

**LAPORAN AKHIR TAHUN  
PENELITIAN PRODUK TERAPAN**



**MODEL INVESTASI REKSADANA SYARIAH  
DI INDONESIA**

**Tahun Ke-1 dari Rencana 3 Tahun**

**Tim Peneliti:**

**Ketua: Dr. Zaenal Arifin, M.Si**

**NIDN: 0507086501**

**Anggota : Dra. Sri Mulyati, M.Si**

**NIDN: 0528086401**

**UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA  
YOGYAKARTA  
Oktober 2017**

## HALAMAN PENGESAHAN

Judul : MODEL INVESTASI REKSADANA SYARIAH DI INDONESIA

**Peneliti/Pelaksana**  
Nama Lengkap : Dr. Drs ZAENAL ARIFIN, M.Si  
Perguruan Tinggi : Universitas Islam Indonesia  
NIDN : 0507086501  
Jabatan Fungsional : Lektor Kepala  
Program Studi : Manajemen  
Nomor HP : 081328011270  
Alamat surel (e-mail) : zaenalarifin.fe@uii.ac.id

**Anggota (1)**  
Nama Lengkap : Dra SRI MULYATI M.Si  
NIDN : 0528086401  
Perguruan Tinggi : Universitas Islam Indonesia

**Institusi Mitra (jika ada)**  
Nama Institusi Mitra : -  
Alamat : -  
Penanggung Jawab : -  
Tahun Pelaksanaan : Tahun ke 1 dari rencana 3 tahun  
Biaya Tahun Berjalan : Rp 61,000,000  
Biaya Keseluruhan : Rp 196,020,000

Mengetahui,  
Dekan FE UII



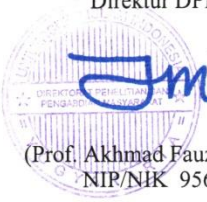

(Dr. D. Agus Harjito, M.Si)  
NIP/NIK 873110103

Kab.Sleman, 30 - 10 - 2017  
Ketua,



(Dr. Drs ZAENAL ARIFIN, M.Si)  
NIP/NIK 883110106

Menyetujui,  
Direktur DPPM UII



(Prof. Akhmad Fauzy, S.Si., PhD)  
NIP/NIK 956110101

## RINGKASAN

Reksadana syariah di Indonesia mengalami pertumbuhan yang cukup baik. Perkembangan reksadana syariah ini memang sejalan dengan pertumbuhan reksadana secara umum baik di Indonesia maupun di negara-negara maju. Reksadana merupakan pilihan investasi yang cocok bagi mereka yang belum cukup mahir berinvestasi langsung di surat berharga atau mereka yang tidak punya cukup waktu untuk menganalisis surat berharga untuk menentukan strategi yang tepat.

Penelitian tentang reksadana syariah sudah cukup banyak dilakukan. Penelitian tersebut pada umumnya menganalisis kinerja reksadana syariah. Kinerja tersebut dibandingkan dengan return pasar dan kinerja reksadana konvensional. Hasil perbandingannya saat ini belum konklusif, ada yang menemukan kinerja reksadana syariah lebih baik, ada yang menemukan tidak berbeda, dan ada yang menemukan lebih baik reksadana konvensional. Bagi investor yang memilih reksadana syariah karena alasan kesesuaiannya dengan etika islam, hasil perbandingan kinerja reksadana syariah dengan yang konvensional kurang penting. Bagi mereka, bagaimana memilih reksadana syariah diantara reksadana syariah yang ada adalah lebih penting.

Kajian atau model berinvestasi di reksadana syariah saat ini masih belum tersedia. Oleh karena itu penelitian ini ingin membuat model berinvestasi di reksadana syariah. Sebagai langkah awal membuat model investasi reksadana syariah, penelitian ini telah menguji persistensi kinerja reksadana syariah dan menganalisis berapa lama persistensi tersebut berlangsung. Jika kinerja reksadana persisten maka model memilih reksadana adalah memilih reksadana yang pada periode sebelumnya memiliki kinerja terbaik. Penelitian tahap kedua akan dilanjutkan dengan mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi persistensi, supaya dapat diantisipasi jika persistensi sebuah reksadana diperkirakan akan

segera berhenti. Kajian juga akan mencari strategi alternatif jika tidak ditemukan persistensi kinerja. Penelitian ini dilakukan sebagai pengganti analisis faktor-faktor yang mempengaruhi persistensi.

Menggunakan data reksadana syariah di Indonesia dari tahun 2010 sampai dengan tahun 2016, penelitian pada tahap pertama ini menemukan beberapa hal berikut. Pertama, reksadana syariah memiliki persistensi jangka panjang yang cukup kuat pada awal penelitian (tahun 2010 - 2011) namun tingkat persistensi tersebut melemah pada tahun-tahun berikutnya. Kedua, reksadana campuran memiliki persistensi jangka panjang yang paling tinggi, diikuti reksadana pendapatan tetap, dan reksadana saham. Ketiga, persistensi jangka pendek reksadana saham dan campuran cukup tinggi di awal tahun penelitian (2010-2012) namun kemudian menurun sesudahnya tetapi reksadana pendapatan tetap memiliki pola persistensi naik turun. Keempat, secara umum, reksadana saham memiliki persistensi jangka pendek paling tinggi, diikuti oleh reksadana campuran, dan reksadana pendapatan tetap. Kelima, dilihat dari persistensi jangka pendek absolut, hanya reksadana pendapatan tetap yang persisten bahkan persistensinya sempurna. Hasil penelitian ini diharapkan memberi kontribusi terhadap studi investasi islami, khususnya dalam rangka mencari model berinvestasi di reksadana syariah. Adanya model investasi reksadana syariah akan banyak membantu investor dalam memilih reksadana syariah yang tepat.

**Kata Kunci:** Reksadana Syariah, Model Berinvestasi Reksadana Syariah, Kinerja Reksadana Syariah, Persistensi Kinerja Reksadana Syariah

## **PRAKATA**

Assalamu'alaikum Wr Wb.

Puji syukur kami panjatkan kepada Allah S.WT. karena kami telah menyelesaikan penelitian tahap pertama ini dengan baik. Penelitian tahap pertama telah menghasilkan gambaran awal pola return dan risiko investasi di reksadana syariah. Temuan ini penting sebagai pijakan untuk membuat model berinvestasi di reksadana syariah di Indonesia. Model tersebut perlu ada karena sebagian besar investor reksadana memang merupakan uninformed investor, baik karena memang belum memahami strategi berinvestasi di pasar modal dengan baik atau karena tidak memiliki cukup waktu untuk menganalisis informasi pasar modal.

Dengan selesainya penelitian tahap pertama ini, kami mengucapkan banyak terima kasih kepada kolega kami di Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia yang telah memberi masukan yang berharga saat penyusunan proposal maupun saat diskusi hasil awal dari penelitian. Masukan dari peserta forum konferensi internasional MICEB dan SIBR juga sangat bermanfaat untuk perbaikan laporan penelitian kami. Kami juga sangat berterima kasih kepada Kemenristek Dikti yang telah mendanai penelitian ini. Mudah-mudahan penelitian ini dapat bermanfaat bagi kemajuan praktek dan kajian investasi syariah di Indonesia.

Wassalamu'alaikum Wr Wb

Yogyakarta, 30 Oktober 2017

Peneliti,

Zaenal Arifin

Sri Mulyati

## DAFTAR ISI

|   | <b>Halaman</b> |
|---|----------------|
| Halaman Judul .....                                       | i              |
| Halaman Pengesahan .....                                  | ii             |
| Ringkasan .....   | iii            |
| Prakata .....   | v              |
| Daftar Isi .....  | vi             |
| Daftar Tabel .....  | viii           |
| Daftar Gambar .....                                       | ix             |
| <br>  |                |
| Bab 1: Pendahuluan .....                                  | 10             |
| 1.1.Latar Belakang Penelitian .....                       | 10             |
| 1.2.Permasalahan Penelitian .....                         | 14             |
| 1.3.Tujuan Penelitian .....                               | 15             |
| 1.4.Urgensi Penelitian .....                              | 15             |
| 1.5.Temuan yang Ditargetkan .....                         | 16             |
| 1.6. Rencana Capaian Tahunan .....                        | 17             |
| <br>  |                |
| Bab 2: Tinjauan Pustaka .....                             | 19             |
| 2.1.Reksadana Syariah .....                               | 19             |
| 2.2.Kinerja Reksadana Syariah .....                       | 21             |
| 2.3. Model Berinvestasi di Reksadana Syariah .....        | 22             |
| <br>  |                |
| Bab 3: Tujuan dan Manfaat Penelitian .....                | 25             |
| <br>  |                |
| Bab 4: Metode Penelitian .....                            | 26             |
| 4.1.Populasi dan Sampel .....                             | 26             |
| 4.2.Variabel Penelitian dan Definisi Operasionalnya ..... | 26             |
| 4.3. Alat Analisis .....                                  | 26             |

|   |    |
|---|----|
| 4.4. Bagan Alir Penelitian .....                                | 27 |
| Bab 5: Hasil Penelitian dan Pembahasan .....                    | 29 |
| 5.1. Kinerja Reksadana Syariah di Indonesia .....               | 29 |
| 5.2. Persistensi Jangka Panjang Kinerja Reksadana Syariah ..... | 30 |
| 5.3. Persistensi Jangka Pendek Kinerja Reksadana Syariah .....  | 33 |
| Bab 6: Rencana Tahapan Berikutnya .....                         | 38 |
| Bab 7 : Kesimpulan dan Saran .....                              | 40 |
| 7.1. Kesimpulan .....   | 40 |
| 7.2. Saran .....  | 40 |
| Daftar Pustaka .....  | 42 |

