

**Analisis Kinerja Portofolio dan Kemampuan Manajer Investasi
Reksa Dana Syariah di Indonesia**

Andi Rini Muchtiari, Roni Mohamad
(IAIN Sultan Amai Gorontalo)

rini91991@gmail.com, ronimohamad@iaingorontalo.ac.id

Abstract: This paper aims to analyze the performance of Islamic equity funds in Indonesia, which is indicated by the ability of the Mutual Fund to choose stocks that can provide greater returns than market returns. This study uses Jensen's Measure (α). The Jensen measurement aims to calculate the rate of return above the CAPM by looking at beta and the rate of return above the market (the measure of differential return) by adding elements of macroeconomic variables such as the Rupiah exchange rate and inflation in the analysis of the performance of Islamic mutual funds. The results of regression testing prove that investment managers in Islamic mutual funds have the ability to sell (buy) shares at the right time, but because the relationship between mutual fund portfolios and market shares is very sensitive and has a negative beta, the investment manager's ability to use transaction time is not able to create a portfolio of mutual funds have.

Keywords: Portfolio; Manager; Investation; Sharia Mutual Funds

Abstrak: Tulisan ini bertujuan untuk menganalisis kinerja Reksa Dana saham syariah di Indonesia yang ditunjukkan oleh kemampuan Reksa Dana dalam memilih saham-saham yang dapat memberikan pengembalian yang lebih besar daripada pengembalian pasar, Penelitian ini menggunakan *Jensen's Measure* (α). Pengukuran Jensen bertujuan untuk menghitung tingkat pengembalian di atas CAPM dengan melihat dari beta dan tingkat pengembalian di atas pasar (*the measure of differential return*) dengan menambahkan unsur variabel makro ekonomi seperti nilai tukar Rupiah dan inflasi di dalam menganalisis kinerja Reksa Dana syariah. Hasil pengujian regresi membuktikan bahwa manajer investasi pada reksadana syariah memiliki kemampuan dalam melakukan transaksi jual (beli) saham pada waktu yang tepat, namun karena hubungan portofolio reksadana dengan saham pasar sangat sensitif dan memiliki beta yang negatif, maka kemampuan manajer investasi dalam memanfaatkan waktu transaksi tidak mampu membuat portofolio reksadana memiliki.

Kata kunci: Portofolio; Manajer; Investasi; Reksa Dana Syariah

Pendahuluan

Seiring dengan semakin banyaknya pilihan investasi, khususnya investor semakin diuntungkan karena dapat lebih leluasa memilih investasi yang sesuai dengan *preferensi* dan kebutuhannya. Jika dimasa lalu investasi yang dilakukan masyarakat umumnya hanya pada sektor riil saja (tanah, logam mulia dan properti lainnya), maka saat ini telah ada jenis investasi yang telah berkembang dengan pesatnya serta menjanjikan keuntungan yang lebih cepat dan menggiurkan. Dalam mengambil keputusan investasi, hal yang menjadi pertimbangan utama bagi investor adalah tingkat pengembalian / imbal hasil (*return*), baik berupa penghasilan dividen atau bunga maupun *capital gain*. Selain mengharapkan *return*, investor juga mempertimbangkan risiko yang dihadapinya.

Salah satu alternatif investasi yang semakin berkembang saat ini adalah Reksa Dana. Pertumbuhan Reksa Dana yang tinggi disebabkan oleh kemudahan bagi investor yang tidak memiliki banyak waktu dan keahlian untuk mengelola investasi mereka. Selain itu, Reksa Dana juga merupakan Kontrak Investasi Kolektif yang menawarkan investasinya dalam bentuk portofolio dengan komposisi instrumen yang dibentuk oleh pengelola investasi, yang tentunya akan mengurangi risiko.

Reksa Dana adalah suatu wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasi dalam portofolio efek oleh Manajer Investasi yang telah mendapat izin dari Bapepam. (UU Pasar Modal no.8 th 1995 pasal 1; 27). Portofolio investasi Reksa Dana terdiri dari berbagai macam instrumen surat berharga seperti saham, obligasi, instrumen pasar uang, atau campuran dari berbagai instrumen-instrumen di atas.

Reksa Dana mulai diperkenalkan di Indonesia pada tahun 1995 (Berdasarkan UU no. 8 th 1995 Tentang Pasar Modal) yang mengizinkan Reksa Dana berbentuk tertutup dan terbuka. Kinerja Reksa Dana beberapa tahun terakhir ini menunjukkan perkembangan yang begitu pesat. Hal ini dapat dilihat dari peningkatan Nilai Aset Bersih Reksa Dana, dimana sampai dengan akhir tahun 2001 Nilai Aset Bersih baru mencapai angka Rp 8 Triliyun, namun dalam tiga tahun berikutnya terjadi peningkatan yang sangat luar biasa. Pada akhir tahun 2002, Nilai Aset Bersih Reksa Dana mencapai angka Rp 46.6 Triliyun, pada

akhir tahun 2003 sebesar Rp 69.67 Triliyun dan pada akhir tahun 2014 menjadi sebesar Rp 104 Triliyun (Bapepam-LK, 2016).

Meskipun terjadi penarikan massal (*mass redemption*) pada tahun 2015 yang menyebabkan Nilai Aset Bersih Reksa Dana anjlok menjadi Rp 29.17 Triliyun (turun 70%), namun pada tahun 2006 industri Reksa Dana mulai menggeliat kembali, ditunjukkan dengan peningkatan kembali Nilai Aset Bersih Reksa Dana pada akhir tahun 2016 menjadi sebesar Rp 51.62 Triliyun.

Mass redemption disebabkan oleh kenaikan suku bunga Sertifikat Bank Indonesia dan penerapan kebijakan *market to market* atas instrumen obligasi/pendapatan tetap. Reksa Dana syariah melengkapi keragaman pilihan investasi pada Reksa Dana konvensional yang telah ada sebelumnya. Khususnya bagi investor muslim yang menghendaki kehalalan pada produk investasinya. Reksa Dana syariah sendiri mulai diperkenalkan pada tahun 1997 dengan dipelopori oleh PT. Danareksa Investment Management (DIM) yang menerbitkan Danareksa Syariah. Perkembangan Reksa Dana syariah baru terjadi pada tahun 2004, dimana pada tahun tersebut terdapat penerbitan 7 (tujuh) Reksa Dana syariah yang mendorong peningkatan Nilai Aset Bersih Reksa Dana syariah menjadi sebesar Rp 379.11 Miliar pada akhir tahun 2004 (wartaekonomi.com).

Manajer Investasi harus mampu mengelola portofolionya dengan baik. Manajer Investasi yang baik biasanya memiliki target (*benchmark*) tertentu yang bisa (dan harus) dilampaui. *Benchmark* tersebut bisa IHSG, JII, rata-rata reksadana, kinerja sektoral, atau lainnya. Selain itu pula, pengukuran kinerja reksadana tidak hanya sebatas melihat pada *return* tetapi juga harus melihat pada risiko.

Berdasarkan fenomena di atas, penulis tertarik untuk kembali meneliti kinerja Manajer Investasi Reksa Dana Syariah dalam memberikan pengembalian yang lebih besar kepada investornya daripada pengembalian pasar, spesifikasi Reksa Dana saham.

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk menilai kinerja Reksa Dana. Penelitian tentang kinerja Reksa Dana dirintis oleh Jensen (1968). Hasil penelitiannya menyatakan bahwa Reksa Dana tidak memiliki kemampuan yang memadai dalam memilih saham yang menguntungkan. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Dewi dan Ferdian (2009) membuktikan bahwa kemampuan *market timing* dari Manajer Investasi Reksa Dana syariah di

Indonesia dan Malaysia tidak mampu meningkatkan *return* secara keseluruhan. Hasil penelitian tersebut bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Grinbaltt dan Titman (1992), Hendricks, et al. (1993), Goetzmann dan Ibbotson (1994) serta Brown dan Goetzmann (1995) yang menyatakan adanya kinerja yang baik pada Reksa Dana yang diobservasi. Kinerja yang baik ini disebabkan oleh kemampuan yang tinggi atau adanya "*hot hands*" dari Manajer Investasi dalam menentukan strategi investasi dan memilih saham yang tepat.

Di Indonesia beberapa penelitian juga pernah dilakukan untuk menilai kinerja Reksa Dana. Ratna Wardhani (2004) melakukan penelitian tentang kinerja Reksa Dana saham di Indonesia. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa Reksa Dana yang diobservasi memiliki kinerja yang lebih buruk daripada kinerja pasar. Buruknya kinerja Reksa Dana ini sangat dipengaruhi oleh ketidakmampuan manajer portofolio dalam memilih saham yang tepat atau tidak memiliki *Stock Selection* yang memadai. Walaupun *Market Timing Ability* dan *Hot Hands Effect* dari manajer portofolio ini cukup baik, namun kontribusi negatif dari *Stock Selection Ability* manajer portofolio lebih besar daripada kontribusi positif *Market Timing Ability* dan *Hot Hands Effect*, sehingga secara keseluruhan kemampuan manajer portofolio dalam mengelola portofolionya justru menurunkan tingkat pengembalian portofolionya.

