

**Kode/ Nama Rumpun Ilmu:**

**563/Ekonomi Syariah**

**LAPORAN AKHIR TAHUN KE-2  
PENELITIAN PRODUK TERAPAN**



**MODEL INVESTASI REKSADANA SYARIAH  
DI INDONESIA**

**Tim Peneliti:**

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

**NIDN: 0507086501**

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

**NIDN: 0528086401**

**UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA  
YOGYAKARTA  
2018**

**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 : Galeri Pasar Modal PPS FE UII  
Alamat : Kampus FE UII Condong catur Sleman Yogyakarta  
Penanggung Jawab : Arif Singapurwoko  
Tahun Pelaksanaan : Tahun ke 2 dari rencana 3 tahun  
Biaya Tahun Berjalan : Rp 55,000,000  
Biaya Keseluruhan : Rp 183,500,000

Mengetahui,  
Dekan FE UII



(Dr. Jaka Sriyana, SE. M.Si)  
NIP/NIK 933130101

Kab. Sleman, 15 - 11 - 2018  
Ketua,



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

Menyetujui,  
Direktur DPPM UII



(Dr. Eng. Hendra Setiawan, S.T.,M.T.)  
NIP/NIK 025200526

## DAFTAR ISI

	<b>Halaman</b>
Halaman Judul .....	i
Halaman Pengesahan .....	ii
Daftar Isi .....	iv
Abstrak .....	vi
Bab I: Pendahuluan .....	1
A. Latar Belakang Penelitian .....	1
B. Permasalahan Penelitian .....	4
C. Tujuan Penelitian .....	6
D. Urgensi Penelitian .....	6
E. Temuan yang Ditargetkan .....	6
F. Rencana Capaian Tahunan .....	7
Bab II: Tinjauan Pustaka .....	9
A. Reksadana .....	9
B. Reksadana Syariah .....	10
C. Kinerja Reksadana Syariah .....	10
D. Model Berinvestasi di Reksadana Syariah .....	11
E. Road Map Penelitian .....	13
Bab III: Metode Penelitian .....	14
A. Populasi dan Sampel .....	14
B. Variabel Penelitian dan Definisi Operasionalnya .....	14
C. Alat Analisis .....	15
D. Bagan Alir Penelitian .....	15
Bab IV: Hasil Penelitian .....	17
A. Model Memprediksi Persistensi Kinerja Reksadana .....	17
B. Model Memprediksi Persistensi untuk Setiap Jenis Reksadana.....	20
C. Pembahasan .....	24
Bab V: Kesimpulan .....	27
Daftar Pustaka .....	28

## ABSTRAK

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 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 akan menguji persistensi kinerja reksadana syariah dan jika terjadi persistensi akan dianalisis berapa lama persistensi tersebut berlangsung. Jika kinerja reksadana persisten maka model memilih reksadana adalah memilih reksadana yang pada periode sebelumnya memiliki kinerja terbaik. Penelitian kemudian dilanjutkan dengan mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi persistensi, supaya dapat diantisipasi jika persistensi sebuah reksadana diperkirakan akan segera berhenti. Kajian untuk mencari strategi alternatif jika tidak ditemukan persistensi kinerja akan dilakukan sebagai pengganti analisis faktor-faktor yang mempengaruhi persistensi. Penelitian ini akan menggunakan sampel reksadana syariah di Indonesia tahun 2010 sampai dengan 2016. Kinerja reksadana akan menggunakan data bulanan return reksadana dan kinerja berbasis risk/return berupa indeks Sharpe, Treynor, dan Jensen.

Pada tahun pertama, 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.

Pada tahun kedua, kami telah membuat model untuk memprediksi persistensi kinerja reksadana syariah dan hasilnya sebagai berikut. Ada tiga factor yang secara umum mempengaruhi tingkat persistensi yaitu; apakah reksadana tersebut masih baru diluncurkan saat berada di top 5, banyaknya pendatang baru, dan lama reksadana sudah diluncurkan. Jika reksadana masih baru diluncurkan ketika mencapai top 5 maka kecil kemungkinan kinerjanya akan persisten. Semakin banyak pendatang baru semakin kecil kemungkinan kinerja reksadananya persisten. Semakin lama waktu dari saat peluncuran maka semakin kecil kemungkinan kinerjanya akan persisten. Selain tiga factor tersebut, ada satu factor lain yaitu

besar dana kelolaan yang mempengaruhi persistensi tetapi pengaruhnya hanya ada pada reksadana mixed.