## DAFTAR TABEL

|   | Hal |
|---|-----|
| Tabel 1.1: Perbandingan Perkembangan Reksadana Syariah dan Reksadana Konvensional   | 10  |
| Tabel 1.2: Rencana Capaian Tahunan  | 17  |
| Tabel 5.1: Rata-Rata Return Tahunan dan Return Bulanan Reksadana 2010-2016          | 29  |
| Tabel 5.2: Hasil Analisis Persistensi Kinerja Reksadana Saham Syariah               | 31  |
| Tabel 5.3: Hasil Analisis Persistensi Kinerja Reksadana Pendapatan Tetap Syariah    | 32  |
| Tabel 5.4: Hasil Analisis Persistensi Kinerja Reksadana Campuran Syariah            | 33  |
| Tabel 5.5: Rangkuman Hasil Uji Persistensi Jangka Pendek Reksadana Saham            | 34  |
| Tabel 5.6: Rangkuman Hasil Uji Persistensi Jangka Pendek Reksadana Pendapatan Tetap | 35  |
| Tabel 5.7: Rangkuman Hasil Uji Persistensi Jangka Pendek Reksadana Campuran         | 36  |
| Tabel 5.8: Rangkuman hasil uji autoregressive return reksadana bulanan              | 37  |



## DAFTAR GAMBAR

|   |    |
|---|----|
| Gambar 4.1. Bagan Alir Penelitian ..... | 19 |
|---|----|

## BAB 1. PENDAHULUAN

### 1.1.Latar Belakang Penelitian

Reksadana adalah produk investasi keuangan yang dikelola secara profesional. Perusahaan reksadana mengumpulkan dana dari masyarakat investor dan dana yang dikumpulkan kemudian diinvestasikan ke produk investasi keuangan seperti saham, obligasi, dan produk-produk pasar uang. Produk ini cocok menjadi pilihan bagi investor yang belum memiliki banyak pengetahuan tentang pasar modal atau investor yang tidak punya waktu untuk mencermati perkembangan pasar modal.

Menurut Syarief (2008), reksadana syariah di Indonesia sudah ada sejak tahun 1997. Hal ini ditandai dengan peluncuran Danareksa Syariah pada 3 Juli 1997 oleh PT. Danareksa Investment Management. Namun di awal peluncurannya belum berkembang dengan baik karena saham syariah saja baru muncul tiga tahun berikutnya yaitu tanggal 3 Juli 2000 dimana Bursa Efek Indonesia berkerjasama dengan PT. Danareksa Investment Management meluncurkan *Jakarta Islamic Index* (JII). Namun saat ini, perkembangan reksadana syariah cukup pesat seperti nampak dalam Tabel 1.1 di bawah ini.

Tabel 1.1: Perbandingan Perkembangan Reksadana Syariah dan Reksadana Konvensional

| Tahun | Jumlah Reksadana |              |         |             | NAB Reksadana |              |         |             |
|-------|------------------|--------------|---------|-------------|---------------|--------------|---------|-------------|
|       | Total            | Konvensional | Syariah | Persen Tase | Total         | Konvensional | Syariah | Persen Tase |
| 2002  | 131              | 131          | 0       | 0.00%       | 46613.83      | 46613.83     | 0.00    | 0.00%       |
| 2003  | 186              | 182          | 4       | 2.15%       | 69447.00      | 69380.06     | 66.94   | 0.10%       |
| 2004  | 246              | 235          | 11      | 4.47%       | 104037.00     | 103444.25    | 592.75  | 0.57%       |
| 2005  | 328              | 311          | 17      | 5.18%       | 29405.73      | 28846.63     | 559.10  | 1.90%       |
| 2006  | 403              | 380          | 23      | 5.71%       | 51620.08      | 50896.68     | 723.40  | 1.40%       |
| 2007  | 473              | 447          | 26      | 5.50%       | 92190.63      | 89987.54     | 2203.09 | 2.39%       |
| 2008  | 567              | 531          | 36      | 6.35%       | 74065.81      | 72251.01     | 1814.80 | 2.45%       |
| 2009  | 610              | 564          | 46      | 7.54%       | 112983.35     | 108354.13    | 4629.22 | 4.10%       |

|      |     |     |    |       |           |           |          |       |
|------|-----|-----|----|-------|-----------|-----------|----------|-------|
| 2010 | 612 | 564 | 48 | 7.84% | 149087.37 | 143861.59 | 5225.78  | 3.51% |
| 2011 | 646 | 596 | 50 | 7.74% | 168236.89 | 162672.1  | 5564.79  | 3.31% |
| 2012 | 754 | 695 | 59 | 7.82% | 212592.04 | 204541.97 | 8050.07  | 3.79% |
| 2013 | 823 | 758 | 65 | 7.90% | 192544.52 | 183112.33 | 9432.19  | 4.90% |
| 2014 | 894 | 820 | 74 | 8.28% | 241462.09 | 230304.09 | 11158.00 | 4.62% |

Sumber: Statistik Pasar Modal Syariah Januari 2015- OJK

Melihat Tabel 1.1 di atas, nampak bahwa perkembangan reksadana syariah dalam kurun waktu dua belas tahun terakhir cukup pesat. Bahkan pertumbuhannya lebih tinggi dibandingkan dengan pertumbuhan reksadana konvensional. Ini terlihat dari persentase jumlah reksadana syariah terhadap jumlah total reksadana yang selalu meningkat dari tahun ke tahun. Hal yang sama juga terjadi pada Nilai Aktiva Bersih (NAB) reksadana syariah.

Mengapa reksadana syariah perkembangannya cukup pesat di Indonesia? Sebenarnya, jika mencermati tabel di atas, reksadana secara umum cukup tinggi perkembangannya di Indonesia. Fenomena perkembangan reksadana ini tidak hanya terjadi di Indonesia. Di Amerika Serikat, perkembangan reksadana yang cukup pesat sudah lama dicatat. Gruber (1996) mencatat pertumbuhan reksadana di Amerika Serikat rata-rata 20% per tahun dan Zheng (1999) mencatat bahwa nilai dana yang dikelola perusahaan reksadana sudah lebih besar daripada dana yang disimpan di tabungan bank. Tumbuh berkembangnya reksadana ini bisa jadi karena reksadana dapat mengelola dana yang cukup besar sehingga dapat mendiversifikasikan investasinya dengan baik, hal yang sulit dilakukan oleh investor individual yang dananya terbatas. Karena dananya yang besar, maka reksadana dapat melakukan transaksi *block sale* yang biaya transaksinya relatif rendah.

Perkembangan reksadana syariah di Indonesia juga bisa jadi karena kinerja reksadana syariah selama ini. Jika dilihat NAB reksadana syariah yang secara persentase memiliki kecenderungan meningkat dibandingkan dengan NAB reksadana konvensional (lihat Tabel 1 di atas), maka dapat diinterpretasikan bahwa reksadana syariah secara umum memberikan

return yang lebih tinggi dari pada reksadana konvensional. Namun sejumlah penelitian yang membandingkan kinerja reksadana syariah dan reksadana konvensional tidak mendukung. Rahman (2013) menemukan bahwa pada periode krisis tahun 2008 kinerja reksadana konvensional lebih baik daripada kinerja pasar sementara reksadana syariah justru lebih rendah daripada kinerja pasar. Meskipun demikian, pada periode setelah krisis, baik reksadana syariah maupun konvensional kinerjanya di bawah kinerja pasar. Sementara itu Susanto (2012) menemukan bahwa reksadana konvensional lebih baik daripada reksadana syariah untuk jenis reksadana saham dan campuran sedangkan untuk reksadana pendapatan tetap kinerja reksadana syariah lebih baik. Hanya Romadon (2012) yang menemukan bahwa kinerja reksadana syariah lebih baik daripada kinerja reksadana konvensional. Namun sayangnya penelitian Romadon menggunakan sampel yang terbatas. Dari sejumlah penelitian tersebut terlihat bahwa kinerja reksadana syariah memang tidak selalu lebih baik dibandingkan dengan yang konvensional.

Perbandingan kinerja reksadana syariah dan reksadana konvensional di sejumlah negara juga beragam. Di Saudi Arabia, Dabbeeru (2006) tidak menemukan perbedaan kinerja antara reksadana syariah dan konvensional. Di Malaysia, Mansor dan Bhatti (2011) menemukan bahwa reksadana syariah kinerjanya lebih baik daripada reksadana konvensional pada periode bearish dan pada periode bullish kadang reksadana syariah lebih baik namun kadang reksadana konvensional yang lebih baik. Penelitian dengan lingkup reksadana syariah internasional juga menemukan hasil yang beragam. Elfakhani et al. (2005) dan Abderrazak (2008) menemukan tidak ada perbedaan antara kinerja reksadana syariah dan konvensional. Sedangkan Hayat dan Kraeussl (2012) menemukan bahwa kinerja reksadana syariah lebih rendah daripada reksadana konvensional. Sementara Rubio, Hassan, dan Merdad (2012) menemukan bahwa reksadana syariah memiliki kinerja lebih baik dibandingkan dengan reksadana internasional pembandingnya.