Temuan di atas diperkuat oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Victor Siagian (2005) yaitu bahwa hanya dua dari enam Reksa Dana saham yang diobservasi memiliki kinerja yang lebih baik dari kinerja pasar. Buruknya kinerja Reksa Dana ini disebabkan ketidakmampuan manajer portofolio dalam memilih saham yang tepat atau tidak memiliki *Stock Selection Ability* yang memadai.

Penelitian ini akan menganalisis Reksa Dana Syariah, khususnya Reksa Dana saham, periode Januari 2007 sampai dengan Desember 2009. Objek penelitian tersebut dipilih karena dalam rentang periode tersebut terjadi krisis yang merupakan akibat dari krisis global. Instrument-instrumen investasi khususnya pasar saham anjlok. Diawali oleh krisis *mortgage* di AS hingga berlanjut kepada runtuhnya raksasa-raksasa *financial* dunia ditambah lagi harga minyak yang turun sangat tajam yang juga berimbas ke harga-harga komoditas.

Penelitian ini menggunakan *Jensen's Measure* (α). Pengukuran Jensen bertujuan untuk menghitung tingkat pengembalian di atas CAPM dengan melihat dari beta dan tingkat pengembalian di atas pasar (*the measure of differential*

return) dengan menambahkan unsur variabel makro ekonomi seperti nilai tukar Rupiah dan inflasi di dalam menganalisis kinerja Reksa Dana syariah. Hal ini dilakukan untuk menguji dampak variabel-variabel tersebut di atas dalam pengukuran kinerja portofolio Reksa Dana.

Dengan tidak memasukkan variabel kontrol, keputusan Manajer Investasi yang terlihat mampu menghasilkan abnormal return pada masa pemulihan ekonomi adalah bias. Saat pemulihan ekonomi, *dividend yield* mengalami peningkatan, sementara itu tingkat suku bunga mengalami penurunan, kondisi tersebut jelas menggairahkan pasar modal karena tingkat suku bunga yang rendah merupakan berita baik bagi kegiatan investasi di sektor riil maupun di pasar modal. Pada kondisi ini pendapatan di pasar modal mengalami kenaikan, Haugen (1997 dalam Gunstina 2003).

Saat harga Rupiah terhadap kurs Dollar menguat maka investor akan cenderung melepas Dollar dan akan lebih tertarik untuk menginvestasikan dananya dalam bentuk portofolio saham, sehingga harga saham akan cenderung naik. Hal ini mengakibatkan meningkatnya Indeks Harga Saham Gabungan yang berakibat lagi terhadap meningkatnya kinerja pasar modal.

Begitupun halnya dengan inflasi, jika laju inflasi stabil, harga barang-barang cenderung stabil, maka hal ini menyebabkan biaya produksi dan operasi yang dikeluarkan perusahaan cenderung stabil pula, yang pada akhirnya berdampak terhadap stabilnya laba yang dihasilkan oleh perusahaan. Dengan stabilnya kinerja keuangan perusahaan, menyebabkan dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham akan cenderung stabil sehingga investor akan mempertahankan kepemilikannya atas saham perusahaan, yang pada akhirnya akan berakibat terhadap meningkatnya indeks harga saham sebagai indikator kinerja pasar modal, sesuai dengan penelitian yang Auliyah dan Hamzah (2006) lakukan bahwa karakteristik perusahaan, industri dan ekonomi makro baik secara parsial maupun simultan berpengaruh signifikan pada (5%) terhadap beta saham syariah, namun ketiga variabel tersebut tidak berpengaruh secara signifikan (5%) dengan *return* saham syariah. Dalam hal ini, penelitian Nurpramana (2005 dalam Widya 2007) yang menguji pengaruh faktor makro ekonomi terhadap imbal hasil (*return*) saham-saham Jakarta Islamic Index (JII), menemukan bahwa secara parsial dari ketiga variabel makro (SBI, Inflasi dan PNB) berpengaruh terhadap imbal hasil saham JII dengan tingkat signifikan 5% (uji t).

Dengan demikian, penelitian ini akan menganalisis kinerja Reksa Dana saham syariah di Indonesia, kemampuan Manajer Investasi yang berkaitan dengan pemilihan saham yang tepat (*Stock Selection Ability*) dan melakukan jual atau beli pada saat yang tepat (*Market Timing Ability*).

1. Menganalisis kinerja Reksa Dana saham syariah di Indonesia yang ditunjukkan oleh kemampuan Reksa Dana dalam memilih saham-saham yang dapat memberikan pengembalian yang lebih besar daripada pengembalian pasar.
2. Menganalisis pengaruh variabel kelebihan pengembalian pasar, nilai tukar Rupiah terhadap Dollar dan inflasi secara parsial terhadap tingkat pengembalian Reksa Dana
3. Menganalisis kemampuan Manajer Investasi Reksa Dana syariah dalam memilih saham yang tepat (*Stock Selection Ability*) dan pada saat yang tepat (*Market Timing Ability*)

Reksa Dana Syariah

Sesuai Undang-Undang No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal, Reksa Dana didefinisikan sebagai suatu wadah untuk menghimpun dana masyarakat pemodal untuk diinvestasikan dalam portofolio efek oleh Manajer Investasi. Kegiatan investasi Reksa Dana dapat ditempatkan pada berbagai instrumen efek, baik pasar uang, pasar modal, maupun kombinasi keduanya. Para investor menitipkan dananya pada Manajer Investasi sebagai perusahaan pengelola Reksa Dana. Sebagai bukti penanaman modal pada Manajer Investasi, investor akan memperoleh Unit Penyertaan (UP) yang diterbitkan Manajer Investasi tersebut. Selanjutnya, Manajer Investasi menginvestasikan dana tersebut pada portofolio yang telah disusunnya berdasarkan kebijakan investasi yang ditetapkan Manajer Investasi itu sendiri. Keuntungan dan kerugian dari investasi tercermin dari Nilai Aktiva Bersih (NAB) Reksa Dana tersebut.

Dari pengertian tersebut dapat dipahami bahwa dalam Reksa Dana mengandung empat unsur utama, yaitu, pertama, dana dari masyarakat pemodal (investor), kedua, modal yang disetor oleh masyarakat, ketiga, Manajer Investasi sebagai pengelola dana, keempat, investasi yang dilakukan oleh Manajer Investasi.

Pada dasarnya, Reksa Dana Syariah sama dengan Reksa Dana Konvensional yang bertujuan mengumpulkan dana dari masyarakat, yang selanjutnya dikelola oleh Manajer Investasi untuk kemudian diinvestasikan pada instrumen-instrumen pasar modal dan pasar uang. Reksadana Syariah memiliki kebijakan investasi yang berbasis pada prinsip Islam. Instrumen investasi yang dipilih dalam portofolionya harus yang dikategorikan halal, instrument yang dikategorikan halal adalah, jika pihak yang menerbitkan instrument investasi tersebut tidak melakukan usaha yang bertentangan dengan prinsip Islam dan tidak melakukan *riba*. (M. Firdaus, dkk. 2005 ; 15)

Dengan demikian, Reksadana Syariah adalah suatu wadah atau tempat bagi para pemodal kecil yang ingin berinvestasi di pasar modal tanpa modal yang terlalu besar dan pengelolaan dana yang dilakukan Manajer Investasi hanya ke dalam portofolio yang sesuai dengan Syariah dan juga pembagian hasil menggunakan *akad* syari'ah tanpa menggunakan unsur bunga.

Landasan Hukum Reksa Dana Syariah

Reksadana Syariah merupakan penyesuaian dari Reksa Dana Konvensional. Reksadana Syariah merupakan kegiatan muamalat yang memiliki landasan hukum yang bersumber dari Al-Qur'an dan Hadist yang harus dilaksanakan dalam setiap kegiatan investasi. Dan landasan hukum Reksa Dana Syariah yang bersumber dari Al-Quran dan Hadist menurut fatwa DSN-MUI No 20, (dalam Dr. Muhammad Firdaus, dkk. 2005) adalah:

Al-Qur'an

a. Firman Allah swt dalam surat Al-Baqarah:275

وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا...

"...dan Allah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba..." (QS. al-Baqarah [2]: 275).

Dalam ayat tersebut diuraikan bahwa Allah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. Jual beli adalah transaksi pertukaran harta dengan tujuan untuk mencari keuntungan dan laba. Pada pelaksanaan investasi Reksa Dana Syariah terdapat transaksi jual beli, dimana Manajer Investasi bertindak sebagai wakil para investor dalam hal jual beli saham atau efek.