Tingkat akurasi model prediksi persistensi, secara umum, cukup baik yaitu 77% untuk reksadana equity, 75% untuk reksadana mixed, dan 70% untuk reksadana fixed-income. Namun model prediksi untuk reksadana secara keseluruhan memiliki tingkat akurasi kurang baik, yaitu hanya 64%. Oleh karena itu, sebaiknya investor hanya menggunakan model prediksi persistensi khusus untuk masing-masing jenis reksadana sebagai acuan berinvestasi di reksadana sharia.

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

## BAB I: PENDAHULUAN

### A. Latar Belakang Masalah

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 di bawah ini.

Tabel 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 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. Jika ditemukan persistensinya, maka akan dilanjutkan dengan mencari pola persistensi dan mencari faktor yang menyebabkan persistensi. Jika tidak ditemukan persistensi maka perlu ada model lain yang bukan berbasis pada persistensi kinerja.

## **B. 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 konsisten, maka memilih reksadana menjadi lebih mudah. Namun jika tidak konsisten, 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 konsistensi kinerja reksadana syariah di Indonesia?
2. Jika terjadi konsistensi, berapa lama konsistensi tersebut berlangsung?
3. Bagaimana model investasi reksadana syariah jika kinerja reksadana syariah terbukti konsisten?
4. Jika terjadi konsistensi, faktor apa saja yang mempengaruhi konsistensi kinerja reksadana syariah di Indonesia?
5. Jika tidak terjadi konsistensi, bagaimana model berinvestasi di reksadana syariah?

Pada tahun pertama telah ditemukan pola konsistensi dan lama konsistensi kinerja reksadana syariah di Indonesia. Pada periode 2010 – 2013 kinerja reksadana cenderung konsisten, tetapi pada periode 2014-2016 kinerja cenderung tidak konsisten. Lama konsistensi 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 konsistensi kinerja reksana syariah

2. Membuat model berinvestasi reksadana syariah berbasis persistensi
3. Membuat model berinvestasi reksadana syariah berbasis non persistensi

### **C. 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

### **D. 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.

### **E. 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.

## F. 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 2 di bawah ini adalah rincian rencana capaian tahunan dari penelitian ini.

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

## BAB II. TINJAUAN PUSTAKA

### A. Reksadana

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 mencairkan 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.

## **B. Reksadana Syariah**

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 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.

### **C. 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.

Pembandingan 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 Kraeusl (2012) menemukan bahwa kinerja reksadana syariah lebih rendah daripada reksadana konvensional.

#### **D. 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.

#### **E. Road Map Penelitian**

Penelitian tentang reksadana syariah yang akan dilakukan saat ini adalah bagian dari road map penelitian yang tentang Perencanaan Keuangan Islami. Perencanaan keuangan islami memiliki dua aspek utama yaitu pengembangan kekayaan melalui investasi dan menjaga nilai kekayaan berdasarkan manajemen risiko, termasuk didalamnya asuransi. Peneliti sudah melakukan penelitian terkait dengan pengembangan kekayaan melalui penelitian tentang berinvestasi di pasar modal islami pada dua tahun terakhir. Proposal ini akan melanjutkan aspek pengembangan kekayaan yang lain yaitu berinvestasi di reksadana syariah. Pada masa yang akan datang, penelitian akan dilanjutkan dengan berinvestasi di obligasi syariah, asuransi syariah (aspek menjaga nilai kekayaan), distribusi kekayaan islami, dan model perencanaan keuangan islami yang lengkap. Gambar di bawah ini menggambarkan road map penelitian penulis.

Gambar 1: Raod Map Penelitian

<b>PENELITIAN SEBELUMNYA</b>	<b>SAAT INI</b>	<b>YANG AKAN DATANG</b>
<b>Pasar Saham Islami</b>	<b>Reksadana Syariah</b>	<input type="checkbox"/> Obligasi Syariah
<input type="checkbox"/> Saham Islami	<input type="checkbox"/> Kinerja Reksadana Syariah	<input type="checkbox"/> Asuransi Syariah
<input type="checkbox"/> Perdagangan saham islami	<input type="checkbox"/> Persistensi kinerja Reksadana Syariah	<input type="checkbox"/> Distribusi Kekayaan Islami
<input type="checkbox"/> Startegi investasi saham islami	<input type="checkbox"/> Model Investasi Reksadana Syariah	<input type="checkbox"/> Model Perencanaan Keuangan Syariah

### **BAB III. METODE PENELITIAN**

#### **A. 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.

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

Variabel persistensi (PERS) diukur dengan melihat apakah sebuah reksadana yang berada dalam 5 besar berdasarkan return dalam satu tahun tertentu, masih berada di 5 besar pada tahun berikutnya. Jika reksadana masih berada di 5 besar maka diberi skor 1 (persisten), jika tidak maka diberi skor 0 (tidak persisten).