Jika kinerja reksadana syariah tidak dapat dijadikan sebagai keunggulan maka perlu argumentasi lain untuk memilihnya. Bagi investor muslim, alasan kehalalan dapat dijadikan sebagai referensi. Jika alasan kehalalan yang digunakan maka permasalahan yang mengemuka tidak lagi apakah kinerja reksadana syariah lebih baik daripada reksadana konvensional. Kalaupun kinerja atau return yang diterima lebih rendah daripada yang konvensional mereka tetap akan memilih yang syariah. Argumen ini barang kali juga berlaku bagi investor yang memilih saham perusahaan yang memiliki kepedulian sosial. Meskipun return saham dalam indeks socially responsible investment (SRI) tidak lebih unggul dari pada saham perusahaan secara umum, bahkan menurut temuan Jones et al (2008) justru lebih rendah, saham dalam indeks SRI tetap tumbuh. Alasan yang lain adalah untuk diversifikasi karena ada temuan reksadana syariah unggul pada saat kondisi pasar bearish, seperti Mansor dan Bhatti (2011). Jika alasan memilih reksadana syariah karena untuk mencari kehalalan dan atau untuk diversifikasi, masalahnya tinggal bagaimana memilih yang terbaik dari reksadana syariah yang ada.

Gruber (1996) berpendapat bahwa perkembangan pesat reksadana di Amerika karena ada persistensi kinerja reksadana. Jika reksadana kinerjanya persisten maka investor akan lebih mudah dalam memilih reksadana. Jika kinerja persisten, maka investor cukup memilih reksadana yang kinerjanya bagus pada periode sebelumnya dan akan mendapatkan return yang bagus pula. Gruber (1996) menemukan adanya persistensi kinerja reksadana pada periode 1985-1994 di Amerika Serikat. Sementara itu Grinblat dan Titman (1992) juga menemukan adanya persistensi kinerja pada periode 1974-1984. Uji persistensi kinerja reksadana di Indonesia sudah dilakukan oleh sejumlah peneliti. Dwianggoro et al (2012) dengan menggunakan data tahun 2006 sampai dengan 2011 menemukan tidak ada reksadana yang kinerjanya persisten selama 5 tahun berturut-turut namun ditemukan persistensi dalam jangka yang lebih pendek ketika menggunakan ukuran indeks Jensen dan Sharpe namun

tidak pernah persisten ketika menggunakan indeks Treynor. Sementara itu, Elviani dan Linawati (2013) menemukan adanya persistensi kinerja reksadana untuk periode tahun 2008-2012. Dengan demikian ada tidaknya persistensi kinerja reksadana di Indonesia belum konklusif.

Sampai dengan saat ini kami belum menemukan ada hasil penelitian tentang persistensi reksadana syariah di Indonesia yang dipublikasikan secara online. Pada level internasionalpun kajian tentang reksadana syariah juga masih terbatas seperti dikemukakan oleh Khamlichi et al (2014) saat mengkaji kinerja reksadana syariah berikut persistensinya. Menggunakan data reksadana syariah dari Dow Jones Islamic Index dari tahun 1999 sampai dengan tahun 2011, Khamlichi et al (2014) menemukan tidak ada persistensi kinerja reksadana syariah. Namun uji persistensi yang mereka lakukan relatif terbatas karena hanya membandingkan periode resesi dan ekspansi sesuai dengan siklus bisnis perusahaan.

Penelitian ini akan membuat model investasi reksadana syariah di Indonesia. Jumlah dan pertumbuhan reksadana syariah menjadi justifikasi pentingnya adanya model investasi reksadana syariah tersebut. Model investasi reksadana syariah akan relatif mudah dibuat jika kinerja reksadana syariah di Indonesia persisten. Oleh karena itu, penelitian ini akan diawali dengan menguji persistensi reksadana syariah di Indonesia.

## **1.2. Permasalahan Penelitian**

Investor reksadana di Indonesia yang mengutamakan aspek etika islam dalam berinvestasi akan menjadikan reksadana syariah sebagai satu-satunya pilihan. Mereka tidak akan memedulikan apakah return reksadana syariah lebih besar atau lebih kecil daripada return reksadana konvensional. Namun sayangnya, saat ini investor reksadana syariah belum memiliki pedoman atau model yang terpercaya untuk memilih reksadana syariah terbaik. Jika kinerja reksadana syariah di Indonesia bersifat persisten, maka memilih reksadana menjadi

lebih mudah. Namun jika tidak persisten, maka perlu adanya kajian tentang faktor-faktor apa saja yang menyebabkan sebuah reksadana syariah memiliki kinerja terbaik. Untuk itu, penelitian ini mengajukan permasalahan penelitian tentang strategi terbaik dalam memilih reksadana syariah dengan rincian:

1. Apakah terjadi persistensi kinerja reksadana syariah di Indonesia?
2. Jika terjadi persistensi, berapa lama persistensi tersebut berlangsung?
3. Bagaimana model investasi reksadana syariah jika kinerja reksadana syariah terbukti persisten?
4. Jika terjadi persistensi, faktor apa saja yang mempengaruhi persistensi kinerja reksadana syariah di Indonesia?
5. Jika tidak terjadi persistensi, bagaimana model berinvestasi di reksadana syariah?

### **1.3. Tujuan Penelitian**

Tujuan penelitian ini adalah untuk mencari model memilih reksadana syariah. Secara lebih rinci penelitian ini bertujuan untuk:

- a. Mengetahui persistensi kinerja reksadana syariah di Indonesia
- b. Mencari pola persistensi kinerja reksadana syariah di Indonesia
- c. Mencari faktor yang mempengaruhi persistensi kinerja reksadana syariah
- d. Membuat model berinvestasi reksadana syariah di Indonesia jika ada persistensi
- e. Membuat model berinvestasi reksadana syariah di Indonesia jika tidak ada persistensi kinerja

### **1.4. Urgensi Penelitian**

Penelitian tentang model berinvestasi atau memilih reksadana syariah belum banyak dilakukan, padahal kebutuhan akan pedoman yang handal untuk memilih reksadana syariah

sangat dibutuhkan. Memang ada investor reksadana yang memilih reksadana syariah karena alasan return namun tidak menutup kemungkinan banyak investor yang memilih reksadana syariah karena alasan etika islamnya. Bagi investor yang terakhir ini, satu-satunya pilihan adalah reksadana syariah sehingga masalahnya adalah bagaimana memilih reksadana syariah terbaik dari reksadana- reksadana syariah yang ada. Memilih reksadana yang pada periode yang lalu berkinerja terbaik merupakan strategi yang tepat jika kinerja reksadana bersifat persisten. Untuk itu perlu kajian tentang persistensi kinerja reksadana syariah berikut seberapa lama persistensi akan bertahan. Jika kinerja reksadana tidak persisten maka perlu strategi lain untuk memilih reksadana syariah. Kajian model alternatif ini perlu dilakukan setelah ada temuan yang handal terkait dengan persistensi kinerja reksadana.

### **1.5. Temuan yang Ditargetkan**

Temuan yang ditargetkan dalam penelitian ini adalah diperolehnya model berinvestasi reksadana syariah di Indonesia yang handal. Temuan ini diperoleh dari temuan-temuan berikut ini:

1. Ditemukan apakah kinerja reksadana persisten atau tidak. Jika persisten maka model berinvestasi reksadana syariah adalah memilih reksadana yang kinerjanya terbaik pada periode yang lalu
2. Ditemukan pola persistensi kinerja reksadana syariah akan berlangsung. Jika ditemukan pola persistensi maka berinvestasi di reksadana syariah tidak hanya melihat kinerja reksadana pada periode yang lalu tetapi juga harus disesuaikan dengan pola persistensinya.
3. Ditemukan faktor-faktor yang mempengaruhi persistensi kinerja reksadana. Persistensi kinerja bisa jadi berbeda antara satu reksadana dengan reksadana yang



lain. Menemukan faktor-faktor yang mempengaruhi persistensi kinerja reksadana akan menajamkan model berinvestasi di reksadana syariah.

4. Ditemukan model pemilihan atau berinvestasi alternatif, jika kinerja reksadana syariah di Indonesia tidak persisten.

### 1.6. Rencana Capaian Tahunan

Penelitian ini memiliki output/capaian berupa model berinvestasi reksadana syariah di Indonesia. Disamping itu penelitian ini juga direncanakan akan melakukan publikasi ilmiah di jurnal nasional terakreditasi dan jurnal internasional, diseminasi dalam pertemuan ilmiah internasional, serta buku ajar. Tabel 1.2 di bawah ini adalah rincian rencana capaian tahunan dari penelitian ini.

**Tabel 1.2: Rencana Capaian Tahunan**

| No | Jenis Luaran                           |                        | Indikator Capaian |      |      |
|----|--|------------------------|-------------------|------|------|
|    |  |                        | TS                | TS+1 | TS+2 |
| 1  | Publikasi ilmiah                       | Internasional          | -                 | -    | V    |
|    |  | Nasional Terakreditasi | V                 | V    | -    |
| 2  | Pemakalah dalam pertemuan ilmiah       | Internasional          | V                 | V    | V    |
|    |  | Nasional               | -                 | -    | -    |
| 3  | Keynote Speaker dalam pertemuan ilmiah | Internasional          | -                 | -    | -    |
|    |  | Nasional               | -                 | -    | -    |
| 4  | Visiting Lecture                       | Internasional          | -                 | -    | -    |
| 5  | Hak Atas Kekayaan Intelektual (HKI)    | Paten                  | -                 | -    | -    |
|    |  | Paten Sederhana        | -                 | -    | -    |
|    |  | Hak Cipta              | -                 | -    | -    |
|    |  | Merek Dagang           | -                 | -    | -    |
|    |  | Desian Produk Industri | -                 | -    | -    |

|   |  |   |   |   |   |
|---|--|---|---|---|---|
|   |  | Indikasi Geografis                        | - | - | - |
|   |  | Perlindungan Varietas<br>Tanaman          | - | - | - |
|   |  | Perlindungan Topografi<br>Sirkuit Terpadu | - | - | - |
| 6 | Teknologi Tepat Guna                                 |   | - | - | - |
| 7 | Model/Purwarupa/Desain/Karya<br>seni/Rekayasa Sosial |   | V | V | V |
| 8 | Buku Ajar (ISBN)                                     |   | - | - | V |
| 9 | Tingkat Kesiapan Teknologi (TKT)                     |   | 3 | 4 | 4 |

## BAB 2. TINJAUAN PUSTAKA

### 2.1. Reksadana Syariah

Perusahaan investasi (*investment company*) adalah perusahaan intermediari yang mengumpulkan dana dari masyarakat investor dan dana yang terkumpul akan digunakan untuk membeli surat berharga atau aset yang lain. Reksadana atau *mutual fund* adalah salah satu bentuk perusahaan investasi yang jenisnya terbuka (*open-end*). Pemegang reksadana dapat menguangkan kembali (menjual) reksadana yang dimiliki ke perusahaan reksadana penerbit sesuai dengan Nilai Aktiva Bersih (NAB) pada hari itu. Keuntungan yang diperoleh adalah dari selisih harga saat beli dengan harga saat jual.

