap produk keuangan konvensional yang ada. Kedua, produk keuangan Syariah dihadapkan pada pemenuhan syarat-syarat syar'i yang pada konteks tertentu sangat terkait dengan factor kompetitif produk keuangan Syariah itu sendiri, yang berdampak pada keberlangsungan pasar dari produk Syariah tersebut (Iqbal and Tsubota 2006; Khan 2006).

Salah satu produk keuangan Syariah berkembang melalui pasar modal adalah Reksa Dana Syariah atau *Islamic Equity Fund*. Reksa Dana sendiri merupakan wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portfolio efek oleh manajer investasi. Di Indonesia Reksa Dana dapat berbentuk perseroan (yang telah memperoleh izin usaha dari BAPEPAM) atau kontrak investasi kolektif (yang dilakukan atau dikelola oleh manajer investasi). *Islamic Equity Fund* (IEF) relative merupakan fenomena yang baru. Tidak banyak diketahui tentang pasar dimana IEF beroperasi dan bagaimana industry ini berkembang. Hayat & Kraesusl (2009) mencatat bahwa IEF pertama ditemukan pada tahun 1986 di Amerika Serikan yang didirikan oleh Trust Islam Amerika Utara yang bertujuan untuk memberikan pendanaan kepada masjid-masjid di Amerika. Antara tahun 1986 hingga 1994 jumlah asset yang diinvestasikan oleh IEF relative sangat sedikit. Pertumbuhan yang cukup pesat terjadi pada tahun 90-an dimana terdapat lebih dari 130 IEF pada awal 2006 dengan nilai asset pada tahun 1996 sebesar 800 milyar dollar dan menjadi lebih dari 20 triliyun dollar pada tahun 2007. Perkembangan ini tidak terlepas dari akademi fiqh islam yang mengizinkan orang-orang islam berinvestasi pada ekuitas dengan parameter-parameter tertentu.

Jumlah Reksa Dana Syariah di Indonesia sendiri relatif masih sangat kecil dibandingkan dengan jumlah Reksa Dana konvensional yang ada di Bursa Efek Indonesia. Pada tahun 2010 jumlahnya hanya sebesar 7,94% dari total Reksa Dana yang ada dengan jumlah Nilai Aset Bersih sebesar 4,02% dari NAB Reksa Dana konvensional. Namun demikian, pertumbuhannya relative lebih tinggi dibandingkan dengan Reksa Dana konvensional dimana secara rata-rata pertumbuhan Nilai Aset Bersihnya mencapai 164,13% selama periode 2003-2010. Jumlah reksanda Syariah dan konvensional beserta jumlah dan pertumbuhan NAB dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1. Jumlah, Nilai Aset Bersih, dan Pertumbuhan Reksa Dana Syariah dan Konvensional di Bursa Efek Indonesia Tahun 2003-2010

Tahun	Reksa Dana		NAB		Pertumbuhan NAB (%)	
	Syaria h	Konvensiona l	Syariah	Konvensiona l	Syaria h	Konvensional
2003	4	186	66.94	69,447.00	-	-
2004	11	246	592.75	104,037.00	785.49	49.81
2005	17	328	559.10	29,405.73	-5.68	-71.74
2006	23	403	723.40	51,620.08	29.39	75.54
2007	26	473	2,203.0 9	92,190.63	204.55	78.59
2008	36	567	1,814.8 0	74,065.81	-17.62	-19.66
2009	46	610	4,629.2 2	112,983.35	155.08	52.54
2010	49	617	4,523.6 0	112,603.67	-2.28	-0.34
Rata-rata Pertumbuhan (%)					164.13	23.54

Sumber : Bapepam-LK, 2010

Pertumbuhan yang cukup tinggi dari produk Reksa Dana Syariah tersebut memberikan sinyal yang cukup menarik bagi pengembangan pasar modal Indonesia. Hal ini karena akan mendorong semakin kompetitifnya biaya modal perusahaan melalui perubahan struktur pasar sumber permodalan perusahaan sekaligus mendorong mobilisasi dana masyarakat untuk menjadi alternative sumber pembiayaan. Trend pertumbuhan Reksa Dana Syariah terlihat memiliki kecenderungan yang lebih baik dibandingkan dengan pertumbuhan Reksa Dana syariaah kecuali pada tahun 2010 dimana pertumbuhan negatifnya lebih tinggi dibandingkan dengan Reksa Dana konvensional. Fluktuasi pertumbuhan inilah yang menjadi dasar dalam penelitian ini, yaitu apakah perkembangan Reksa Dana Syariah ini didorong oleh alternative return dan risiko yang lebih baik dibandingkan dengan yang ditawarkan oleh Reksa Dana konvensional.