Variabel yang digunakan untuk memprediksi persistensi ada 5 (lima).

Pertama, jumlah dana kelolaan (DANA). Data dana kelolaan yang digunakan ada dana kelolaan pada awal tahun sebelum tahun uji persistensi. Satuan dana kelolaan adalah dalam trilyun rupiah.

Kedua, lama reksadana telah diluncurkan (LAMA), diukur dari tahun pengamatan dengan tahun peluncuran reksadana.

Ketiga, pemilik reksadana (MILIK) yaitu manajer investasi dan bank kustodian yang dikelompokkan menjadi domestik dan asing. Jika manajer investasi atau bank kustodian adalah asing maka diberi skor 1, jika domestik diberi skor 0.

Keempat, reksadana baru atau tidak (BARU). Pengertian baru adalah jika reksadana berada di 5 besar pada 1-2 tahun setelah diluncurkan. Jika baru maka diberi skor 1 dan skor 0 jika lebih dari 2 tahun.

Kelima, Jumlah reksadana baru(JBARU) yaitu jumlah reksadana baru pada tahun uji persistensi.

### C. Alat Analisis

Untuk menguji apakah lima variabel di atas mempengaruhi persistensi kinerja reksadana, kami menggunakan model persamaan Logit di bawah ini

$$L_i = \ln [P_i / (1 - P_i)] = \beta_1 + \beta_2 DANA_i + \beta_3 LAMA_i + \beta_4 MILIK_i + \beta_5 BARU_i + \beta_6 JBARU_i$$

dimana, ln = natural log

$P_i$  = probabilitas munculnya persistensi (Y=1)

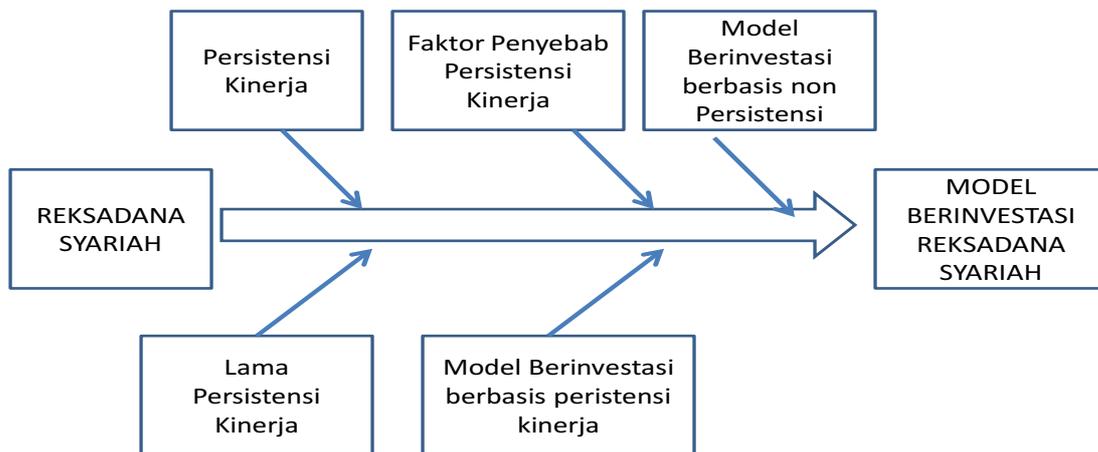
$(1 - P_i)$  = prob. Tidak munculnya persistensi (Y=0)

Untuk menghitung akurasi model dan sekaligus menemukan model terbaik, kami menggunakan menu “Expectation-Prediction Table” dalam program Eviews dengan menerapkan evaluasi sukses jika probabilitasnya di atas 0,50.