Ayat tersebut menerangkan juga, bahwa riba diharamkan oleh Allah, karena riba merupakan salah satu perbuatan yang membinasakan (Adiwarman,

2008;11). Mekanisme kerja Reksa Dana Konvensional masih terdapat unsur riba, karena produk yang ditawarkan Reksa Dana Konvensional komposisi investasinya terdapat perusahaan yang menggunakan bunga dan perusahaan efek masih dalam kategori haram serta hasil investasi yang diterima dalam Reksa Dana Konvensional berdasarkan persentase bunga yang telah disepakati para pemodal. Firman Allah swt dalam surat An-Nisa: 29

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِنْكُمْ ...

"*Hai orang yang beriman! Janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang bathil, kecuali dengan jalan perniagaan yang berlaku dengan suka sama suka di antara kamu,...*" (QS. al-Nisa' [4]: 29)

Ayat di atas dengan tegas melarang orang memakan harta orang lain atau hartanya dengan jalan yang bathil, artinya tidak memiliki hak. Memakan harta sendiri dengan bathil artinya membelanjakan hartanya pada jalan maksiat, dan memakan harta orang lain dengan jalan bathil adalah memakannya dengan jalan riba, judi, menipu dan menganiaya (H. Abdul Halim. 2006; 258)

Pelaksanaan investasi pada Reksa Dana Syariah harus dilakukan menurut prinsip kehati-hatian serta tidak diperbolehkan melakukan spekulasi dan manipulasi yang mengandung unsur *gharar*. Di antara bentuk transaksi yang dilarang dalam Reksa Dana Syariah adalah: *ba'i najasy* yaitu menyembunyikan harga yang sebenarnya dan melakukan penawaran palsu, *ba'i al-ma'dum* yaitu melakukan penjualan atas barang yang belum dimiliki, *insider trading* yaitu menyebarluaskan informasi yang menyesatkan atau memakai informasi orang dalam untuk memperoleh keuntungan transaksi yang dilarang, dan melakukan investasi pada perusahaan yang pada saat transaksi tingkat hutangnya lebih dominan dari modalnya.

Firman Allah swt dalam surat Al-Maidah: ayat: 1

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ ...

"*Hai orang yang beriman! Penuhilah akad-akad itu*" (QS. al-Ma'idah [5]: 1).

"*Aufu bil 'uqud*", artinya, sempurnakanlah sekalian *akad*, tepati segala janji. Perkataan "*uqud*" adalah jama dari "*akad*" artinya simpul tali

Terkadang kata *akad* menurut istilah dipergunakan dalam pengertian umum, yakni sesuatu yang diikatkan seseorang bagi dirinya sendiri atau bagi orang lain dengan kata harus. Jual beli dan sejenisnya adalah *akad*. Akad yang

dimaksud dalam ayat diatas adalah wajib menepati segala janji itu, perjanjian apapun bentuknya, selama tidak bertentangan dengan Al-Qur'an dan Hadist. Jadi segala yang bertentangan dengan Syariah itu ditolak tidak wajib ditepati, bahkan haram untuk dilaksanakan.

Mekanisme kerja yang dilaksanakan dalam investasi di Reksa Dana Syariah berisi *akad* muamalat yang diperbolehkan dalam Islam. Akad muamalat yang terjadi dalam Reksa Dana Syariah adalah *akad wakalah* dan *mudharabah*. *Akad wakalah* terjadi antara Manajer Investasi dengan investor, dimana investor mewakilkan dananya kepada Manajer Investasi untuk diinvestasikan kembali ke dalam portofolio yang sesuai dengan Syariah. Dan *akad mudharabah* terjadi antara Manajer Investasi dengan pengguna investasi, serta pembagian hasil yang dilakukan juga menggunakan *akad mudharabah*, dimana keuntungan yang diperoleh dari hasil pengelolaan dana tersebut dibagi antara kedua belah pihak sesuai dengan proporsi yang disepakati kedua belah pihak.

Firman Allah swt dalam surat Al-Baqarah:279

...لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ (البقرة)...

"...*kamu tidak (boleh) menganiaya dan tidak (pula) dianiaya*" (QS. al-Baqarah [2]: 279).

Ayat diatas adalah potongan dari ayat tentang riba, riba merupakan suatu pekerjaan dosa besar yang wajib di jauhi dan ditinggalkan. Karena dengan melakukan riba kita telah menganiaya orang lain dan juga menganiaya diri sendiri. Pada dasarnya kegiatan muamalat harus didasarkan dengan prinsip suka sama suka antara kedua belah pihak dan prinsip kehati-hatian agar tidak terjadi kedzaliman di antara kedua belah pihak.

Pelaksanaan investasi di Reksa Dana Konvensional diharamkan karena terdapat unsur dzalim. Adanya unsur dzalim pada Reksa Dana Konvensional karena investor tidak mengetahui kemana dana yang mereka miliki di investasikan kembali, investasi Reksa Dana Konvensional yang tidak diawasi oleh DSN menjadikan investasi tersebut tidak ada batasannya, sehingga ditakutkan dana tersebut diinvestasikan kembali ke dalam efek atau saham yang diharamkan Islam. Dan juga pembagian keuntungan yang dilakukan Reksa Dana Konvensional menggunakan persentase bunga yang mengandung riba.

Firman Allah swt dalam surat Al-Baqarah:198

...لَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَنْ تَبْتَغُوا فَضْلًا مِنْ رَبِّكُمْ...

"...Tidak ada dosa bagimu untuk mencari karunia dari Tuhanmu ..." (QS. al-Baqarah [2]: 198)

Makna dari "Tiada dosa atasmu kamu mencari karunia dari Tuhanmu," ialah apabila kamu berbondong-bondong datang dari Arafah, ada satu kelonggaran bagimu, yakni bagi orang yang mengerjakan haji, yaitu boleh berniaga atau yang seumpamanya, meskipun kamu masih dalam mengerjakan haji. Inilah yang dimaksud dengan "karunia".

Uraian di atas menjelaskan bahwa karunia Allah tidak terbatas dan bisa dicari dimana dan kapan saja, dan sesungguhnya karunia Allah itu bertebar dimuka bumi ini. Karunia Allah bukan hanya saja melakukan transaksi jual beli barang saja, tapi saat ini di zaman yang telah maju karunia Allah bisa dilakukan dengan jalan berinvestasi di Reksa Dana Syariah. Karena Reksa Dana Syariah dinilai memiliki potensi peran yang lebih besar dalam mengembangkan sektor riil di masa mendatang. Hal itu karena sebagian besar portofolio investasi Reksa Dana Syariah langsung berhubungan dengan sektor riil, yaitu berupa obligasi korporasi dan saham. Dengan peran tersebut Reksa Dana merupakan karunia Allah dengan tujuan untuk kemaslahatan bersama dalam membangun sektor riil di Indonesia.

Hadist Nabi saw, yaitu

الصُّلْحُ جَائِزٌ بَيْنَ الْمُسْلِمِينَ إِلَّا صُلْحًا حَرَّمَ حَلَالًا أَوْ أَحَلَّ حَرَامًا وَالْمُسْلِمُونَ عَلَى شُرُوطِهِمْ إِلَّا شَرْطًا حَرَّمَ حَلَالًا أَوْ أَحَلَّ حَرَامًا (رواه الترمذي عن عمرو بن عوف).

"Perdamaian dapat dilakukan di antara kaum muslimin kecuali perdamaian yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram; dan kaum muslimin terikat dengan syarat-syarat mereka kecuali syarat yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram" (HR. Tirmizi dari 'Amr bin 'Auf).

Asal perdamaian dari hadist di atas adalah disunahkan. Terkadang muncul kondisi yang menyebabkan hukumnya menjadi wajib, yakni apabila ada kemaslahatan yang bergantung padanya. Namun juga bisa berubah menjadi haram bila menyebabkan perbuatan haram yang harus dicegah. Atau berubah menjadi makruh bila menyebabkan terjadinya kerusakan yang mungkin bisa terjadi. Dan bisa juga menjadi mubah, bila dua kemungkinan itu sama-sama bisa terjadi (Adiwarman. 2008;264). Hadist di atas menjelaskan, bahwa segala sesuatu yang menimbulkan kedamaian dan kemaslahatan maka hukumnya adalah mubah.

Dalam Reksa Dana Konvensional terdapat transaksi yang bertentangan dengan syariat Islam, baik dari segi *akad*, pelaksanaan investasi, maupun dari segi pembagian keuntungan. Oleh karena itu, perlu adanya Reksa Dana yang mengatur semua hal tersebut yang sesuai dengan Syariah Islam. Dengan hadirnya Reksa Dana Syariah menjadi solusi bagi para investor yang ingin berinvestasi di Reksa Dana. Karena Reksa Dana Syariah bukan hanya memberikan keuntungan saja tetapi memberikan kenyamanan dan kedamaian dalam berinvestasi.

لَا ضَرَرَ وَلَا ضِرَارَ

(يحيى عن ومالك العباس ابن عن وأحمد الصامت بن عبادة عن ماجه ابن رواه)

“Tidak boleh membahayakan diri sendiri dan tidak boleh pula membahayakan orang lain” (HR. Ibn Majah dari ‘Ubadah bin Shamit, Ahmad dari Ibn ‘Abbas, dan Malik dari Yahya).