Bahan dan Metode

Data yang diperlukan pada penelitian ini adalah laporan kinerja Reksa Dana dari tahun 2005-2010. Populasi dalam penelitian ini adalah produk Reksa Dana yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan sampel penelitian ini adalah Reksa Dana syariah dan konvensional yang kongruen dengan Reksa Dana Syariah yang tercatat di BEI. Data diperoleh dari ICMD (*Indonesia Capital Market Directory*), BEI, dan BAPPEPAM. Kriteria pengambilan sampel pada penelitian ini adalah produk Reksa Dana yang terdaftar di BEI dari tahun 2005– 2009.

Proxy kinerja yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah:

Return reksadana yang dihitung dengan :

$$R_{pt} = \frac{NAV_t + DIV_t - NAV_{t-1}}{NAV_{t-1}}$$

Dimana :

R_{pt} : Return Reksa Dana

NAV_t : Net Asset Value pada periode t

NAV_{t-1} : Net Asset Value pada periode t-1

Sharpe dan Treynor Index

Sharpe Index : $(R_{pt} - R_{ft}) / \sigma_{pt}$

Treynor Index : $(R_{pt} - R_{ft}) / \beta_{pt}$

Dimana :

R_{pt} : Return Reksa Dana

R_{ft} : Return Risk Free Rate

σ_{pt} : Standar Deviasi Return

β_{pt} : Risiko Sistematis

Information Ratio

$$IR : \frac{R_{pt} - R_{Mt}}{STDV(R_{pt} - R_{Mt})}$$

IR : Information Ratio

R_{pt} : Return Reksa Dana

R_{Mt} : Return Pasar

STDV : Standar Deviasi dari perbedaan antara return Reksadana dan Return Pasar

Jensen Alpha

$$(R_{pt} - R_{ft}) = \alpha + \beta p(R_{Mt} - R_{ft}) + \varepsilon$$

Dimana:

R_{pt} : Return Reksa Dana
R_{Mt} : Return Pasar
R_{ft} : Return Risk Free Rate
 α : Jensen Alpha
 β_p : Resiko sistematis
 ϵ_p : error term

Rasio Treynor dan Black

$$\text{TB Ratio} = \frac{\alpha_p}{S_p}$$

Dimana :

α_p : Jensen Alpha
 S_p : Standar Deviasi dari error term

Untuk mengukur risiko, proxy yang dipergunakan adalah:

Risiko Berdasarkan Kinerja Reksa Dana

$$\text{MR} : (R_{pt} / \sigma_{pt}) / \sigma_{It}$$

Dimana :

MR: Modigliani Risk yang merupakan alternative pengukuran risiko berdasarkan kinerja

R_{pt}: rata-rata excess return pada periode t
 σ_{pt} : standar deviasi dari excess return pada periode t
 σ_{It} : standar deviasi dari index excess return

Risiko Pasar

$$R_{pt} = \alpha_p + \beta_p R_{Mt} + \epsilon_p$$

Dimana:

R_{pt} : Return Reksa Dana
 α_p : Koefisien yang mengukur return pada saat return pasar konstan
 β_p : Resiko sistematis
 ϵ_p : error term

Hasil dan Pembahasan

Perbandingan kinerja dan risiko reksadana syariah dilakukan dengan lima proxy kinerja dan dua proxy risiko. Sebelum proxy tersebut diperbandingkan antara syariah dan konvensional, proxy-proxy tersebut dihitung dengan variable-variabel antara lain return index pasar (IDX), return index pasar Jensen (IDXJ), Nilai Aktiva Bersih Jensen-Konvensional (NABJK), Nilai Aktiva Bersih Jensen-Syariah (NABJS), Nilai Aktiva Bersih Konvensional (NABK), Nilai Aktiva Bersih Syariah (NABS), dan Sertifikat Bank Indonesia (SBI). Statistic deskriptif dari variable-variabel tersebut dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2. Deskriptif Statistik