### D. 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.



## BAB IV. HASIL PENELITIAN

### A. Model Pemprediksi Persistensi Kinerja Reksadana

Untuk memprediksi persistensi kinerja reksadana, kami menggunakan lima variabel yaitu dana kelolaan, lama waktu reksadana dari tahun peluncuran, kepemilikan reksadana, kebaruan reksadana, dan jumlah reksadana pendatang baru. Jika lima faktor tersebut digunakan semua maka hasilnya sebagai berikut:

Tabel 4.1: Model Awal dengan 5 Variabel Pemprediksi

Dependent Variable: PERS

Method: ML - Binary Logit

Sample: 1 75

Included observations: 75

Convergence achieved after 4 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	1.448554	0.909126	1.593348	0.1111
BARU	-0.526895	0.802367	-0.656676	0.5114
DANA	-1.453368	1.230793	-1.180838	0.2377
JBARU	-0.202392	0.143351	-1.411862	0.1580
LAMA	-0.034959	0.117821	-0.296717	0.7667
MILIK	-0.199381	0.565227	-0.352745	0.7243
Mean dependent var	0.586667	S.D. dependent var		0.495748
S.E. of regression	0.493321	Akaike info criterion		1.436515
Sum squared resid	16.79220	Schwarz criterion		1.621914
Log likelihood	-47.86932	Hannan-Quinn criter.		1.510543
Restr. log likelihood	-50.85366	Avg. log likelihood		-0.638258
LR statistic (5 df)	5.968678	McFadden R-squared		0.058685
Probability(LR stat)	0.309279			
Obs with Dep=0	31	Total obs		75
Obs with Dep=1	44			

Dari tabel di atas nampak bahwa kelima variabel yang digunakan tidak ada yang signifikan mempengaruhi persistensi. Dilihat dari pengaruh variabel secara bersama-sama, nampak bahwa pengaruhnya juga tidak signifikan (Prob LR stat = 0.309279). Hasil pengujian terhadap akurasi model dengan menggunakan metode Expectation-Prediction Table menunjukkan hasil sebagai berikut:

Tabel 4.2: Tingkat Akurasi Model Awal

Dependent Variable: PERS

Independent: 5 variables

Method: ML - Binary Logit

Sample: 1 75

Included observations: 75

Prediction Evaluation (success cutoff C = 0.5)

	Estimated Equation			Constant Probability		
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1	Total
P(Dep=1)≤ C	10	7	17	0	0	0
P(Dep=1)>C	21	37	58	31	44	75
Total	31	44	75	31	44	75
Correct	10	37	47	0	44	44
% Correct	32.26	84.09	62.67	0.00	100.00	58.67
% Incorrect	67.74	15.91	37.33	100.00	0.00	41.33
Total Gain*	32.26	-15.91	4.00			
Percent Gain**	32.26	NA	9.68			

Dari tabel di atas nampak bahwa jika model memprediksi sebuah reksadana tidak persisten maka tingkat akurasi hanya 32.26%. Jika memprediksi sebuah reksadana kinerjanya persisten, maka tingkat akurasi adalah 84.09%. Secara keseluruhan, tingkat akurasi model adalah 62.67%.

Dari model awal tersebut, kami mencoba membuat sejumlah model modifikasi. Pertama, model tanpa memasukkan DANA. Model ini tidak meningkatkan tingkat akurasi model karena tingkat akurasi tetap 62.67. Namun model ini sedikit lebih baik karena meskipun menggunakan variabel dalam jumlah yang lebih sedikit, namun tingkat akurasi tidak berkurang. Kedua, Model tidak memasukkan DANA dan BARU. Model yang hanya menggunakan variabel JBARU, LAMA, dan, MILIK ini memiliki tingkat akurasi yang menurun yaitu hanya 61.33%. Ketiga, model tidak memasukkan DANA dan MILIK. Model yang menggunakan variabel BARU, JBARU, dan LAMA ini memiliki tingkat akurasi yang lebih tinggi yaitu 64%. Tabel di bawah ini menunjukkan hasil persamaan Logit dan hasil uji akurasi:

Tabel 4.3: Model Akhir dengan 3 variabel Pemprediksi

Dependent Variable: PERS

Method: ML - Binary Logit

Sample: 1 75

Included observations: 75

Convergence achieved after 4 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	1.108554	0.764681	1.449695	0.1471
JBARU	-0.256622	0.136731	-1.876845	0.0605
BARU	-0.363556	0.790402	-0.459964	0.6455
LAMA	-0.027094	0.116303	-0.232965	0.8158
Mean dependent var	0.586667	S.D. dependent var	0.495748	
S.E. of regression	0.491741	Akaike info criterion	1.406425	
Sum squared resid	17.16848	Schwarz criterion	1.530025	
Log likelihood	-48.74096	Hannan-Quinn criter.	1.455777	
Restr. log likelihood	-50.85366	Avg. log likelihood	-0.649879	
LR statistic (3 df)	4.225412	McFadden R-squared	0.041545	
Probability(LR stat)	0.238130			
Obs with Dep=0	31	Total obs	75	
Obs with Dep=1	44			