2. Kaidah Fiqih, yaitu :

Sebagaimana telah dijelaskan pada ayat-ayat dan hadist di atas bahwa semua kegiatan muamalat hukumnya mubah, sebelum ada dalil yang menunjukkan atas kegiatan muamalat tersebut. Pada dasarnya, dalam Reksa Dana terdapat *akad* muamalat yang dibolehkan dalam Islam yaitu jual beli dan bagi hasil. Dan di sana terdapat banyak maslahat, seperti memajukan perekonomian, saling memberi keuntungan diantara para pelakunya, meminimalkan risiko dalam pasar modal dan sebagainya. Namun, didalamnya juga ada hal-hal yang bertentangan dengan syariah, baik dalam segi *akad*, operasi, investasi, transaksi dan pembagian keuntungannya. Karena Reksa Dana Konvensional tidak sesuai dengan Syariah, maka investasi di Reksa Dana Konvensional menjadi haram.

Untuk itulah diciptakan produk Reksa Dana Syariah, dimana keputusan investasi yang dilakukan oleh Manajer Investasi dibatasi oleh rambu-rambu syariah. Dengan cara ini, hasil investasi yang dibagikan kepada para investor menjadi bersih dari riba dan unsur yang tidak halal lainnya. Diantara investasi yang halal yang tidak boleh dilakukan adalah investasi dalam bidang perjudian, pelacuran, pornografi, makanan dan minuman yang diharamkan, lembaga keuangan ribawi dan lain-lain.

Klasifikasi Reksa Dana Syariah

Reksa Dana diklasifikasikan berdasarkan bentuk hukum, sifat dan jenis penempatan portofolionya.

Klasifikasi Reksa Dana berdasarkan bentuk hukumnya

- a. Reksa Dana berbentuk Perseroan Terbatas (PT). Reksa Dana berbentuk PT adalah emiten di bursa yang kegiatan usahanya menghimpun dana dengan menjual saham (UP) untuk kemudian diinvestasikan pada berbagai jenis efek pasar uang dan pasar modal. Investor memperoleh saham Reksa Dana dengan membelinya dari investor lain di bursa.
- b. Reksa Dana berbentuk Kontrak Investasi Kolektif (KIK)
Reksa Dana berbentuk KIK bukan merupakan badan hukum, KIK merupakan kontrak antara Manajer Investasi dan Bank Kustodian yang mengikat pemegang UP dimana Manajer Investasi diberi wewenang untuk mengelola investasi portofolio kolektif dan Bank Kustodian diberi wewenang untuk melaksanakan penitipan kolektif. Peran Manajer Investasi adalah menentukan arah kebijakan investasi sementara Bank Kustodian berperan menjalankan perintah Manajer Investasi untuk melakukan pembayaran biaya-biaya yang berkaitan dengan Reksa Dana, mencatat perubahan jumlah Unit Penyertaan dan menghitung besarnya Nilai Aset Bersih Reksa Dana.

Klasifikasi Reksa Dana Berdasarkan Sifatnya

- a. Reksa Dana Terbuka (*open-end funds*)
Dalam Reksa Dana terbuka, Manajer Investasi sebagai pengelola Reksa Dana dapat menawarkan dan membeli Unit Penyertaan dari investor sampai sejumlah Unit Penyertaan yang telah dikeluarkan. Apabila investor ingin menjual Unit Penyertaan yang dimilikinya, Manajer Investasi berkewajiban membeli kembali (*redeem*) Unit Penyertaan tersebut. Harga UP baik saat dijual kepada investor dan saat dibeli kembali oleh Manajer Investasi adalah sebesar NAB. Hanya saja, Manajer Investasi akan mengenakan biaya tambahan sebagai komisi (*load*) Manajer Investasi. Biaya ini hanya dikenakan sekali saat penjualan (*sales charge*) atau saat pembelian kembali (*redemption fee*). Secara ringkas, karakteristik Reksa Dana terbuka yang membedakannya dari Reksa Dana tertutup adalah :
 - Reksa Dana dapat menjual UP sampai dengan jumlah UP yang ditetapkan dalam kontrak / Anggaran Dasar.

- UP tidak dicatakan di bursa efek
 - Pengelola Reksa Dana dapat membeli kembali UP dari investor
 - Nilai UP berdasarkan NAB
 - Reksa Dana dapat berbentuk hukum PT atau KIK
- b. Reksa Dana Tertutup (*close-end funds*)
- Dalam Reksa Dana tertutup, Manajer Investasi hanya dapat menerbitkan atau menjual saham atau Unit Penyertaan secara terbatas dan tidak dapat membeli/menarik kembali saham / Unit Penyertaan yang diterbitkan. Reksa Dana tertutup diharuskan berbentuk hukum Perseroan Terbatas dan beroperasi sebagaimana layaknya perusahaan publik lain dibursa. Penjualan Unit Penyertaan atau saham Reksa Dana tertutup juga terbatas, sebesar jumlah yang ditetapkan dalam modal dasar perusahaan. Saham Reksa Dana ditentukan oleh permintaan dan penawaran di pasar. Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana jenis ini tergantung dari nilai portofolionya. Oleh karena itu harga saham Reksa Dana tertutup seringkali berbeda-beda dengan Nilai Aktiva Bersihnya. Secara singkat, karakteristik Reksa Dana tertutup yang membedakannya dari Reksa Dana terbuka adalah :
- Reksa Dana tertutup hanya dapat menjual UP atau sahamnya sebatas sebesar modal dasar
 - UP ditransaksikan di bursa efek
 - Pengelola Reksa Dana tidak dapat membeli UP investor, UP hanya dapat diperjualbelikan kepada investor lain dibursa efek.
 - Nilai UP tergantung equilibrium di bursa
 - Reksa Dana hanya dapat berbentuk hukum PT

Klasifikasi Reksa Dana Berdasarkan Penempatan Portofolionya

Berdasarkan jenis penempatan portofolionya, Reksa Dana dibedakan menjadi 4 jenis. Klasifikasi ini sesuai dengan Keputusan Ketua BAPEPAM No. KEP. 08/PM/1996 yang menyatakan empat jenis Reksa Dana, tetapi dalam Reksa Dana Syariah hanya ada tiga jenis Reksa Dana, yaitu :

- a. Reksa Dana Pendapatan Tetap (*Fix Income Funds*). Dalam Reksa Dana Pendapatan Tetap, paling sedikit 80% dari portofolio yang dikelolanya ke dalam obligasi syariah yang memberikan hasil yang tetap. Obligasi syariah adalah surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang

dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo (M. Firdaus, dkk. 2005 ; 76). Reksa Dana ini sesuai untuk investor yang konservatif dan menghindari risiko tinggi.

- b. Reksa Dana Saham (*Equity Funds*). Reksa Dana saham melakukan diversifikasi portofolio minimal 80% pada instrumen berbentuk saham atau ekuitas. Hanya sebagian kecil yang diinvestasikan dananya pada obligasi dan pasar uang. Reksa Dana jenis ini dianggap memiliki risiko paling tinggi dari pada Reksa Dana jenis lainnya.
- c. Reksa Dana Campuran (*Balanced Funds*). Reksa Dana campuran merupakan diversifikasi portofolio pada berbagai instrumen di pasar modal dan pasar uang dalam proporsi yang seimbang. Diversifikasi ini bertujuan untuk memperoleh tingkat pengembalian dan risiko yang moderat, dalam artian tidak setinggi Reksa Dana saham, namun lebih tinggi dari Reksa Dana pendapatan tetap. Reksa Dana ini sesuai untuk investor yang menginginkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dari Reksa Dana pendapatan tetap, namun menghindari tingkat risiko yang tinggi seperti Reksa Dana saham.

Nilai Aktiva Bersih (NAB) dan *Return* Reksa Dana

Nilai Aset Bersih (NAB) atau *Net Assets Value* (NAV) merupakan tolok ukur dalam memantau hasil portofolio suatu Reksa Dana. Nilai aset bersih per-unit dihitung setiap hari oleh bank kustodian berdasarkan data yang diberikan Manajer Investasi. Nilai Aset Bersih per-unit ini dipublikasikan setiap hari oleh Reksa Dana terbuka dan setidaknya sekali dalam seminggu oleh Reksa Dana tertutup sesuai Peraturan BAPEPAM. Nilai Aset Bersih mencerminkan keuntungan atau kerugian yang diterima investor dari portofolio yang dibentuk Manajer Investasi dalam Reksa Dana. Peningkatan NAB menunjukkan bertambahnya nilai investasi pemegang Unit Penyertaan atau saham. Sebaliknya Penurunan NAB menunjukkan berkurangnya nilai investasi yang dimiliki pada investor.