Menurut Bodie et al (2009), perusahaan investasi, termasuk reksadana, memiliki empat fungsi penting. *Pertama*, reksadana akan menyimpan dan mengadministrasi data. Mereka akan menerbitkan laporan secara periodik tentang kinerjanya, capital gain dan dividen yang didistribusikan, investasi yang dilakukan, data *redemption*, dan juga kemungkinan reksadana menginvestasikan kembali dividen dan bunga yang diterima. *Kedua*, reksadana melakukan diversifikasi dan pemecahan. Karena reksadana memiliki jumlah dana yang relatif besar dari hasil pengumpulan dana investor maka reksadana dapat melakukan diversifikasi ke lebih banyak surat berharga dengan porsi pecahan untuk masing-masing surat berharga yang cukup signifikan. *Ketiga*, reksadana dikelola manajer profesional. Banyak perusahaan reksadana yang dikelola secara full time oleh analis sekuritas dan manajer portfolio profesional yang berusaha mendapatkan hasil yang superior untuk investor. *Keempat*, biaya transaksi yang rendah. Karena perdagangan yang dilakukan oleh reksadana adalah perdagangan besar (block sale) maka mereka dapat menghemat biaya untuk fee dan komisi broker.

Dengan adanya fungsi tersebut menjadikan reksadana sebagai pilihan investasi yang menarik terutama bagi mereka yang belum mahir atau tidak punya waktu untuk berinvestasi langsung ke pasar modal. Ini merupakan salah satu kemungkinan sebab mengapa industri reksadana terus tumbuh termasuk reksadana syariah di Indonesia.

Reksadana syariah adalah reksadana yang mengalokasikan dana terkumpul untuk diinvestasikan ke surat berharga yang sesuai dengan hukum islam. Jenis reksadana syariah yang ditawarkan sama dengan yang ditawarkan oleh reksadana konvensional meliputi reksadana saham, pendapatan tetap, campuran, pasar uang, terproteksi, dan indeks. Meskipun demikian, tidak semua surat berharga boleh dimasukkan dalam portfolio reksadana syariah. Reksadana saham syariah hanya akan memasukkan saham-saham syariah yang masuk dalam Daftar Efek Syariah di Bursa Efek Indonesia sebagai pilihan. Reksadana pendapatan tetap syariah hanya memasukkan sukuk atau obligasi syariah sebagai pilihan. Sementara reksadana pasar uang hanya memasukkan produk-produk pasar uang dan perbankan syariah.

Selain terkait dengan pilihan surat berharga, perusahaan reksadana syariah juga memiliki dewan reksadana pengawas syariah. Untuk memastikan bahwa surat berharga yang dimasukkan dalam portfolio sesuai dengan syariah maka pilihan investasi reksadana syariah harus disaring dan disetujui oleh dewan pengawas syariah ini. Peraturan dan keputusan dewan pengawas syariah bersifat mengikat bagi bagi perusahaan reksadana dan manajer investasi akan dinilai oleh dewan pengawas syariah secara periodik.

Menurut Norman (2004), peran dewan pengawas syariah dapat berbeda antara satu reksadana dengan reksadana yang lain. Selain peran sebagai pengesahan, dewan pengawas syariah juga memiliki sejumlah peran lain. Diantaranya; mempelajari prospektus, dokumen konstitusional dan setiap perjanjian utama; memberi saran kepada manajer terkait dengan kepatuhan pada syariah; serta menyiapkan audit syariah tahunan dan menerbitkan laporan kepada investor.

## 2.2. Kinerja Reksadana Syariah

Kinerja reksadana secara umum diukur dari perkembangan Nilai Aktiva Bersih (NAB)nya. Sebagaimana saham, jika ingin membandingkan kinerja reksadana satu dengan yang lain, perlu dinyatakan dalam bentuk return dalam periode tertentu. Kinerja investasi secara umum sebaiknya memperhatikan tidak hanya return tetapi juga risikonya. Ukuran yang mempertimbangkan return dan risiko diantaranya adalah Sharpe Measure, Treynor Measure, dan Jensen Measure. Penilaian kinerja yang belakangan menggunakan sejumlah faktor risiko untuk menghilangkan pengaruh faktor tersebut dalam kinerja reksadana. Dengan demikian, perubahan kinerja memang sepenuhnya hanya dilihat dari kemampuan manajer investasi dalam mengelola dana. Khamlichi et al (2014), misalnya, masukkan empat faktor yaitu market premium, size factor, value factor, dan momentum factor sebagai pengontrol kinerja reksadana.

Penelitian tentang kinerja reksadana syariah pada umumnya membandingkan kinerja reksadana syariah dengan sebuah benchmark. Perbandingannya dapat hanya terkait dengan returnnya namun kebanyakan terkait dengan ukuran return-*risiko*. Benchmark pertama yang dijadikan pembanding adalah kinerja pasar. Kinerja pasar merujuk kepada indeks saham islami seperti Jakarta Islamic Index (JII) dan Dow Jones Islamic Market Index (DJIM). Rahman (2013), misalnya, membandingkan kinerja reksadana syariah dengan kinerja pasar pada saat krisis keuangan tahun 2008 dan menemukan bahwa kinerja reksadana syariah saat itu lebih rendah dibandingkan dengan kinerja pasar. Pada tingkat global, Rubio, Hassan, dan Merdad (2012) menemukan bahwa reksadana syariah memiliki kinerja lebih baik dibandingkan dengan reksadana internasional pembandingnya.

Pembanding yang paling banyak diteliti adalah reksadana konvensional. Hasil perbandingan cukup beragam. Di Indonesia, Rahman (2013) menemukan bahwa reksadana konvensional lebih baik, Susanto (2012) menemukan bahwa reksadana konvensional lebih

baik untuk jenis saham dan campuran tetapi reksadana syariah lebih baik untuk jenis pendapatan tetap. Sementara Romadon (2012) menemukan reksadana syariah kinerjanya lebih baik. Di Saudi Arabia, Dabbeeru (2006) tidak menemukan perbedaan kinerja antara reksadana syariah dan konvensional. Di Malaysia, Mansor dan Bhatti (2011) menemukan bahwa reksadana syariah kinerjanya lebih baik daripada reksadana konvensional pada periode bearish dan pada periode bullish kadang reksadana syariah lebih baik namun kadang reksadana konvensional yang lebih baik. Pada level internasional, Elfakhani et al. (2005) dan Abderrazak (2008) menemukan tidak ada perbedaan antara kinerja reksadana syariah dan konvensional. Sedangkan Hayat dan Kraeussl (2012) menemukan bahwa kinerja reksadana syariah lebih rendah daripada reksadana konvensional.

### **2.3. Model Berinvestasi di Reksadana Syariah**

Investor memilih berinvestasi di reksadana karena mereka tidak memiliki kemampuan atau tidak memiliki cukup waktu untuk berinvestasi langsung ke surat berharga. Alasan lainnya karena reksadana dikelola oleh manajer investasi yang memang memiliki keahlian dalam berinvestasi di surat berharga. Namun demikian, kemampuan manajer investasi pada masing-masing perusahaan reksadana tentu saja berbeda dan ini akan berdampak pada kinerja reksadana. Jika memang kinerja setiap reksadana berbeda, bagaimana strategi untuk memilihnya?

Strategi dasar memilih reksadana, sebagaimana pada investasi pada umumnya, adalah disesuaikan dengan profil risiko dari investor. Investor yang profil risikonya cenderung memilih aman maka pilihan reksadananya adalah reksadana pendapatan tetap, pasar uang atau terproteksi. Jika profil risikonya di tengah-tengah dapat memilih reksadana campuran atau indeks. Jika profil risikonya cenderung suka risiko maka dapat memilih reksadana saham. Ini adalah strategi memilih reksadana berdasarkan jenis reksadananya. Setelah

menentukan jenis reksadana maka investor harus memutuskan produk reksadana yang mana yang harus dipilih.

Kajian terkait dengan strategi memilih reksadana yang paling banyak dilakukan adalah kajian persistensi kinerja reksadana. Jika kinerja reksadana persisten, maka strategi memilih reksadana adalah berdasarkan kinerjanya pada periode-periode sebelumnya. Reksadana yang dipilih adalah reksadana yang pada periode-periode sebelumnya berkinerja terbaik. Gruber (1996) berpendapat bahwa adanya persistensi kinerja inilah yang menyebabkan berkembang pesatnya reksadana di Amerika. Dia memang menemukan adanya persistensi kinerja reksadana pada periode 1985 - 1994 di Amerika Serikat. Sementara itu Grinblat dan Titman (1992) juga menemukan adanya persistensi kinerja pada periode 1974-1984.