	IDX	IDXJ	NABJK	NABJS	NABK	NABS	SBI
Mean	0.212	0.204	0.264	0.190	0.272	0.198	0.008
Median	0.035	0.028	0.027	0.035	0.038	0.042	0.007
Maximum	6.074	6.067	7.038	4.469	7.048	4.479	0.011
Minimum	-0.859	-0.867	-0.828	-0.816	-0.818	-0.805	0.005
Std. Dev.	0.992	0.992	1.195	0.882	1.195	0.882	0.002
Skewness	4.337	4.337	4.017	3.750	4.019	3.752	0.513
Kurtosis	24.021	24.026	20.943	17.508	20.958	17.523	2.181
Jarque-Bera	1271.236	1271.711	950.129	655.713	951.654	656.939	4.235
Probability	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.120
Sum	12.514	12.060	15.577	11.200	16.032	11.655	0.455
Sum Sq. Dev.	57.050	57.047	82.864	45.116	82.891	45.120	0.000
Observations	59	59	59	59	59	59	59

Sumber : Data Diolah, 2012

Berdasarkan statistik deskriptif pada Tabel 2, rata-rata return indeks pasar reksadana adalah sebesar 21,2%. Return ini lebih tinggi dibandingkan jika dihitung dengan metode Jensen Alpha. Secara rata-rata NAB konvensional memiliki return yang lebih tinggi dibandingkan dengan NAB syariah baik dihitung secara portfolio maupun dengan model Jensen Alpha. Variable SBI 3 bulan dalam periode pengamatan secara rata-rata adalah sebesar 8%. Return pasar tertinggi selama periode pengamatan mencapai sebesar 607,4%, sedangkan jika dihitung menggunakan Jensen Alpha mencapai 606,7%. Secara keseluruhan, variable-variabel yang dipergunakan dalam mengukur kinerja dan risiko reksadana menunjukkan bahwa variable reksadana konvensional memiliki nilai maksimum yang lebih tinggi dibandingkan dengan variable reksadana syariah. Hal yang sama untuk nilai minimum dimana nilai minimum tertinggi terdapat pada variable-variabel reksadana konvensional.

Hasil perhitungan kinerja dan risiko Reksadana Syariah dan Konvensional dapat dilihat pada Tabel 3.

Tabel 3. Hasil Perhitungan Proxy Kinerja dan Risiko Reksadana Syariah dan Konvensional

PROXY	REKSADANA	
	SYARIAH	KONVENSIONAL
KINERJA		
<i>Return</i>	0.1975	0.2717
<i>Sharpe Index</i>	0.2152	0.2208
<i>Treynor Index</i>	0.6632	0.2844
<i>Information Ratio</i>	-0.0165	0.0499
<i>Rasio Treynor & Black</i>	0.1559	0.0966
RISIKO		
<i>MR</i>	0.2221	0.2254
<i>Beta</i>	0.2863	0.9287

Sumber : Hasil Perhitungan, 2012

Berdasarkan hasil perhitungan, kinerja reksadana syariah cenderung terlihat lebih rendah dibandingkan dengan kinerja dari reksadana konvensional. Return rata-rata dalam periode pengamatan menunjukkan kinerja Reksadana Syariah hanya sebesar 19,75%, sedangkan return Reksadana Konvensional mencapai sebesar 27,17%. Berdasarkan proxy sharpe index menunjukkan bahwa Reksadana Konvensional memiliki kompensasi premi risiko yang lebih baik dibandingkan dengan Reksadana Konvensional, walaupun memiliki selisih persentase premi yang kecil yaitu sekitar 1%. Jika diproyeksi dengan indeks Treynor, Reksadana Syariah cenderung memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan dengan Reksadana Konvensional dengan selisih yang cukup tinggi dimana Reksadana Syariah memiliki nilai indeks Treynor sebesar 66,32%, sedangkan Reksadana Konvensional memiliki nilai indeks Treynor sebesar 28,32%. Besarnya angka indeks ini adalah relative karena indeks Treynor membandingkannya dengan risiko sistematis dari masing-masing reksadana. Risiko sistematis/pasar dari Reksadana Konvensional berdasarkan hasil perhitungan memiliki nilai yang lebih besar dibandingkan dengan Reksadana Konvensional. Hal ini karena sesuai dengan kompensasi yang diterima yang ditunjukkan dengan return yang lebih besar dibandingkan dengan return Reksadana Syariah.