NAB per-unit diperoleh dengan mengurangi harga pasar wajar dari portofolio Reksa Dana dengan kewajiban atau biaya operasional Reksa Dana kemudian dibagi dengan jumlah nilai penyertaan yang beredar pada saat tertentu. Harga pasar wajar dihitung oleh Manajer Investasi pada setiap hari

bursa sesuai ketentuan BAPEPAM. Nilai Aset Bersih per-unit ini dapat ditulis dalam formula (Suad Husnan; 1998 : 359)

$$NAV_{t/unit} = \frac{(MVA_t - LIAb_t)}{NSO_t} \quad (2.1)$$

$NAV_{t/unit}$ = Nilai Aset Bersih pada waktu t

MVA = Nilai pasar wajar dari aktiva (*market value of asset*) pada waktu t

$LIAb_t$ = Kewajiban (*liabilities*) Reksa Dana pada waktu t

NSO_t = Jumlah saham / UP yang beredar (*number of share outstanding*) pada waktu t

Return Reksa Dana

Perhitungan keuntungan Reksa Dana menggunakan rumus berikut :

$$R_p = \frac{(NAB_1 - NAB_0 + \text{Distribusi Income \& Capital Gain})}{NAB_0} \times 100\% \quad (2.2)$$

Dimana : R_p = Return Reksa Dana

NAB_1 = Nilai Aset Bersih pada akhir periode

NAB_0 = Nilai Aset Bersih pada awal periode

Pihak-Pihak Yang Terkait Dengan Reksa Dana Syariah

Manajer Investasi

Tugas utama Manajer Investasi adalah mengelola portofolio investasi. Karena tujuan pemodal menghimpun dananya dalam Reksa Dana untuk mendapatkan keuntungan yang sesuai dengan syariah islam. Dalam menjalankan peran ini Manajer Investasi harus dapat memenuhi kebutuhan investasi pemodal yang menjadi sasaran usahanya. Untuk kemudian dikembangkan strategi investasi dan pedoman yang akan menjadi dasar bagi kegiatan pelaksanaan investasi. Kemudian dengan mengenali risiko yang mungkin timbul, Manajer Investasi harus mengelola portofolio investasi melalui kegiatan alokasi aset investasi, analisis instrumen investasi, eksekusi transaksi, pengukuran kinerja serta pengelolaan risiko.

Untuk dapat melakukan kegiatan usahanya, Manajer Investasi harus memperoleh izin dari BAPEPAM. Setelah memenuhi syarat-syarat yang ditetapkan

badan tersebut. Salah satu syarat tersebut adalah adanya seorang direksi dan seorang staf perusahaan yang telah memiliki izin perorangan sebagai wakil Manajer Investasi. Izin itu sendiri dikeluarkan oleh BAPEPAM setelah lulus ujian wakil Manajer Investasi yang diantaranya diadakan oleh asosiasi standar profesional pasar modal serta lulus tes wawancara yang diadakan oleh BAPEPAM.

Manajer Investasi bertugas untuk kegiatan investasi yang meliputi analisa dan pemilihan jenis investasi, mengambil keputusan-keputusan investasi, memonitor pasar dan melakukan tindakan-tindakan demi kepentingan investor. Manajer Investasi wajib dengan itikad baik dan penuh tanggung jawab melaksanakan tugasnya sebaik mungkin untuk kepentingan Reksa Dana. Bila, Manajer Investasi tidak melaksanakan kewajiban dimaksud, segala kerugian akibat tindakan tersebut wajib ditanggung oleh Manajer Investasi. Selain itu, berdasarkan keputusan ketua BAPEPAM No. Kep-07/PM/1997 angka 7a tanggal 30 April 1997 kewajiban Manajer Investasi adalah :

- Mengelola portofolio termasuk menurut kebijakan investasi yang tercantum dalam kontrak dan prospektus
- Menyusun tata cara dan memastikan bahwa semua uang para calon pemegang Unit Penyertaan disampaikan kepada bank kustodian selambat-lambatnya pada hari kerja berikutnya.
- Melakukan pembelian kembali Unit Penyertaan, dan
- Memelihara semua catatan penting yang terkait dengan laporan keuangan dan pengelolaan Reksa Dana sebagaimana ditetapkan oleh BAPEPAM.

Bank Kustodian

Bank Kustodian adalah bagian dari kegiatan suatu usaha baik yang bertindak sebagai penyimpan kekayaan atau sebagai administrator Reksa Dana (M. Firdaus, dkk. 2005 ; 23). Menurut keputusan ketua BAPEPAM No. Kep-07/PM/1997 angka 7b tanggal 7 April 1997. Kewajiban bank kustodian adalah :

- Memberikan jasa penitipan kolektif dan kustodian terhadap harta Reksa Dana
- Bertanggung jawab untuk menghitung Nilai Aset Bersih Unit Penyertaan dari Reksa Dana setiap hari bursa
- Membayar biaya-biaya Reksa Dana atas perintah Manajer Investasi

- Menyimpan catatan secara terpisah yang menunjukkan semua perubahan dalam jumlah Unit Penyertaan, jumlah Unit Penyertaan yang dimiliki setiap pemegang Unit Penyertaan dan nama, kewarganegaraan, alamat serta identitas lain dari pemegang Unit Penyertaan
- Mengurus penerbitan dan penebusan dari Unit Penyertaan sesuai kontrak, dan
- Memastikan Unit Penyertaan diterbitkan hanya atas penerimaan dana dari calon pemegang Unit Penyertaan

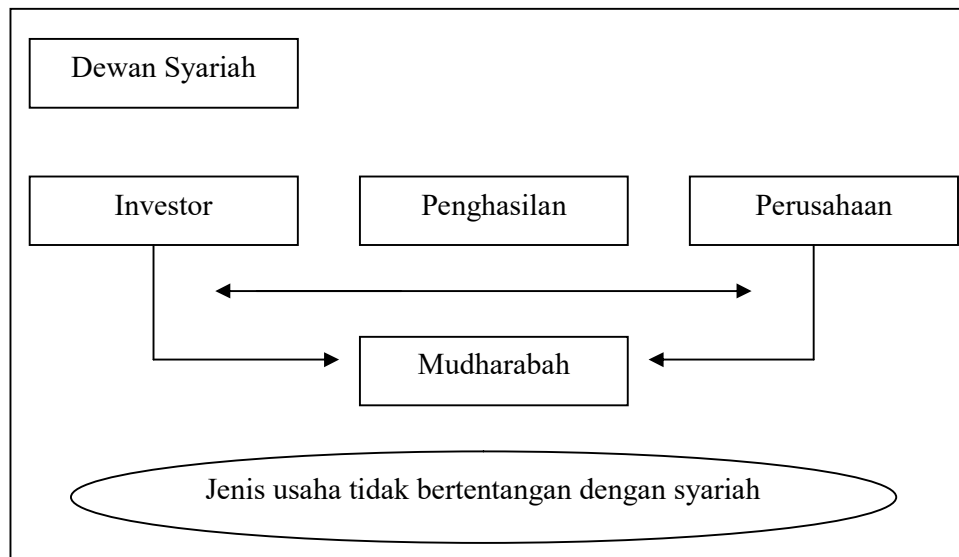
Dewan Pengawas Syariah

Dewan Pengawas Syariah bertugas memberikan arahan kepada Manajer Investasi agar senantiasa kegiatan investasi yang dilakukan sesuai dengan syariah. Dengan demikian Dewan Pengawas Syariah dapat mengajukan fatwa perubahan kriteria investasi, dan Manajer Investasi akan mengikuti perubahan fatwa tersebut sesuai dengan tujuan investasi. Keberadaan Dewan Pengawas Syariah dapat disejajarkan pada keberadaan auditor internal ataupun eksternal keuangan yang akan menjamin pelaksanaan paraturan berdasarkan undang-undang. Dewan Pengawas Syariah membawa dua tugas pokok yaitu mengawasi syariah *compliance* dalam manajemen juga dapat menjadi perwakilan investor dalam perusahaan akan pemenuhan asas syariah.(Yusuf Talal, dalam Rinda Asytuti.2003) Reksa Dana Syariah adalah Reksa Dana yang melakukan operasional kegiatan sesuai dengan syariah islam. Tidak menginvestasikan dananya ke dalam bisnis yang diharamkan Islam.

- a. Mempunyai Dewan Pengawas Syariah yang bertindak sebagai pengawas dan memberikan arahan kepada Manajer Investasi agar tidak menggunakan dana tersebut ke dalam bisnis yang haram dan selalu sesuai dengan syariah
- b. Mekanisme Operasional antara pemodal dengan Manajer Investasi dilakukan dengan sistem *wakalah*, dan antara Manajer Investasi dengan pengguna investasi dilakukan dengan *akad mudharabah*
- c. Ciri yang paling mendasar dari Reksa Dana Syariah adalah setiap kegiatan yang dilakukan harus sesuai dengan syariah dan tidak boleh bertentangan dengan prinsip Islam.