Uji persistensi kinerja reksadana di Indonesia sudah dilakukan oleh sejumlah peneliti. Dwianggoro et al (2012) dengan menggunakan data tahun 2006 sampai dengan 2011 menemukan tidak ada reksadana yang kinerjanya persisten selama 5 tahun berturut-turut namun ditemukan persistensi dalam jangka yang lebih pendek ketika menggunakan ukuran indeks Jensen dan Sharpe namun tidak pernah persisten ketika menggunakan indeks Treynor. Sementara itu, Elviani dan Linawati (2013) menemukan adanya persistensi kinerja reksadana untuk periode tahun 2008-2012. Dengan demikian ada tidaknya persistensi kinerja reksadana di Indonesia belum konklusif.

Uji persistensi kinerja reksadana syariah serta strategi pemilihan reksadana syariah masih belum banyak dilakukan. Penulis hanya menemukan reksadana hasil penelitian Khamlichi et al (2014) yang menggunakan data reksadana syariah dari Dow Jones Islamic Index dari tahun 1999 sampai dengan tahun 2011. Khamlichi et al (2014) tidak menemukan adanya persistensi kinerja reksadana syariah. Namun uji persistensi yang mereka lakukan

relatif terbatas karena hanya membandingkan periode resesi dan ekspansi sesuai dengan siklus bisnis perusahaan.



## **BAB 3. TUJUAN DAN MANFAAT PENELITIAN**

### **3.1. Tujuan Penelitian**

Tujuan penelitian ini adalah untuk mencari model memilih reksadana syariah. Secara lebih rinci penelitian ini bertujuan untuk:

- a. Mengetahui persistensi kinerja reksadana syariah di Indonesia
- b. Mencari pola persistensi kinerja reksadana syariah di Indonesia
- c. Mencari faktor yang mempengaruhi persistensi kinerja reksadana syariah
- d. Membuat model berinvestasi reksadana syariah di Indonesia jika ada persistensi
- e. Membuat model berinvestasi reksadana syariah di Indonesia jika tidak ada persistensi kinerja

### **3.2. Manfaat Penelitian**

Penelitian tentang model berinvestasi atau memilih reksadana syariah belum banyak dilakukan, padahal kebutuhan akan pedoman yang handal untuk memilih reksadana syariah sangat dibutuhkan. Memang ada investor reksadana yang memilih reksadana syariah karena alasan return namun tidak menutup kemungkinan banyak investor yang memilih reksadana syariah karena alasan etika islamnya. Bagi investor yang terakhir ini, satu-satunya pilihan adalah reksadana syariah sehingga masalahnya adalah bagaimana memilih reksadana syariah terbaik dari reksadana- reksadana syariah yang ada. Memilih reksadana yang pada periode yang lalu berkinerja terbaik merupakan strategi yang tepat jika kinerja reksadana bersifat persisten. Untuk itu perlu kajian tentang persistensi kinerja reksadana syariah berikut seberapa lama persistensi akan bertahan. Jika kinerja reksadana tidak persisten maka perlu strategi lain untuk memilih reksadana syariah. Kajian model alternatif ini perlu dilakukan setelah ada temuan yang handal terkait dengan persistensi kinerja reksadana.

## **BAB 4. METODE PENELITIAN**

### **4.1. Populasi dan Sampel**

Populasi penelitian ini adalah reksadana syariah di Indonesia. Sampel penelitian adalah semua reksadana syariah yang ditawarkan mulai tahun 2010 sampai dengan tahun 2016. Pemilihan sampel mulai tahun 2010, untuk menghindari data ekstrem kinerja reksadana pada saat krisis keuangan tahun 2008 yang masih terasa dampaknya hingga tahun 2009.

### **4.2. Variabel Penelitian dan Definisi Operasionalnya**

Kinerja reksadana dalam penelitian ini dihitung dengan menggunakan 4 (empat) proxy yaitu: return reksadana berbasis NAB dan tiga return yang mempertimbangkan risiko, yaitu: Sharpe index =  $(r_i - r_f)/\sigma_i$  Treynor index =  $(r_i - r_f)/\beta_i$  Jensen index =  $\alpha_i = r_i - [r_f + \beta_i (r_m - r_f)]$ . Return dan indeks dihitung dalam periode bulanan sedangkan risiko yang tercermin dalam  $\sigma_i$  dan  $\beta_i$  diestimasi dengan data return reksadana dan return pasar bulanan selama satu tahun.

### **4.3. Alat Analisis**

Uji persistensi jangka panjang dilakukan dengan langkah-langkah sebagai berikut. Pertama, meranking kinerja setiap jenis reksadana syariah setiap tahunnya berbasis kinerjanya. Jenis reksadana yang dianalisis adalah reksadana saham, reksadana pendapatan tetap, dan reksadana campuran. Kedua, mengambil lima reksadana terbaik pada setiap jenis reksadana dan setiap tahunnya. Ketiga, menganalisis persistensi dengan melihat apakah reksadana lima terbaik pada suatu tahun tetap menjadi lima terbaik dalam tahun-tahun berikutnya.

Uji persistensi jangka pendek dilakukan dengan dua cara. Cara pertama seperti uji persistensi jangka panjang di atas, tetapi menggunakan data bulanan. Uji persistensi dilihat untuk satu, dua, tiga, empat, lima dan enam bulan kedepan. Cara kedua adalah dengan menggunakan model autoregressive moving average (ARMA), atau ARIMA, atau GARCH tergantung karakteristik dari data. Kinerja reksadana persisten jika koefisien AR positif signifikan. Berikut adalah persamaan time series yang dimaksud:

ARMA/ARIMA:

$$Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 Y_{t-1} + \alpha_2 Y_{t-2} + \dots + \alpha_k Y_{t-p} + \beta_0 \varepsilon_t + \beta_1 \varepsilon_{t-1} + \beta_2 \varepsilon_{t-2} + \dots + \beta_q \varepsilon_{t-q}$$

GARCH

- Mean Equation

$$Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 Y_{t-1} + \alpha_2 Y_{t-2} + \dots + \alpha_k Y_{t-p} + \beta_0 \varepsilon_t + \beta_1 \varepsilon_{t-1} + \beta_2 \varepsilon_{t-2} + \dots + \beta_q \varepsilon_{t-q}$$

- Variance Equation

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \sigma_{t-1}^2 + \alpha_2 \sigma_{t-2}^2 + \dots + \alpha_k \sigma_{t-p}^2 + \beta_0 \varepsilon_t^2 + \beta_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \beta_2 \varepsilon_{t-2}^2 + \dots + \beta_q \varepsilon_{t-q}^2$$

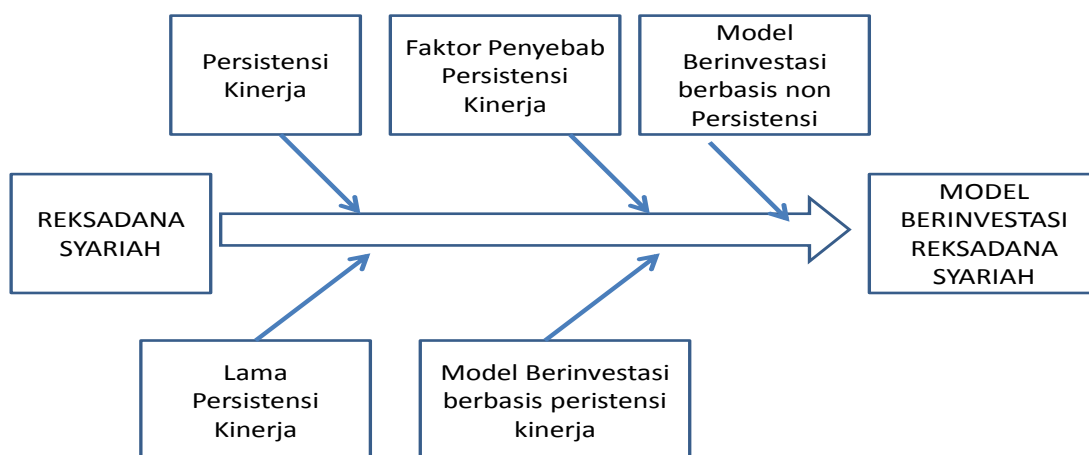
dimana, Y=return reksadana,  $\varepsilon_t$  = error term,  $\sigma^2$  = forecast variance periode depan berdasarkan data Y periode sebelumnya (lag-nya adalah GARCH term) dan  $\varepsilon^2$  =kuadrat dari error term (ARCH term)

#### 4.4. Bagan Alir Penelitian

Penelitian tentang model berinvestasi di reksadana syariah ini adalah bagian dari kajian keuangan islam, khususnya yang terkait dengan investasi di pasar modal. Pada dua tahun terakhir, kami sudah melakukan penelitian yang terkait dengan investasi langsung di pasar modal islami, khususnya saham. Saat ini kami lanjutkan dengan mengkaji investasi di pasar modal secara tidak langsung, yaitu lewat reksadana syariah.

Kajian reksadana syariah dilakukan tiga tahap. Pertama mengkaji apakah ada persistensi kinerja reksadana dan jika ada berapa lama persistensi tersebut berlangsung. Karena persistensi tidak akan berlangsung selamanya, maka pada tahap kedua perlu dikaji faktor apa yang mempengaruhi persistensi kinerja. Tahap kedua akan diakhiri dengan membuat model berinvestasi reksadana syariah jika kinerja persisten. Permasalahan juga akan muncul jika ternyata tidak terjadi persistensi. Untuk itu perlu ada tahapan ketiga yaitu perlu ada model alternatif untuk memilih reksadana syariah dalam kondisi kinerja tidak persisten. Berikut ini adalah bagan alir dari penelitian yang akan kami lakukan.