Interpretasi Indeks Treynor ini searah dengan penggunaan proxy Treynor & Black yang menghitung model optimal dari kombinasi asset yang bersifat aktif dan pasif. Rasio ini memfokuskan risiko sistematis dan tidak sistematis. Berdasarkan kombinasi tersebut, Reksadana Syariah memiliki proporsi pada alokasi asset yang passive sehingga memiliki risiko pasar yang lebih rendah. Dengan demikian, Reksadana Syariah memiliki rasio yang lebih tidak beresiko dibandingkan Reksadana Konvensional. Berdasarkan proxy kinerja information ratio (IF), Reksadana Konvensional memiliki nilai sebesar positif 4,99%, sedangkan Reksadana Syariah memiliki nilai negative 1,66%. Nilai positif IF Reksadana Konvensional menunjukkan bahwa manajer investasinya adalah manajemen yang aktif, sedangkan nilai negative dari Reksadana Syariah menunjukkan kinerja manajer investasinya adalah pasif untuk dalam pengelolaan investasinya. Namun demikian, nilai IF Reksadana Konvensional yang kecil menunjukkan skill dari manajer adalah dibawah rata-rata. Untuk menunjukkan bahwa skill dari manajer Reksadana diatas rata-rata, maka nilai rasionya harus diatas 50%. Berdasarkan hasil-hasil perhitungan kinerja antara Reksadana Syariah dan Konvensional menunjukkan bahwa kinerja Reksadana Syariah lebih rendah dibandingkan dengan Reksadana Konvensional.

Berdasarkan hasil perhitungan pada Tabel 2, risiko reksadana syariah lebih rendah dibandingkan dengan risiko Reksadana Konvensional. Proxy Mogdilian Ratio untuk Reksadana Syariah adalah sebesar 22,21% dan untuk Reksadana Konvensional adalah sebesar 22,54%. Angka ini menunjukkan bahwa kompensasi untuk investasi satu rupiah return, risiko yang ada adalah sebesar 22,21 sen, sedangkan untuk Reksadana Konvensional adalah sebesar 22,54 sen. Untuk risiko beta/pasar, risiko reksadana Konvensional memiliki angka yang lebih besar dibandingkan dengan Reksadana Konvensional. Dengan arah yang positif terhadap pergerakan pasar, risiko Reksadana Konvensional lebih tinggi dibandingkan dengan risiko Reksadana Syariah. Konsekwensinya adalah jika pasar memiliki indeks yang positif, maka akan berdampak pada return reksadana konvensional yang lebih besar dibandingkan dengan return Reksadana Syariah. Dengan demikian, hasil-hasil perhitungan risiko mendukung Hipotesis 2 yang diajukan dalam penelitian ini dimana risiko Reksadana Syariah lebih rendah dibandingkan dengan risiko Reksadana Konvensional.

Hasil-hasil perhitungan diatas menunjukkan bahwa Reksadana Syariah cenderung memiliki kinerja yang lebih rendah dibandingkan dengan Reksadana Konvensional. Rata-rata return yang didapat melalui investasi reksadana syariah jauh lebih tinggi dibandingkan dengan Reksadana Syariah. Hal ini sesuai dengan risiko yang dikompensasikan untuk mendapatkan return tersebut. Risiko yang rendah dari Reksadana syariah disebabkan manajer investasi Reksadana Syariah merupakan manajer yang pasif.

Kepasifan manajer investasi tersebut dapat disebabkan belum terintegrasinya prinsip-prinsip investasi secara syariah dalam peraturan atau aturan-aturan teknis investasi lainnya pada pasar konvensional yang ada. Dengan perkembangan kecenderungan investor yang menilai investasi dari sisi etika dan norma, integrasi regulasi prinsip-prinsip syariah menjadi sangat penting dalam mendukung pengembangan pasar reksadana syariah.