Gambar 2.1

Ciri Operasional Reksa Dana Syariah



Sumber : Firdaus dkk., 2005 : 25

Mekanisme Operasional Reksa Dana Syariah

Mekanisme transaksi Reksa Dana dalam konsep Fiqih Muamalah berjalan menggunakan *akad Wakalah* yaitu antara investor dengan Manajer Investasi. Dan *Mudharabah* antara Manajer Investasi dengan Perusahaan. Perbedaan yang mendasar antara Reksa Dana Syariah dengan Reksa Dana Konvensional terletak pada proses *screening* dalam mengkontruksi portofolio (M. Firdaus. 2005;23). Dalam Reksa Dana Syariah dikenal dengan proses *filterisasi*. *Filterisasi* dalam prinsip Islam adalah mengeluarkan saham-saham yang memiliki aktivitas haram seperti *riba*, *gharar*, minuman keras, judi, daging babi, rokok dan lain-lain. Proses *filterisasi* juga dilakukan dengan cara membersihkan pendapatan yang dianggap diperoleh dari kegiatan haram dan membersihkannya dengan cara *charity* hingga *benchmarking* harus selalu dalam koridor yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.

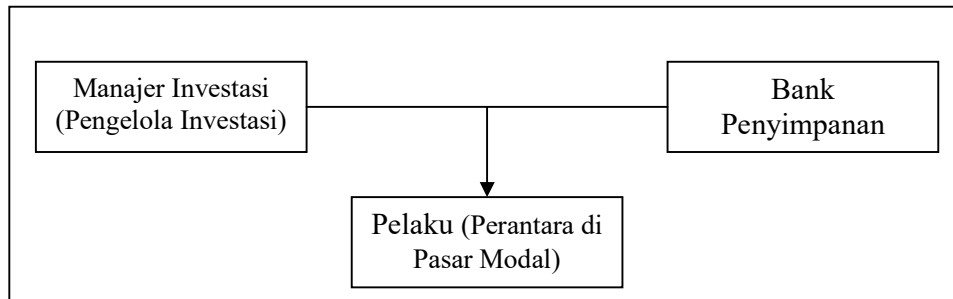
Untuk itu, fungsi dan tugas seorang Manajer Investasi pada Reksa Dana Syariah menjadi lebih luas daripada Manajer Investasi Reksa Dan Konvensional yaitu menyusun strategi *portofolio* yang baik agar menghasilkan *return* optimal dan *outperform* dibandingkan dengan Reksa Dana lain, dengan tetap menjamin kehalalan proses investasi yang dilakukan.

Di Indonesia, instrumen-instrumen keuangan dan pasar modal yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah masih sangat terbatas. Sarana investasi

Reksa Dana Syariah di pasar modal terbatas pada saham-saham yang tercantum dalam *Jakarta Islamic Index* (berupa 30 saham yang dikategorikan halal sesuai keputusan DSN), Instrumen Obligasi *syariah* dan instrumen pasar uang seperti deposito *mudharabah* bank-bank Syariah dan Sertifikat Bank Indonesia Syariah. Hal ini dapat menjadi kendala bagi Reksa Dana Syariah untuk mendapatkan *return* yang optimal. Sebagaimana penelitian yang oleh Rinda Asytuti (2003), membuktikan bahwa minimnya sarana investasi yang sesuai syariah mengakibatkan kesulitan bagi kinerja Reksa Dana Syariah pada tahun tersebut untuk memberikan *return* optimal dibandingkan dengan Reksa Dana Konvensional.

Gambar 2.2

Mekanisme Operasional Reksa Dana Syariah



Sumber : Firdaus dkk, 2005 : 25

Manfaat Reksa Dana Syariah

Reksa Dana memiliki beberapa manfaat yang menjadikannya sebagai salah satu alternatif investasi yang menarik antara lain:

- Dikelola oleh manajemen profesional. Bahwasannya Reksa Dana dilaksanakan oleh Manajer Investasi, yakni perusahaan yang memang keahlian dalam hal pengelolaan dana. Peran Manajer Investasi sangat penting mengingat investor individu pada umumnya mempunyai keterbatasan waktu, sehingga tidak dapat melakukan riset secara langsung dalam menganalisa harga efek serta mengakses informasi ke pasar modal.
- Diversifikasi investasi. Diversifikasi atau penyebaran investasi sangat penting untuk mengurangi risiko, karena dana atau kekayaan Reksa Dana diinvestasikan pada berbagai jenis efek sehingga risikonya pun juga tersebar. Dengan kata lain, risikonya tidak sebesar risiko bila seorang

membeli satu atau dua jenis saham atau efek secara individu apalagi dengan dana terbatas. Pemodal bisa berinvestasi di berbagai jenis Reksa Dana sesuai *risk profil*nya.

- **Transparansi informasi.** Pengelola Reksa Dana wajib memberikan informasi atas perkembangan portofolionya dan biayanya secara kontinyu sehingga pemegang Unit Penyertaan dapat memantau keuntungannya, biaya, dan risiko setiap saat. Pengelola Reksa Dana wajib mengumumkan Nilai Aset Bersih (NAB)nya setiap hari di surat kabar serta menerbitkan laporan keuangan tengah tahunan dan tahunan serta prospektus secara teratur sehingga Investor dapat memonitor perkembangan investasinya secara rutin.
- **Likuiditas yang tinggi.** Agar investasi yang dilakukan berhasil, setiap instrumen investasi harus mempunyai tingkat likuiditas yang cukup tinggi. Dengan demikian, investor dapat mencairkan kembali unit penyertaannya setiap saat sesuai ketentuan yang dibuat masing-masing Reksa Dana sehingga memudahkan investor mengelola kasnya. Terlebih ada aturan dimana Manajer Investasi pengelola Reksa Dana terbuka wajib membeli kembali unit penyertaannya sehingga sifatnya sangat likuid. Tingkat likuiditas ini dipengaruhi oleh jenis Reksa Dana, besar aset yang dikelola, dan juga kondisi pasar saat itu.
- **Bebas Pajak.** Setiap Pembayaran atas Penjualan kembali Unit Penyertaan tidak dikenakan Pajak. Pembebasan pajak ini merupakan daya tarik untuk investasi pada Reksa Dana.
- **Biaya Rendah.** Karena Reksa Dana merupakan kumpulan dana dari banyak pemodal dan kemudian dikelola secara profesional, maka sejalan dengan besarnya kemampuan untuk melakukan investasi tersebut akan menghasilkan pula efisiensi biaya transaksi. Manajer Investasi yang memiliki aset kelolaan tinggi cenderung lebih efisien dalam hal biaya operasi dibanding Manajer Investasi dengan aset kelolaan rendah.
- **Sesuai Syariah.** Sesuatu yang mendasar dari Reksa Dana Syariah adalah investasi terhadap jenis efek yang sesuai dengan Syariah sehingga nasabah merasa aman karena hasil Reksa Dana Syariah adalah dari usaha yang halal.

Risiko Investasi Melalui Reksa Dana Syariah

Sebagai sebuah instrumen investasi, selain memberikan *return* Reksa Dana juga memiliki risiko dari suatu Reksa Dana biasa yang dijelaskan dalam prospektus Reksa Dana tersebut sehingga dapat menjadi bahan pertimbangan calon investor sebelum memutuskan untuk melakukan investasi. Risiko-risiko yang harus dihadapi Reksa Dana antara lain sebagai berikut: (Achsien, 2000 dalam Asytuti 2003)

1. Risiko politik dan ekonomi: Risiko yang berasal dari perubahan kebijakan ekonomi dan politik yang berpengaruh pada kinerja bursa dan perusahaan sekaligus, sehingga akhirnya membawa efek pada portofolio yang dimiliki suatu Reksa Dana.
2. Risiko pasar: Risiko yang berasal dari variabilitas *return* karena fluktuasi dalam keseluruhan pasar sehingga berpengaruh pada semua sekuritas.
3. Risiko inflasi: Risiko yang berasal dari menurunnya daya beli akibat terjadinya inflasi.
4. Risiko nilai tukar: Risiko ini dapat terjadi bila terdapat sekuritas luar negeri dalam portofolio Reksa Dana.
5. Risiko spesifik: Risiko yang melekat pada setiap sekuritas yang dimiliki. Di samping dipengaruhi pasar secara keseluruhan, setiap sekuritas mempunyai nilai risiko sendiri-sendiri.
6. Risiko menurunnya nilai unit penyertaan (NAV): Nilai NAV akan dipengaruhi dari harga efek-efek yang menyusun portofolionya. Ini berkaitan dengan kemampuan Manajer Investasi Reksa Dana dalam mengelola dananya.
7. Risiko likuiditas: Penjualan kembali (*redemption*) sebagian besar unit penyertaan oleh investor kepada *fund manager* secara bersamaan dapat menyulitkan manajemen perusahaan dalam menyediakan dananya. Tentu saja risiko ini hanya terjadi pada perusahaan Reksa Dana yang sifatnya terbuka (*open-end funds*). Risiko ini dikenal juga sebagai *redemption effect*.