Tabel 4.4: Tingkat Akurasi Model Akhir

Dependent Variable: PERS

Method: ML - Binary Logit

Sample: 1 75

Included observations: 75

Prediction Evaluation (success cutoff C = 0.5)

	Estimated Equation			Constant Probability		
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1	Total
P(Dep=1) <= C	11	7	18	0	0	0
P(Dep=1) > C	20	37	57	31	44	75
Total	31	44	75	31	44	75
Correct	11	37	48	0	44	44
% Correct	35.48	84.09	64.00	0.00	100.00	58.67
% Incorrect	64.52	15.91	36.00	100.00	0.00	41.33
Total Gain*	35.48	-15.91	5.33			
Percent Gain**	35.48	NA	12.90			

Model akhir ini memiliki tingkat akurasi yang lebih tinggi dibandingkan dengan model awal (64.00% dibandingkan dengan 62.67%). Peningkatan akurasi ini terjadi karena model akhir meningkat akurasinya dalam memprediksi reksadana tidak persisten. Model awal tingkat akurasinya 32.26%, sementara model akhir tingkat akurasinya 35.48%. Sementara itu, model

awal dan model akhir memiliki tingkat akurasi yang sama saat memprediksi reksadana persisten yaitu 84.09%. Dari persamaan Logit, nampak bahwa semua variabel memiliki koefisien negatif. Ini berarti bahwa: (1) semakin banyak reksadana baru saat uji persistensi maka semakin rendah peluang reksadana akan persisten kinerjanya. (2) Semakin cepat sebuah reksadana mencapai 5 besar, maka semakin rendah probabilitasnya untuk kinerjanya persisten. (3) Semakin jauh sebuah reksadana dari saat peluncurannya, maka semakin kecil kemungkinan bahwa reksadana tersebut kinerjanya persisten.

## B. Model Prediksi Persistensi untuk Setiap Jenis Reksadana

Model akhir yang dijelaskan di atas adalah model umum untuk seluruh jenis reksadana. Model untuk memprediksi persistensi untuk setiap jenis reksadana adalah sebagai berikut, dimulai dari reksadana saham.

Tabel 4.5: Model Prediksi Persistensi Kinerja Reksadana Saham dan Tingkat Akurasinya

Method: ML - Binary Logit

Sample: 1 27

Included observations: 27

Convergence achieved after 4 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	3.233400	1.847622	1.750033	0.0801
JBARU	-0.568018	0.309693	-1.834131	0.0666
BARU	-1.337386	1.686759	-0.792873	0.4279
LAMA	-0.316959	0.352609	-0.898898	0.3687
Mean dependent var	0.481481	S.D. dependent var	0.509175	
S.E. of regression	0.444930	Akaike info criterion	1.348318	
Sum squared resid	4.553145	Schwarz criterion	1.540294	
Log likelihood	-14.20229	Hannan-Quinn criter.	1.405402	
Restr. log likelihood	-18.69645	Avg. log likelihood	-0.526011	
LR statistic (3 df)	8.988325	McFadden R-squared	0.240375	
Probability(LR stat)	0.029447			

Prediction Evaluation (success cutoff C = 0.5)

	Estimated Equation			Constant Probability		
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1	Total
P(Dep=1) ≤ C	12	4	16	14	13	27
P(Dep=1) > C	2	9	11	0	0	0
Total	14	13	27	14	13	27

Correct	12	9	21	14	0	14
% Correct	85.71	69.23	77.78	100.00	0.00	51.85
% Incorrect	14.29	30.77	22.22	0.00	100.00	48.15
Total Gain*	-14.29	69.23	25.93			
Percent Gain**	NA	69.23	53.85			

Model 3 faktor (JBARU, BARU, dan LAMA) ternyata menghasilkan prediksi yang lebih baik saat digunakan untuk memprediksi persistensi reksadana saham. Hal ini terlihat dari tingkat akurasi total yang meningkat menjadi 77.78%. Peningkatan ini terjadi karena akurasi model dalam memprediksi tidak persisten meningkat drastis dari 35.48% menjadi 85.71%. Namun demikian, akurasi model dalam memprediksi persistensi mengalami sedikit penurunan yaitu dari 84.09% menjadi 69.23%. Karena secara keseluruhan meningkat maka model ini memang lebih baik ketika diaplikasikan ke reksadana saham.