Gambar 4.1. Bagan Alir Penelitian



## BAB 5. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### 5.1. Kinerja Reksadana Syariah di Indonesia

Investor dapat memantau perkembangan dana yang diinvestasikan di reksadana lewat informasi Nilai Aktiva Bersih (NAB) yang diumumkan setiap hari. Dengan membandingkan NAB saat membeli dengan NAB saat sekarang, investor dapat menghitung return dari reksadana. Tabel 5.1 di bawah ini menginformasikan rata-rata return reksadana dalam periode tahunan dan bulanan selama tahun 2010 – 2016.

Tabel 5.1: Rata-Rata Return Tahunan dan Return Bulanan Reksadana 2010-2016

| Tahun     | Reksadana Saham              |                              | Reksadana Pendapatan tetap   |                              | Reksadana Campuran           |                              |
|-----------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|
|           | Rata-rata Return Tahunan (%) | Rata-rata Return Bulanan (%) | Rata-rata Return Tahunan (%) | Rata-rata Return Bulanan (%) | Rata-rata Return Tahunan (%) | Rata-rata Return Bulanan (%) |
| 2010      | 29.61429                     | 2.467857                     | 10.31762                     | 0.859802                     | 21.80262                     | 1.816885                     |
| 2011      | 0.65                         | 0.054167                     | 16.09714                     | 1.341429                     | 3.284286                     | 0.27369                      |
| 2012      | 8.44125                      | 0.703438                     | 7.818571                     | 0.651548                     | 7.182143                     | 0.598512                     |
| 2013      | 3.050323                     | 0.277302                     | -0.27429                     | -0.02286                     | 2.934351                     | 0.244529                     |
| 2014      | 26.59649                     | 2.216374                     | 7.255714                     | 0.604643                     | 20.32255                     | 1.693546                     |
| 2015      | -15.4167                     | -1.28472                     | 2.052944                     | 0.171079                     | -9.23021                     | -0.76918                     |
| 2016      | 23.24353                     | 1.936961                     | 6.528232                     | 0.544019                     | 13.08519                     | 1.090433                     |
| Rata-rata | 10.88274                     | 0.910196                     | 7.113706                     | 0.592809                     | 8.482991                     | 0.706916                     |
| SD        | 15.18579                     | 1.263805                     | 4.957256                     | 0.413105                     | 10.08557                     | 0.840464                     |

Dari tabel di atas terlihat bahwa reksadana saham memiliki rata-rata return yang paling tinggi, disusul reksadana campuran, dan yang terendah adalah reksadana pendapatan tetap. Hasil ini sesuai dengan kaidah bahwa semakin tinggi risiko sebuah investasi maka returnnya akan semakin tinggi. Saham adalah surat berharga yang risikonya lebih tinggi dibandingkan dengan obligasi. Sementara reksadana campuran terdiri dari saham dan obligasi sehingga risikonya ada ditengah-tengahnya. Tinggi risiko reksadana saham tidak hanya berbasis sifat sahamnya tetapi juga didukung oleh fakta empiris dimana standar deviasi reksadana saham juga yang paling besar, disusul reksadana campuran, dan yang terendah standar deviasinya adalah reksadana pendapatan tetap. Meskipun secara umum, reksadana saham memberikan return yang tertinggi, tetapi tidak semua tahun terjadi yang seperti itu. Dari tabel di atas, terlihat bahwa di tahun 2011 dan 2015, justru reksadana saham memperoleh return terendah dan reksadana pendapatan tetap memperoleh return tertinggi. Temuan untuk tahun 2015 mungkin dapat dijelaskan karena pada tahun tersebut kondisi pasar saham sedang menurun sehingga baik reksadana saham maupun reksadana campuran rata-rata returnnya negatif. Namun untuk temuan tahun 2011, penulis belum mengetahui mengapa temuan tersebut muncul.

## **5.2. Persistensi Jangka Panjang Kinerja Reksadana Syariah**

Ada tiga jenis reksadana syariah yang dianalisis persistensi kinerjanya dalam penelitian ini yaitu reksadana saham, reksadana pendapatan tetap, dan reksadana campuran. Hasil analisis persistensi kinerja reksadana saham nampak pada tabel 5.2 di bawah ini.

Tabel 5.2: Hasil Analisis Persistensi Kinerja Reksadana Saham Syariah

| Tahun Dasar | Tingkat Persistensi (%) |      |      |      |      |      |      |
|-------------|-------------------------|------|------|------|------|------|------|
|             | 2010                    | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| 2010        | 100                     | 80   | 80   | 40   | 40   | 40   | 40   |
| 2011        |                         | 100  | 100  | 60   | 40   | 40   | 40   |
| 2012        |                         |      | 100  | 60   | 40   | 40   | 40   |
| 2013        |                         |      |      | 100  | 40   | 0    | 20   |
| 2014        |                         |      |      |      | 100  | 20   | 20   |
| 2015        |                         |      |      |      |      | 100  | 0    |

Dari tabel di atas dapat dilihat bahwa secara umum persistensi kinerja reksadana saham syariah cukup tinggi di tahun 2010 dan 2011. Di tahun 2010, 5 reksadana terbaik di tahun tersebut, 80% nya masih menjadi yang terbaik di tahun 2011 dan 2012. Di tahun 2011, 5 reksadana terbaik di tahun tersebut, 100% masih menjadi 5 yang terbaik di tahun 2012 dan 60%nya masih menjadi terbaik di tahun 2013. Persistensi mulai menurun di tahun 2012 dimana pada tahun berikutnya hanya 60% yang masih masuk 5 besar dan dua tahun berikutnya tinggal 40%. Persistensi menurun kembali pada tahun 2013, 2014 dan 2015. Di tahun 2013, tingkat persistensi di tahun berikutnya hanya 40% dan persistensinya menjadi hilang di dua tahun berikutnya. Di tahun 2014, tingkat persistensi di tahun berikutnya hanya 20%, dan di tahun 2015 bahkan tidak ada persistensi di tahun berikutnya.

Sementara itu, hasil analisis persistensi reksadana pendapatan tetap syariah nampak pada tabel 5.3 di bawah ini.

Tabel 5.3: Hasil Analisis Persistensi Kinerja Reksadana Pendapatan Tetap Syariah

| Tahun Dasar | Tingkat Persistensi (%) |      |      |      |      |      |      |
|-------------|-------------------------|------|------|------|------|------|------|
|             | 2010                    | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| 2010        | 100                     | 80   | 80   | 40   | 80   | 80   | 60   |
| 2011        |                         | 100  | 100  | 40   | 60   | 60   | 80   |
| 2012        |                         |      | 100  | 40   | 60   | 60   | 80   |
| 2013        |                         |      |      | 100  | 40   | 40   | 40   |
| 2014        |                         |      |      |      | 100  | 40   | 60   |
| 2015        |                         |      |      |      |      | 100  | 40   |

Persistensi reksadana pendapatan tetap syariah cukup tinggi di tahun 2010 dan 2011. Di tahun 2010, 80% dari lima besar penghasil return di tahun 2010 tetap berada di lima besar pada tahun 2011 dan 2012. Di tahun 2011, lima besar penghasil return tahun 2010 tetap menjadi lima besar di tahun 2012, meskipun kemudian hanya tinggal 40% di tahun 2013. Penurunan persistensi terjadi mulai tahun 2012. Pada tahun 2012, hanya 40% dari lima besar di tahun 2012 yang tetap di lima besar pada tahun 2013. Namun demikian, tingkat persistensinya meningkat menjadi 60% ditahun 2014 dan 2015, bahkan menjadi 80% di tahun 2016. Fenomena di tahun 2012 ini cukup menarik karena ada pola U dalam persistensi kinerja reksadana pendapatan tetap syariah. Pada tahun 2013, 2014 dan 2015, tingkat persistensi mengalami penurunan persistensi yang konstan menjadi 40% sejak tahun pertama setelah tahun dasar. Dari temuan di atas, kita dapat simpulkan bahwa pola persistensi reksadana pendapatan tetap mirip dengan pola persistensi reksadana saham, yaitu memiliki persistensi tinggi di tahun 2010 dan 2011, namun kemudian menurun persistensinya untuk tahun-tahun berikutnya. Meskipun polanya sama, namun secara umum tingkat persistensi kinerja reksadana pendapatan tetap lebih tinggi daripada persistensi kinerja reksadana saham.

Jenis reksadana terakhir yang dianalisis persistensinya adalah reksadana campuran. Hasil analisis persistensi untuk reksadana campuran syariah ada dalam tabel 5.4 di bawah ini.



Tabel 5.4: Hasil Analisis Persistensi Kinerja Reksadana Campuran Syariah

| Tahun Dasar | Tingkat Persistensi (%) |      |      |      |      |      |      |
|-------------|-------------------------|------|------|------|------|------|------|
|             | 2010                    | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| 2010        | 100                     | 80   | 80   | 80   | 60   | 40   | 20   |
| 2011        |                         | 100  | 100  | 100  | 60   | 20   | 40   |
| 2012        |                         |      | 100  | 100  | 60   | 20   | 40   |
| 2013        |                         |      |      | 100  | 60   | 20   | 40   |
| 2014        |                         |      |      |      | 100  | 20   | 20   |
| 2015        |                         |      |      |      |      | 100  | 20   |

Sama dengan dua jenis reksadana sebelumnya, tingkat persistensi kinerja reksadana campuran pada tahun 2010 dan 2011 juga tinggi. Untuk tahun 2010, tingkat persistensi lima besarnya sebesar 80% bertahan selama tiga tahun. Untuk tahun 2011, tingkat persistensinya bahwa sebesar 100% untuk dua tahun berikutnya sebelum kemudian turun menjadi 60% di tahun ketiga. Namun berbeda dengan dua reksadana sebelumnya, tingkat persistensi reksadana campuran masih tetap tinggi di tahun 2012. Di tahun 2012, tingkat persistensi kinerja reksadana adalah 100% untuk tahun 2013 kemudian menurun menjadi 60% di tahun 2014. Pada tahun 2013, 2014, dan 2015, persistensi reksadana campuran menurun cukup drastis. Tahun 2013, persistensi turun pada tingkat 60% di tahun pertama kemudian turun ke tingkat 20% pada tahun berikutnya. Di tahun 2014 dan 2015 bahkan tingkat persistensinya sudah turun menjadi 20% di tahun pertama.