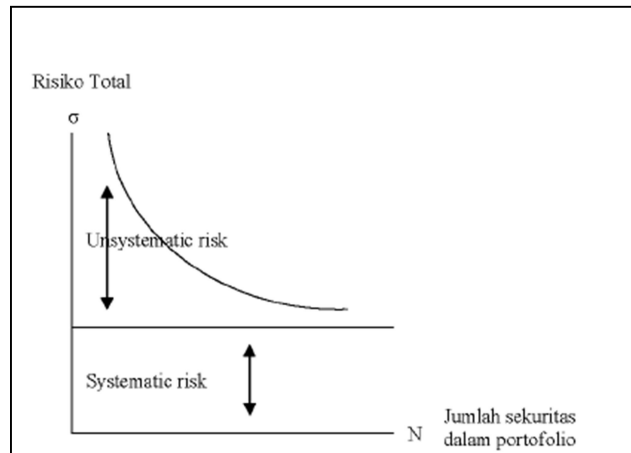
Risiko Sistematis dan Risiko Tidak Sistematis

Husnan (2005;161) menyebutkan bahwa risiko dibagi menjadi dua, yaitu:

1. Risiko Sistematis (*Systematic risk*). Risiko sistematis merupakan risiko yang mempengaruhi semua perusahaan. Risiko ini terjadi karena kejadian-kejadian di luar kegiatan perusahaan, seperti inflasi, resesi dan lain sebagainya. Risiko ini tidak dapat dihilangkan dengan cara diversifikasi oleh portofolio.
2. Risiko tidak sistematis (*Unsystematic risk*). Risiko tidak sistematis atau risiko khusus merupakan risiko yang mempengaruhi satu (kelompok kecil) perusahaan, karena risiko ini merupakan risiko yang penyebabnya ada di dalam perusahaan itu sendiri atau di dalam suatu kelompok industri tertentu. Risiko ini disebut juga dengan risiko unik/risiko residual/risiko khusus perusahaan. Yang termasuk dalam risiko ini misalnya adanya kerusakan peralatan, pemogokan kerja, tuntutan hukum maupun kebakaran. Risiko ini tidak menjadi perhatian utama bagi investor kecuali bagi investor yang menanamkan dananya hanya pada satu perusahaan tertentu. Hal ini dikarenakan risiko ini dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi. Secara konseptual, risiko sistematis dan risiko tidak sistematis dapat ditunjukkan dalam gambar berikut:

Gambar 2.3

Diversifikasi dan Risiko Portofolio



Sumber : Husnan, 1998:63

Dari gambar di atas dapat diketahui bahwa risiko total terdiri dari risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Risiko sistematis akan selalu konstan walau berapapun jumlah investasi yang dilakukan. Berbeda dengan risiko tidak sistematis, risiko ini dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi, yaitu

pembentukan suatu portofolio yang sedemikian rupa sehingga dapat mengurangi risiko investasi tanpa mengorbankan tingkat pengembalian yang dihasilkan Fabozzi (1999 : 73). Dengan demikian investor cenderung untuk memperhatikan risiko sistematis yang akan mempengaruhi *return* investasi.

Standar Deviasi

Penghitungan risiko akan lebih mudah dan efektif dilakukan dengan cara menghitung simpangan baku yaitu mengestimasi kemungkinan perbedaan *return* nyata (*riil*) dari *ekspektasi return*. Dalam Reksa Dana *standar deviasi* dihitung dengan rumus (Ross. 2000;242)

$$\sigma_p = \sqrt{\frac{\sum \{R_p - E(R_p)\}^2}{n-1}} \quad (2.3)$$

Dalam hal ini yang dimaksud dengan risiko adalah tingkat simpangan ke bawah. Apabila distribusi probabilitas keuntungan terdistribusi secara normal maka risiko berbanding lurus dengan tingkat (ukuran) simpangan atau *standar deviasi*. Untuk menghitung *standar deviasi* dari probabilitas keuntungan dapat ditempuh dengan dua cara yaitu *Ex-ante* dan *Ex-post*. Cara *Ex-ante* artinya memprediksikan apa yang akan terjadi (*standar deviasi*) dimasa mendatang tanpa menggunakan data masa lalu. Cara ini ditempuh dengan terlebih dulu menetapkan probabilitas dari suatu kejadian yang akan terjadi di masa mendatang. Cara menghitungnya digunakan rumus: (Ross, 242, 2000)

$$\sigma_i = \sqrt{\sum_{i=1}^n \{R_i - E(R_i)\}^2 \cdot P_i} \quad (2.4)$$

Sedangkan cara *ex-post* adalah menghitung standar deviasi dari keuntungan yang diharapkan dengan menggunakan data historis atau data masa lalu. Dengan cara ini akan didapatkan rata-rata *standar deviasi* dari masa lalu, Untuk menghitungnya digunakan rumus: (Ross, 242, 2000)

$$\sigma_i = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n \{R_i - E(R_i)\}^2 \cdot P_i}{n-1}} \quad (2.5)$$

Beta Sebagai Indeks dari Risiko Sistematis

Menurut Fabozzi (1999:102) Beta dapat diartikan : "Beta merupakan suatu aktiva atau portofolio aktiva dapat secara langsung dibandingkan dengan beta aktiva atau portofolio aktiva lainnya". Beta dapat disebut juga risiko pasar, dimana suatu saham atau portofolio mengandung satu risiko pasar yang tidak dapat dihilangkan walaupun sudah didiversifikasi.

Dalam CAPM digunakan beta (β) sebagai pengukur risiko, bukan lagi standar deviasi tingkat pengembalian (Husnan, 2005:168). Karena ada sebagian risiko yang dihilangkan dan dideversifikasi (yaitu risiko tidak sistematis), maka tentulah harga risiko yang tidak bisa dihilangkan dengan diversifikasi (yaitu disebut risiko tidak sistematis atau risiko pasar) yang relevan menjadi pengukur risiko. Beta diartikan sebagai kepekaan tingkat pengembalian saham terhadap perubahan-perubahan pasar. Menurut Elton and Gruber (2003:149) "*Beta is risk measure that arises from the relationship between the returnn on a stock and the returnn on the market.*"

Saham dengan beta lebih dari satu merupakan saham yang sangat peka terhadap perubahan pasar, dan sebaliknya. Saham dengan beta besar dari satu disebut sebagai saham agresif, sedangkan yang mempunyai beta kurang dari satu disebut saham yang defensif. Dengan demikian untuk saham-saham yang agresif, jika terjadi perubahan (baik naik ataupun turun) tingkat pengembalian portofolio saham sebesar 10% maka tingkat pengembalian saham-saham tersebut berubah dengan arah yang sama sebesar 10%. Keadaan sebaliknya berlaku untuk saham-saham yang defensif (Husnan, 2005:168). Sekuritas dengan koefisien beta lebih dari satu akan memberikan tingkat pengembalian yang lebih besar dari rata-rata pasar bila kondisi pasar melemah (*bearish*).

Rumus yang digunakan untuk mencari beta dengan menggunakan *Single Index Model* dalam bentuk *market*, menurut Elton and Gruber (2003 : 140) adalah sebagai berikut :

$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2} \quad (2.6)$$

Keterangan :

β_i adalah koefisien beta untuk sekuritas i , σ_{im} adalah kovarian dari *returnn* saham untuk saham i , σ_m^2 adalah varian dari *returnn* indeks pasar. Sedangkan untuk menghitung beta portofolio dengan menggunakan rumus :

Dimana :

$$\sigma_{im} = \frac{\sum_{t=1}^n [(R_{it} - \overline{R_{it}})(R_{mt} - \overline{R_{mt}})]}{M} \quad (2.7)$$

$$\sigma_m^2 = \frac{\sum_{t=1}^n (R_{mt} - \overline{R_{mt}})^2}{M} \quad (2.8)$$

Keterangan :

$(R_{it} - \overline{R_{it}})$ adalah hasil pengembalian dari saham i dikurangi hasil pengembalian yang diharapkan dari saham i, $(R_{mt} - \overline{R_{mt}})$ adalah hasil pengembalian pasar dikurangi dengan hasil pengembalian pasar yang diharapkan dan M adalah jumlah hasil penelitian.

Sedangkan untuk menghitung beta portofolio dengan menggunakan rumus :

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n X_i \beta_i \quad (2.9)$$

Dimana : $\beta_p = \text{expected beta portofolio}$

$X_i = \text{proportion of total portofolio invested in security } i$

$\beta_i = \text{expected beta to security } i$

$N = \text{total number of security in portofolio}$

Pengukuran Kinerja Reksa Dana

Kinerja suatu Reksa Dana tercermin dalam nilai aset bersihnya. Hanya saja pengukuran ini memiliki kelemahan mendasar yakni hanya sesuai untuk membandingkan kinerja Reksa Dana tersebut dari waktu ke waktu, bukan Reksa Dana tersebut dengan Reksa Dana lain dalam periode tertentu. Pengukuran tingkat pengembalian Reksa Dana harus mempertimbangkan risiko (*risk adjusted returnn*) agar hasil pengukuran ini dapat diperbandingkan dan ditafsirkan dengan kinerja Reksa Dana lainnya.