Dari persamaan Logit, nampak bahwa semua variabel memiliki koefisien negatif. Ini berarti bahwa: (1) semakin banyak reksadana baru saat uji persistensi maka semakin rendah peluang reksadana akan persisten kinerjanya. (2) Semakin cepat sebuah reksadana mencapai 5 besar, maka semakin rendah probabilitasnya untuk kinerjanya persisten. (3) Semakin jauh sebuah reksadana dari saat peluncurannya, maka semakin kecil kemungkinan bahwa reksadana tersebut kinerjanya persisten.

Untuk reksadana Pendapatan Tetap, hasil persamaan Logit dan tingkat akurasi adalah sebagai berikut.

Tabel 4.6: Model Memprediksi Persistensi Kinerja Reksadana Pendapatan Tetap dan Tingkat Akurasinya

Dependent Variable: PERS  
Method: ML - Binary Logit  
Sample: 28 47  
Included observations: 20  
Convergence achieved after 5 iterations  
Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-1.708334	1.862277	-0.917336	0.3590
JBARU	-0.982269	0.638506	-1.538386	0.1240
BARU	0.505708	1.894529	0.266931	0.7895

LAMA	0.601313	0.367286	1.637178	0.1016
Mean dependent var	0.700000	S.D. dependent var	0.470162	
S.E. of regression	0.461614	Akaike info criterion	1.377067	
Sum squared resid	3.409405	Schwarz criterion	1.576213	
Log likelihood	-9.770668	Hannan-Quinn criter.	1.415942	
Restr. log likelihood	-12.21729	Avg. log likelihood	-0.488533	
LR statistic (3 df)	4.893237	McFadden R-squared	0.200259	
Probability(LR stat)	0.179784			

Prediction Evaluation (success cutoff C = 0.5)

	Estimated Equation			Constant Probability		
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1	Total
P(Dep=1)≤ C	2	2	4	0	0	0
P(Dep=1)>C	4	12	16	6	14	20
Total	6	14	20	6	14	20
Correct	2	12	14	0	14	14
% Correct	33.33	85.71	70.00	0.00	100.00	70.00
% Incorrect	66.67	14.29	30.00	100.00	0.00	30.00
Total Gain*	33.33	-14.29	0.00			
Percent Gain**	33.33	NA	0.00			

Tingkat akurasi prediksi model untuk reksadana pendapatan tetap juga meningkat menjadi 70.00%. Angka ini sudah di atas akurasi model akhir untuk reksadana secara umum yang sebesar 64.00%, meskipun masih di bawah tingkat akurasi model reksadana saham. Peningkatan ini terjadi karena model memprediksi lebih baik terkait dengan persistensi kinerja yaitu dari 84.09% menjadi 85.71%.

Bagaimana dengan model akurasi prediksi persistensi reksadana campuran? Model tiga faktor yang terdiri dari JBARU, BARU, dan LAMA hanya memiliki tingkat akurasi 67.8% ketika digunakan untuk reksadana campuran. Oleh karena itu kami melakukan analisis lagi untuk mencari model yang tingkat akurasinya lebih baik. Akhirnya kami menemukan model yang lebih baik tersebut. Hasil persamaan Logit dan tingkat akurasi model nampak pada tabel di bawah ini .

Tabel 4.7: Model Memprediksi Persistensi Kinerja Reksadana Campuran dan Tingkat Akurasinya

Dependent Variable: PERS

Method: ML - Binary Logit

Sample: 48 75

Included observations: 28

Convergence achieved after 3 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	1.233441	0.993309	1.241749	0.2143
JBARU	0.184837	0.236475	0.781634	0.4344
LAMA	-0.180884	0.163280	-1.107816	0.2679
DANA	-1.971721	2.171043	-0.908191	0.3638
Mean dependent var	0.607143	S.D. dependent var		0.497347
S.E. of regression	0.498904	Akaike info criterion		1.530274
Sum squared resid	5.973725	Schwarz criterion		1.720589
Log likelihood	-17.42384	Hannan-Quinn criter.		1.588456
Restr. log likelihood	-18.76025	Avg. log likelihood		-0.622280
LR statistic (3 df)	2.672819	McFadden R-squared		0.071236
Probability(LR stat)	0.444866			

Prediction Evaluation (success cutoff C = 0.5)