Dari data di atas, kita melihat ada tiga kelompok periode yang memiliki pola persistensi yang berbeda. Tahun 2010-2011, reksadana syariah memiliki persistensi cukup tinggi dengan urutan, reksadana campuran memiliki tingkat persistensi tertinggi, disusul dengan reksadana pendapat tetap, dan terakhir reksadana saham. Tahun 2012, reksadana campuran tetap memiliki persistensi tinggi, namun reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham persistensinya sudah menurun. Tahun 2013-2015, semua jenis reksadana memiliki

tingkat persistensi rendah dengan urutan, reksadana campuran, reksadana pendapatan tetap, dan yang terendah persistensinya adalah reksadana saham. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa secara umum, reksadana campuran memiliki tingkat persistensi tertinggi, disusul reksadana pendapatan tetap, dan terendah adalah reksadana saham.

### 5.3 Persistensi Jangka Pendek Kinerja Reksadana Syariah

Uji persistensi jangka pendek dilakukan dengan melihat apakah reksadana dengan kinerja lima terbaik pada suatu bulan tetap berada di lima terbaik pada bulan-bulan berikutnya. Tabel 5.5 di bawah ini adalah rangkuman tingkat persistensi kinerja reksadana saham untuk satu hingga enam bulan kedepan.

Tabel 5.5: Rangkuman Hasil Uji Persistensi Jangka Pendek Reksadana Saham

| SAHAM |          |          |          |          |          |          |
|-------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Tahun | 1<br>bln | 2<br>bln | 3<br>bln | 4<br>bln | 5<br>bln | 6<br>bln |
| 2010  | 0.85     | 0.8      | 0.85     | 0.85     | 0.8      | 0.7      |
| 2011  | 0.8      | 0.7      | 0.7      | 0.7      | 0.65     | 0.75     |
| 2012  | 0.8      | 0.75     | 0.85     | 0.8      | 0.7      | 0.7      |
| 2013  | 0.5      | 0.45     | 0.5      | 0.3      | 0.3      | 0.3      |
| 2014  | 0.5      | 0.35     | 0.35     | 0.35     | 0.3      | 0.35     |
| 2015  | 0.4      | 0.15     | 0.25     | 0.35     | 0.25     | 0.1      |
| 2016  | 0.3      | 0.15     | 0.3      | 0.35     | 0.2      | 0.25     |

Dari baris pertama tabel 5.5 atas nampak bahwa pada tahun 2010, kinerja reksadana saham cukup tinggi persistensinya. Reksadana saham yang kinerjanya lima terbaik di suatu bulan (di penelitian ini terdiri dari bulan Januari sampai dengan April), 85% diantaranya masih ada di lima besar pada satu bulan berikutnya. Untuk jarak waktu 2 bulan berikutnya yang persisten 80%, 3 dan 4 bulan berikutnya naik lagi menjadi 85%, 5 bulan berikutnya 80%, dan 6 bulan

berikutnya masih 70%. Pada tahun 2011, tingkat persistensi masih tinggi meskipun sedikit melemah. Tahun 2012, tingkat persistensi kembali meningkat kembali seperti tahun 2010. Persistensi mengalami penurunan di tahun 2013 dan tahun-tahun berikutnya dan tingkat persistensi terendah terjadi di tahun 2016.

Sementara Tabel 5.6 di bawah ini adalah rangkuman tingkat persistensi kinerja reksadana pendapatan tetap untuk satu hingga enam bulan kedepan.

Tabel 5.6: Rangkuman Hasil Uji Persistensi Jangka Pendek Reksadana Pendapatan Tetap

| Pendapatan Tetap |       |       |       |       |       |       |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Tahun            | 1 bln | 2 bln | 3 bln | 4 bln | 5 bln | 6 bln |
| 2010             | 0.625 | 0.563 | 0.563 | 0.563 | 0.563 | 0.625 |
| 2011             | 0.625 | 0.5   | 0.5   | 0.438 | 0.5   | 0.563 |
| 2012             | 0.5   | 0.563 | 0.625 | 0.563 | 0.5   | 0.563 |
| 2013             | 0.438 | 0.625 | 0.625 | 0.5   | 0.438 | 0.438 |
| 2014             | 0.625 | 0.625 | 0.563 | 0.563 | 0.75  | 0.5   |
| 2015             | 0.625 | 0.625 | 0.5   | 0.438 | 0.563 | 0.625 |
| 2016             | 0.375 | 0.375 | 0.813 | 0.563 | 0.5   | 0.438 |

Dari tabel 5.6 di atas nampak bahwa secara umum tingkat persistensi reksadana pendapatan tetap lebih rendah dari pada tingkat persistensi reksadana saham. Pada bulan pertama, tingkat persistensi paling tinggi hanya 62,5%. Pola persistensi antara tahun yang ditemukan di reksadana saham tidak ditemukan di reksadana pendapatan tetap. Memang ditemukan ada penurunan peristensi di tahun 2012 dan 2013 namun kemudian naik lagi di tahun 2014 dan 2015 sebelum kemudian turun lagi di tahun 2016. Di tahun 2016, tingkat persistensinya adalah yang paling rendah.

Sementara Tabel 5.7 di bawah ini adalah rangkuman tingkat persistensi kinerja reksadana campuran untuk satu hingga enam bulan kedepan.

Tabel 5.7: Rangkuman Hasil Uji Persistensi Jangka Pendek Reksadana Campuran

| CAMPURAN |          |          |          |          |          |          |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Tahun    | 1<br>bln | 2<br>bln | 3<br>bln | 4<br>bln | 5<br>bln | 6<br>bln |
| 2010     | 0.7      | 0.8      | 0.8      | 0.7      | 0.8      | 0.7      |
| 2011     | 0.75     | 0.65     | 0.65     | 0.65     | 0.6      | 0.75     |
| 2012     | 1        | 1        | 0.9      | 0.8      | 0.7      | 0.65     |
| 2013     | 0.7      | 0.55     | 0.55     | 0.35     | 0.3      | 0.3      |
| 2014     | 0.4      | 0.35     | 0.25     | 0.4      | 0.45     | 0.45     |
| 2015     | 0.3      | 0.25     | 0.3      | 0.25     | 0.45     | 0.35     |
| 2016     | 0.2      | 0.2      | 0.35     | 0.35     | 0.35     | 0.2      |

Dari tabel 5.7 di atas nampak bahwa reksadana campuran memiliki pola persistensi tahunan yang mirip dengan reksadana saham. Seperti reksadana saham, reksadana campuran memiliki persistensi yang tinggi di awal namun kemudian tingkat persistensinya turun. Jika reksadana saham persistensinya mulai turun dari tahun 2013, reksadana campuran mulai turun pada tahun 2014. Disamping itu, secara umum tingkat persistensi reksadana campuran lebih rendah daripada reksadana saham, meskipun di tahun 2012 reksadana campuran di dua bulan pertama mengalami persistensi sempurna, seratus persen. Sebagaimana dua jenis reksadana yang lain, tingkat persistensi reksadana campuran berada pada level terendah di tahun 2016.

Uji persistensi dengan melihat apakah reksadana berkinerja 5 terbaik tetap berada di 5 terbaik pada periode-periode berikutnya adalah uji persistensi yang sifatnya relatif. Disamping uji persistensi yang bersifat relatif, ada juga uji persistensi yang bersifat absolut yaitu dengan menggunakan analisis time series autoregressive moving average (ARMA) atau model sejenis. Hasil uji yang digunakan di sini hanya dari sisi autoregresi saja dan rangkuman hasilnya ada pada tabel 5.8 di bawah ini.

Tabel 5.8: Rangkuman hasil uji autoregressive return reksadana bulanan

| Jenis Reksadana  | Hasil Autoregresi  |                          |                    |                          |
|------------------|--------------------|--------------------------|--------------------|--------------------------|
|                  | Positif signifikan | Positif tidak signifikan | Negatif signifikan | Negatif tidak signifikan |
| Saham            | 0%                 | 36%                      | 50%                | 14%                      |
| Pendapatan Tetap | 100%               | 0%                       | 0%                 | 0%                       |
| Campuran         | 9%                 | 18%                      | 55%                | 18%                      |

Kinerja reksadana yang persisten secara absolut ditandai dengan koefisien autogresi yang positif signifikan. Jika koefisiennya positif signifikan artinya kinerja yang bagus di suatu periode akan diikuti oleh kinerja yang bagus juga di masa yang akan datang. Dari tabel di atas nampak bahwa hanya reksadana pendapatan tetap yang kinerjanya persisten, bahkan tingkat persistensinya sempurna. Ada 7 sampel reksadana yang dianalisis dan kesemuanya memiliki koefisien autoregresi yang positif signifikan. Reksadana saham memiliki sampel 14 reksadana dan tidak ada satupun yang signifikan persisten. Sementara reksadana campuran memiliki sampel 11 reksadana dan hanya satu (9%) yang signifikan persisten.