Investor juga diasumsikan bersikap *risk averse* (menoleransi risiko hingga batas tertentu) sehingga metode *risk adjusted returnn* dapat digunakan sebagai parameter yang relevan untuk diperbandingkan. Asumsi *risk averse* akan mendorong investor meminta kenaikan tingkat pengembalian untuk setiap peningkatan risiko. Selain itu, investor ini juga mencari instrumen yang memaksimalkan hubungan antara tingkat pengembalian dengan risiko, yakni

instrumen yang mampu memberikan tingkat pengembalian paling tinggi untuk risiko tertentu. Ada 3 (tiga) metode pengukuran kinerja Reksa Dana dengan memasukkan unsur risiko yang sering digunakan yaitu indeks Sharpe, Treynor dan Jensen.

Pengukuran *Stock Selection dan Market Timing*

Literatur investasi umumnya menyatakan bahwa *market timing* sangat sulit dilakukan, sehingga Manajer Investasi lebih sering mengandalkan kemampuan pemilihan saham untuk mendapatkan *return yang abnormal (superior)*. Untuk memisahkan kedua jenis kemampuan Manajer Investasi di atas, Treynor-Mazuy dan Henriksson-Merton melakukan modifikasi atas model alpha Jensen menjadi seperti Persamaan (2.13):

$$Y = \alpha + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \varepsilon \quad (2.13)$$

β_1 adalah risiko sistematis dan β_2 adalah kemampuan antisipasi waktu. Model Treynor-Mazuy dan Henriksson-Merton melihat *stock selection ability* dan *market timing* yang dilakukan oleh para Manajer Investasi. Dalam hal ini koefisien c bila memiliki nilai positif menunjukkan Manajer Investasi memiliki kemampuan dalam *market timing*. Kesuksesan dari *market timing* dari sebuah portofolio memiliki hubungan dengan beta yang memiliki nilai tinggi pada saat pasar naik dan memiliki hubungan dengan beta yang memiliki nilai rendah pada saat pasar mengalami penurunan. Dengan kata lain ketika pasar sedang naik ($R_m > R_f$) maka Manajer Investasi akan merubah komponen portofolionya dengan beta yang memiliki nilai yang tinggi ($\beta > 1$) tetapi ketika pasar sedang mengalami penurunan ($R_m < R_f$) maka Manajer Investasi akan merubah komponen portofolio dalam Reksa Dana dengan beta yang memiliki nilai yang rendah ($\beta < 1$). (Sharpe, W. F. et.al., 1998;754):

Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS)

Sesuai dengan PBI No. 10/11/PBI/2008 tentang SBI Syariah, bahwa SBI Syariah merupakan surat berharga berdasarkan prinsip Syariah berjangka waktu pendek dalam mata uang rupiah yang diterbitkan oleh BI. Sejak diberlakukannya Undang-Undang Nomor 23 Tahun 1999 tentang Bank Indonesia sebagaimana telah diubah dengan Undang-Undang Nomor 3 Tahun 2004, Bank Indonesia memiliki tujuan untuk mencapai dan memelihara kestabilan nilai rupiah. Untuk

mencapai tujuan tersebut Bank Indonesia memiliki tugas antara lain menetapkan dan melaksanakan kebijakan moneter.

Dalam rangka mendukung tugas dalam menetapkan dan melaksanakan kebijakan moneter, Bank Indonesia melakukan pengendalian moneter melalui operasi pasar terbuka (OPT) yang dapat dilakukan berdasarkan prinsip Syariah. Untuk melaksanakan kegiatan OPT yang dilakukan berdasarkan prinsip Syariah, Bank Indonesia berwenang menetapkan instrumen OPT yang digunakan. Sejalan dengan hal tersebut, Bank Indonesia perlu menerbitkan Sertifikat Bank Indonesia Syariah sebagai salah satu instrumen operasi pasar terbuka yang dilakukan berdasarkan prinsip Syariah.

Kesimpulan

Reksa Dana Syariah relatif "mengalahkan" (*outperform*) pasar dan temuan dari penelitian ini adalah bahwa hubungan antara risiko dan pengembalian Reksa Dana hutang Syariah lebih stabil dibandingkan dengan Reksa Dana ekuitas Syariah dan Reksa Dana alokasi asset Syariah di mana kinerja Reksa Dana di Malaysia masih mengungguli Reksa Dana di Indonesia. Sebagai tambahan, dua hal terpenting dalam berinvestasi dalam Reksa Dana adalah *market timing* dan keahlian manajer keuangan dalam memilih sekuritas.

Daftar Pustaka

- Adiningsih, Sri dkk. 1998. *Perangkat Analisis dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: P.T. Bursa Efek Jakarta.
- Asytuti, Rinda, 2003, Analisis Perbandingan Kinerja Reksa Dana Syariah dan Reksa Dana Konvensional pada Periode 2003-2003, Tesis PSKTTI-UI, Jakarta.
- Auliya, Robiatul dan Hamzah, Ardi, 2006, Analisis Karakteristik Perusahaan, Industri dan Ekonomi Makro Terhadap Return dan Beta Saham Syariah di Bursa Efek Jakarta, Simposium Nasional Akuntansi IX Padang.
- Dewi, K., Miranti and Ferdian, R., Ilham, 2009, Evaluating Performance of Islamic Mutual Funds in Indonesia and Malaysia.
- Elfakhani, Said, and Hasan M. Kabir, 2005, Performance of Islamic Mutual Funds, Economic Research Forum 12th Annual Conference.
- Fabozzi, Frank, 1999, Manajemen Investasi 1, Salemba Empat, Jakarta.
- Fajar, Tinur, G., dan Subiyantoro, H., 2008, Reksa Dana Pendapatan Tetap di Indonesia : Analisis Market Timing dan Stock Selection Periode 2006-2008, Jurnal keuangan dan Moneter, Badan Kebijakan Fiskal, Departemen Keuangan, vol. 11 (1); April 2008, pp. 114-146.

- Firdaus, M., dkk, 2005, *Investasi Halal di Reksa Dana Syariah*, Jakarta, Renaisa
- Firdaus, M, 2005, *Fatwa-Fatwa Ekonomi Syariah Kontemporer*, Jakarta, Renaisan
- Ghafar, Abdul, and Saharudin, Mohd., 2003, *The Conditional CAPM Cross Sectional Evidence of Return and Beta for Islamic Unit Trust in Malaysia*, *IIUM Journal of Economics and Management* 11 (1).
- Gunstina, Renatha 2003, *Analisa Model Unconditional dan Model Conditional Dalam Pengukuran Kinerja Reksa Dana Pendapatan Tetap di Indonesia*, Tesis, Pascasarjana FEUI.
- Halim, Abdul. 2005, *Analisis Investasi*. Edisi Kedua. Salemba Empat. Jakarta
- Halim A., Binjai, 2006, *Tafsir Al-Ahkam*, Jakarta, Prenada Media Group.
- Husnan, Suad, 1998. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi kedua, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Jogiyanto. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Ketiga. Yogyakarta
- Jones, Charles P. (2004). *Investment analysis and management* (9th edition). New Jersey : John Willey & Sons Inc.
- Karim, Adiwarmanto, 2008, *Fikih Ekonomi Keuangan Islam*, Jakarta, Daarul Haq.
- Madura, Jeff. 1993. *Financial Management*. Florida University Express
- Pratomo, Eko Priyo dan Ubaidillah Nugraha, 2002, *Reksadana Solusi Perencanaan Investasi di Era Modern*, Jakarta : PT Gramedia Pustaka Utama
- Pusat Informasi Reksa Dana : Biro Pengelolaan Investasi Bapepam, 2006.
- Sukirno, Sadono. 1994. *Pengantar Teori Ekonomi Makro*. Edisi Kedua, PT. Raja Grafindo Persada. Jakarta
- Undang-Undang No.8 Tahun 1999 Tentang Pasar Modal.
- Wardhati, Ratna. 2004. *Kinerja Reksa Dana Saham di Indonesia: Komposisi dari Kemampuan dan Gaya Manajer Investasi serta Karakteristik Institusi*. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. Volume 1. No.1. Jakarta.
- Widya, Sylviana, 2007, *Pengaruh Variabel Makro Ekonomi Terhadap Pertumbuhan Imbal Hasil Reksa Dana Syariah Periode November 2004 – Juni 2006 Dengan Menggunakan Data Panel*, Tesis, Pascasarjana KTTI-UI, Jakarta.
- Zubaidah, Siti, 2004, *Analisis Pengaruh Tingkat Inflasi, Perubahan Nilai Kurs Terhadap Beta Saham Syariah Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Jakarta Islamic Index (JII)*, *Jurnal Yang Tidak Dipublikasikan*, Program Studi Akuntansi FE – UMM.