	Estimated Equation			Constant Probability		
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1	Total
P(Dep=1)≤ C	5	1	6	0	0	0
P(Dep=1)>C	6	16	22	11	17	28
Total	11	17	28	11	17	28
Correct	5	16	21	0	17	17
% Correct	45.45	94.12	75.00	0.00	100.00	60.71
% Incorrect	54.55	5.88	25.00	100.00	0.00	39.29
Total Gain*	45.45	-5.88	14.29			
Percent Gain**	45.45	NA	36.36			

Dalam model di atas, kami mengganti variabel BARU dengan variabel DANA. Model ini memiliki akurasi yang relatif tinggi yaitu 75.00%. Penyebab peningkatan akurasi model reksadana campuran adalah tingginya tingkat akurasi model dalam memprediksi reksadana persisten yaitu 94.12%. Disamping itu, model ini juga memiliki akurasi yang lebih tinggi ketika memprediksi reksadana tidak persisten yaitu 45.45%.

Rangkuman dari hasil pengujian model prediksi persistensi reksadana beserta tingkat akurasinya ada pada tabel di bawah ini.

Table 4.8: Rangkuman Koefisien dan Tingkat Akurasi Model Prediksi Persistensi Reksadana Syariah

Variabel	Model Awal	Model untuk Seluruh Reksadana	Model untuk Reksadana saham	Model untuk Reksadana Pedapatan tetap	Model untuk Reksadana Campuran
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
c	-1.448	1.108	3.233	-1.708	1.233
BARU	-0.526	-0.363	-1.337	0.505	
DANA	-0.453				-1.971
JBARU	-0.202	-0.256	-0.568	-0.982	0.184
LAMA	-0.034	-0.027	-0.316	0.601	-0.180
MILIK	-0.199				
% Correct:					
Dep = 0	32	35	86	33	45
Dep = 1	84	84	69	86	94
Total	63	64	77	70	75

Tabel 4.8 di atas menunjukkan bahwa koefisien variabel BARU memiliki arah negatif untuk model Whole dan Equity namun memiliki arah positif untuk model Fixed-Income. Untuk model Mixed, variabel BARU tidak masuk dalam penentu model terbaik. Variabel BARU yang arahnya negatif menunjukkan bahwa reksadana berada di top 5 dalam waktu hanya 1-2 tahun setelah diluncurkan relatif sulit untuk memiliki kinerja yang persisten. Dengan demikian, reksadana sharia yang cepat masuk ke top 5, secara umum, cenderung kinerjanya tidak persisten. Hal yang sama juga berlaku untuk reksadana ekuitas. Sementara pada reksadana fixed-income, reksadana cepat masuk top 5 justru kinerjanya cenderung persisten.

Variabel DANA secara umum tidak menjadi penentu persistensi reksadana sharia kecuali untuk reksadana mixed. Pada reksadana mixed, semakin besar dana kelolaan maka semakin rendah kemungkinan bahwa kinerjanya persisten. Variabel JBARU secara umum memiliki koefisien negatif kecuali untuk reksadana mixed. Dengan demikian, banyaknya pendatang baru akan membuat kinerja reksadana yang ada sulit persisten. Variabel LAMA

secara umum juga memiliki koefisien negatif. Berbeda dengan variabel ADNEW, dimana yang koefisiennya positif adalah reksadana mixed, variabel LAMA yang koefisiennya positif adalah reksadana fixed-income. Variabel JBARU dan LAMA memiliki kesamaan dalam hal penentu persistensi karena keduanya menjadi penentu untuk semua jenis reksadana sharia. Koefisien variabel LAMA yang negatif menunjukkan bahwa semakin lama usia sebuah reksadana maka semakin sulit untuk persisten kinerjanya. Variabel terakhir adalah MILIK, dimana variabel ini ternyata tidak menjadi penentu persistensi untuk semua jenis reksadana. Dengan demikian, apakah sebuah reksadana dimiliki oleh asing atau lokal, tidak menentukan probabilitas persistensi kinerja reksadana tersebut.

Tabel 4.8 di atas juga menginformasikan tentang tingkat akurasi model prediksi persistensi. Akurasi model terbaik (4 model) jika memprediksi adanya persistensi adalah berkisar antara 69% sampai dengan 94%. Akurasi model jika memprediksi tidak adanya persistensi berkisar antara 33% sampai dengan 86%. Dengan demikian model prediksi ini, secara umum, lebih akurat ketika memprediksi adanya persistensi dibandingkan dengan jika memprediksi tidak adanya persistensi. Akurasi model secara keseluruhan berkisar antara 64% sampai dengan 77%. Model yang paling tinggi tingkat akurasinya adalah model reksadana equity dan yang terendah adalah model reksadana whole.