## BAB 6. RENCANA TAHAPAN BERIKUTNYA

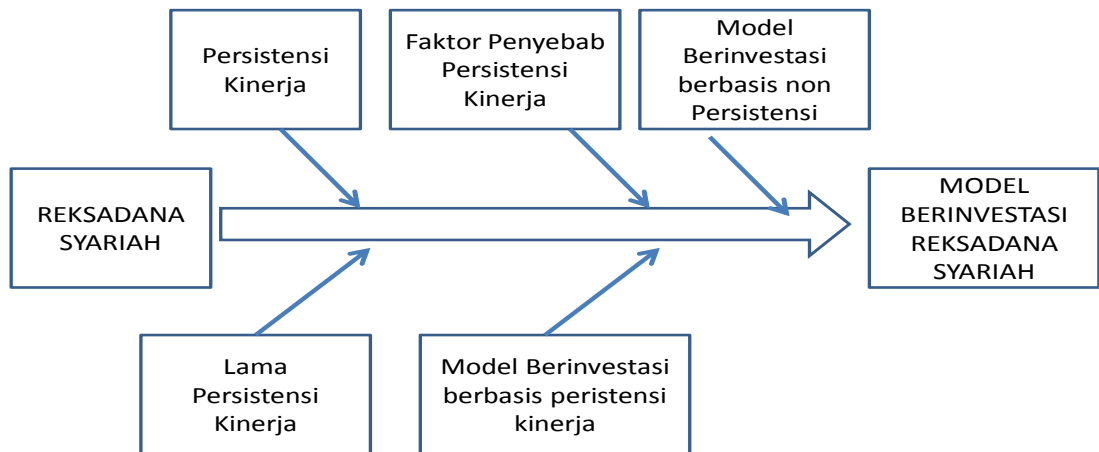
Penelitian ini bertujuan membuat model berinvestasi di reksadana syariah. Tahapan penyusunan model, sebagaimana sudah dijelaskan di awal usulan penelitian, dapat dirinci sebagai berikut.

1. Apakah terjadi persistensi kinerja reksadana syariah di Indonesia?
2. Jika terjadi persistensi, berapa lama persistensi tersebut berlangsung?
3. Bagaimana model investasi reksadana syariah jika kinerja reksadana syariah terbukti persisten?
4. Jika terjadi persistensi, faktor apa saja yang mempengaruhi persistensi kinerja reksadana syariah di Indonesia?
5. Jika tidak terjadi persistensi, bagaimana model berinvestasi di reksadana syariah?

Pada tahun pertama telah ditemukan pola persistensi dan lama persistensi kinerja reksadana syariah di Indonesia. Pada periode 2010 – 2013 kinerja reksadana cenderung persisten, tetapi pada periode 2014-2016 kinerja cenderung tidak persisten. Lama persistensi berkisar tiga tahun. Sehingga tahapan nomor (1) dan (2) sudah ditemukan.

**Pada tahun kedua**, akan dilanjutkan dengan melakukan tahap 3, 4, dan 5. Pada tahun kedua ini diharapkan sudah terbentuk model investasi reksadana syariah. Sehingga pada tahun ketiga, kami akan menguji model tersebut di lapangan. Jika merujuk pada diagram alur maka pada tahun kedua, peneliti akan melakukan:

1. Analisis faktor-faktor yang menyebabkan persistensi kinerja reksana syariah
2. Membuat model berinvestasi reksadana syariah berbasis persistensi
3. Membuat model berinvestasi reksadana syariah berbasis non persistensi



## **BAB 7. KESIMPULAN DAN SARAN**

### **7.1. Kesimpulan**

Menggunakan reksadana syariah di Indonesia dari tahun 2010 sampai dengan tahun 2016, penelitian ini menemukan beberapa hal berikut. Pertama, reksadana syariah memiliki persistensi jangka panjang yang cukup kuat pada awal penelitian (tahun 2010 - 2011) namun tingkat persistensi tersebut melemah pada tahun-tahun berikutnya. Kedua, reksadana campuran memiliki persistensi jangka panjang yang paling tinggi, diikuti reksadana pendapatan tetap, dan reksadana saham. Ketiga, persistensi jangka pendek reksadana saham dan campuran cukup tinggi di awal tahun penelitian (2010-2012) namun kemudian menurun sesudahnya tetapi reksadana pendapatan tetap memiliki pola persistensi naik turun. Keempat, secara umum, reksadana saham memiliki persistensi jangka pendek paling tinggi, diikuti oleh reksadana campuran, dan reksadana pendapatan tetap. Kelima, dilihat dari persistensi jangka pendek absolut, hanya reksadana pendapatan tetap yang persisten bahkan persistensinya sempurna. Hasil penelitian ini diharapkan memberi kontribusi terhadap studi investasi islami, khususnya dalam rangka mencari model berinvestasi di reksadana syariah. Adanya model investasi reksadana syariah akan banyak membantu investor dalam memilih reksadana syariah yang tepat.

### **7.2. Saran**

Investor dalam memilih reksadana perlu mempertimbangkan risiko dan return dari jenis reksadana. Reksadana saham adalah yang memberi ekspektasi return terbesar tetapi risikonya juga paling tinggi. Reksadana campuran berada di tengah-tengah terkait dengan ekspektasi return dan risikonya. Reksadana pendapatan tetap memiliki risiko terendah tetapi memberi ekspektasi return paling rendah.



Hasil penelitian ini menemukan bahwa persistensi kinerja semua jenis reksadana melemah di tahun 2014-2016. Untuk itu investor sebaiknya tidak hanya memilih reksadana berdasarkan kinerjanya pada periode (tahun) lalu. Khusus untuk reksadana pendapatan tetap, investor dapat merujuk ke kinerja bulan yang lalu untuk memilih reksadana terbaik.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abderrezak, F. (2008), **The Performance of Islamic Equity Funds: A Comparison to Conventional, Islamic and Ethical Benchmarks**, Thesis, Department of Finance, University of Maastricht
- Bodie, Z., A Kane, dan A J Marcus, (2009), **Investment**, Eighth Edition, McGraw-Hill Irwin, NY
- Dabbeeru, R. (2006), **Performance Analysis of Mutual Funds in Saudi Arabia**, SSRN eLibrary. <http://ssrn.com/paper=921523>
- Dwianggoro, A., S P Anantadjaya, dan M Sibarani, (2012), Reksadana Saham Di Indonesia: Analisa Persistensi Periode April 2006 – Maret 2011, **Finance & Accounting Journal**, 1(2) September, pp 69 - 83
- Elfakhani, S., M K Hassan, dan Y Sidani (2005), **Comparative Performance of Islamic Versus Secular Mutual Funds**, Proceeding Economic Research Forum Conference, 19-21 Mei, Kairo, Mesir
- Elvani, V dan N Linawati, (2013), Uji Konsistensi Kinerja Reksadana Saham di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2012, **FINESTA**, 1(2), pp 130-135
- Grinblatt M. dan S. Titman, (1992), The Persistence of Mutual Fund Performance, **The Journal of Finance**, Vol. XLVII, No. 5 Dec., pp 1977-1984
- Gruber, J. Martin, (1996), Another Puzzle: the Growth in Actively Managed Mutual Fund, **The Journal of Finance**, Vol. LI, No. 3, July, pp 783-810
- Hayat, R dan R. Kraeussl (2012), Risk and Return Characteristics of Islamic Equity Funds, **Emerging Market Review**, 12(2), pp 189-203
- Jones, S., S van der Laan, G Frost, dan J Loftus, (2008), The Investment Performance of Socially Responsible Investment Funds in Australia, **Journal of Business Ethics**, 80; pp 181-203

- Khamlichi, A., M. Aroui, dan F Teulon, (2014), Persistence of Performance Using The Four-Factor Pricing Model: Evidence from Dow Jones Islamic Index, **The Journal of Applied Business Research**, 30(3) May-June, pp 917- 926
- Mansor, F dan M. I. Bhatti (2011), **The Islamic Mutual Fund Performance: New Evidence on Market Timing and Stock Selectivity**, Proceeding 2011 International Conference on Economics and Finance Research (ICEFR), 14-16 Maret 2011, Lengkawi Malaysia
- Norman, L Trevor, (2004), **Islamic Investment Funds**, dalam Sahail Jaffer (Editor), Islamic Asset Management, Euromoney Book-Kuwait Finance House-The national Commercial Bank, London, United Kingdom
- Rahman, Arif, (2013), **Analisis Perbandingan Kinerja Reksadana Saham Syariah dan Reksadana Konvensional pada Periode Krisis dan Periode Sesudah Krisis Subprime Mortgage**, Thesis, Magister Manajemen Universitas Gajah Mada
- Romadon, Gilang, (2012), **Analisis Perbandingan Kinerja Reksadana Syariah dan Konvensional Menggunakan RMAR dan RDIV**, Thesis, Magister Manajemen Universitas Gajah Mada
- Rubio, JF., M K Hassan, dan H J Merdad (2012), Non-Parametric Performance Measurement of International and Islamic Mutual Funds, **Accounting Research Journal**, 25(3), pp. 208-226
- Susanto, Hari Adi, (2012), **Analisis Perbandingan Kinerja Reksadana Konvensional dan Reksadana Syariah Menggunakan Model Sharpe, Treynor, Reward to Market Risk, dan Reward to Diversification**, Thesis, Magister Manajemen Universitas Gajah Mada
- Syarif, A. Ahmad, (2008), Evaluasi Satu Semester Penerbitan Daftar Efek Syariah Demi Pengembangan Industri Pasar Modal Syariah Di Indonesia, **KARIM Review**, Special Edition, January 2008
- Zheng, Lu, (1999), Is Money Smart? A Study of Mutual Fund Investor's Fund Selection Ability, **the Journal of Finance**, Vol. LIV, No. 3 June, pp 901-933