Kesimpulan dan Saran

Berdasarkan hasil perhitungan dan pembahasan, kinerja Reksadana Syariah cenderung lebih rendah dibandingkan dengan Kinerja Reksadana Konvensional. Rendahnya kinerja Reksadana Syariah ini searah dengan rendahnya risiko Reksadana Syariah. Rendahnya kinerja dan risiko Reksadana tersebut disebabkan manajer investasi Reksadana Syariah merupakan manajemen yang pasif, yang tidak mengambil keputusan-keputusan investasi dengan risiko yang besar. Pasifnya manajer investasi Reksadana Syariah dapat disebabkan belum terintegrasinya norma etis syariah dalam peraturan pasar Reksadana yang ada sehingga manajer investasinya memiliki kendala dalam mengkreasi investasi-investasi yang mampu menghasilkan return yang tinggi pada Reksadana Syariah. Berdasarkan hal diatas, integrasi prinsip etis dan norma syariah dalam investasi financial menjadi sangat penting sebagai upaya merespon perkembangan social masyarakat yang saat ini lebih peduli terhadap permasalahan etis dan norma keadilan, khususnya masyarakat muslim di Indonesia yang cukup besar. Komunitas yang besar tersebut merupakan potensi pasar untuk mengakumulasi modal masyarakat sehingga pasar financial dapat berfungsi sebagai alternative pembiayaan yang lebih efisien. Untuk pengembangan lebih lanjut dari penelitian ini, dapat diperluas melalui perbandingan terhadap jenis produk reksadanya sehingga dapat diketahui tipe reksadana syariah yang mana yang mampu memberikan return yang lebih baik serta menyerap dana masyarakat yang paling besar dari produk-produk reksadana syariaiah yang ada di pasar.

Daftar Pustaka

- Abdullah, F., S. Mohamed dan T. Hassan. 2002. A Comparative Performance of Malaysian Islamic and Conventional Mutual Funds. *Pertanika*, 8(2), pp. 30-49.
- Abdullah, F., T. Hassan dan S. Mohamad. 2007. Investigation of Performance of Malaysian Islamic Unit Trust Funds. *Managerial Finance*, 33 (2), pp. 142-153.
- Abderrezak, F. 2008. The Performance of Islamic Equity Funds. *Working Paper*. http://www.failaka.com/downloads/AbderrezakF_Perf_IslamicEquityFunds.pdf
- Ahmad, O. 2001. Islamic Equity Funds – The Mode of Resource Mobilization and Placement, Jeddah, Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank.
- Annuar, M., S. Mohamed, dan M. Ngu. 1997. Selectivity and Timing: Evidence from The Performance of Malaysian Unit Trusts. *Pertanika*, 5(1), pp. 45-57
- Ayub, Muhammad, 2007, Understanding Islamic Finance. *John Wiley & Sons Ltd*, The Atrium, Southern Gate, Chichester, West Sussex PO19 8SQ, England
- Bollen, N. P. B. dan J. A. Busse. 2001. On The Timing Ability of Mutual Fund Managers. *Journal of Finance*, 56 (3), pp. 1075-1094.

- Bose, S. dan R. McGee. 2008. Islamic Investment Funds: An Analysis of Risks and Returns. *Working Paper*, Chapman Graduate School of Business, Florida International University
- Campbell, J. Y. dan T. Vuolteenaho. 2004. Bad Beta, Good Beta. *American Economic Review*, 94 (5), pp. 1249-1275.
- Derigs, U. dan S. Marzban. 2009. New strategies and A New Paradigm for Shariah Compliant Portfolio Optimization. *Journal of Banking & Finance*, 33 (6), pp. 1166-1176.
- Ebrahim, M. S. dan S. Rahman. 2005. On The Pareto-Optimality of Futures Contracts Over Forward Contracts: Implications for Emerging Muslim Economies. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 56 (2), pp. 273-295
- Elfakhani, S., M. K. Hassan dan Y. Sidani. 2005. Comparative Performance of Islamic Versus Secular Mutual Funds. *Working Paper*, University of New Orleans. <http://www.business.uno.edu/econ/workingpapers/2006WP/10-IslamicMutualFunds.pdf>.
- Hayat, Raphie. And Kraeussl, Roman. 2009. Risk and Return Characteristics of Islamic Equity Funds. Working Paper, University of Amsterdam. <http://ssrn.com/abstract=1320712>