### C. Pembahasan

Temuan penelitian sebelumnya yang menunjukkan bahwa reksadana sharia pada periode tertentu memiliki persistensi kinerja dan pada periode yang lain tidak persisten (lihat Arifin (2018) dan Zheng (1999)), mengharuskan kita mencari tahu faktor penentu persistensi. Penelitian ini menemukan bahwa salah satu faktor tersebut adalah apakah reksadana tersebut masih relatif baru saat mencapai di top 5. Jika reksadana masih baru saat mencapai top 5, maka

kemungkinan kinerjanya akan persisten adalah kecil. Reksadana yang mencapai top 5 secara cepat, ada kemungkinan capaiannya tersebut banyak dipengaruhi oleh faktor eksternal. Namun jika reksadana sudah cukup lama diluncurkan (lebih dari dua tahun) ketika mencapai top 5, maka kemungkinan besar faktor capaiannya tersebut adalah karena kemampuan manajemen dalam mengelola dana. Namun demikian, investor harus waspada karena pada reksadana mixed, cepat atau lambatnya reksadana mencapai top 5 tidak menjadi penentu persistensi. Disamping itu, pada reksadana fixed-income, justru yang kami temukan adalah kebalikannya. Reksadana fixed-income yang cepat mencapai top 5 justru cenderung kinerjanya persisten dan ketika sudah lama baru masuk di top 5 maka cenderung kinerjanya tidak persisten lagi. Sifat reksadana fixed-income yang memiliki return cenderung stabil dapat menjadi penjelas mengapa hal ini terjadi. Sekali reksadana memiliki portfolio surat hutang dengan pendapatan bunga tinggi, maka reksadana tersebut akan memiliki keunggulan untuk beberapa tahun. Keunggulan dari portfolio akan melemah ketika ada perubahan faktor ekonomi makro seperti perubahan suku bunga. Namun karena suku bunga hanya akan berubah bertahap, maka dampaknya terhadap peringkat top 5 juga berlangsung lama karena menunggu dampak dari akumulasi perubahan suku bunga.

Faktor kedua yang menjadi penentu persistensi adalah banyaknya pendatang baru. Secara umum, semakin banyak pendatang baru, maka semakin sulit kinerjanya persisten. Temuan ini masuk akal karena semakin banyak pendatang baru maka semakin meningkat tingkat kompetisi. Adanya pendatang baru dalam kadar tertentu akan menggeser ranking kinerja reksadana sehingga ada kemungkinan satu atau lebih reksadana akan keluar dari top 5. Dengan demikian reksadana tersebut menjadi tidak persisten. Namun investor perlu waspada karena untuk reksadana mixed, banyaknya pendatang baru malahan akan meningkatkan probabilitas untuk persisten. Temuan ini agak sulit untuk memberi argumentasi alasannya. Reksadana mixed adalah perpaduan antara reksadana equity dan reksadana fixed-income. Jika

pengaruh pendatang baru terhadap persistensi reksadana equity dan fixed-income adalah negatif, maka mestinya berpengaruh negatif juga terhadap reksadana mixed.

Faktor ketiga penentu persistensi adalah lama reksadana sudah diluncurkan. Secara umum, semakin lama sebuah reksadana sudah diluncurkan maka semakin kecil kemungkinannya untuk persisten. Penelitian sebelumnya memang menemukan bahwa persistensi hanya berlangsung beberapa periode. Untuk itu masuk akal jika semakin lama sebuah reksadana sudah diluncurkan maka semakin kecil probabilitas persistensinya. Namun ini tidak berlaku untuk reksadana fixed-income. Argumentasi yang dapat disampaikan adalah sama dengan argumentasi pada kasus variabel cepat atau lambatnya reksadana mencapai di top 5. Jika portfolio surat hutang sudah menghasilkan return tinggi di awal maka keunggulan ini akan bertahan cukup lama.

Faktor keempat penentu persistensi adalah jumlah dana kelolaan. Namun faktor ini hanya berlaku untuk reksadana mixed. Semakin besar dana kelolaan maka semakin kecil probabilitas persistensinya. Temuan ini sebetulnya bertentangan dengan fungsi dasar reksadana yaitu memberi fasilitas diversifikasi investasi seperti disampaikan Bodie, Kane, Marcus (2009). Reksadana dengan dana besar dapat melakukan diversifikasi dengan baik dimana akan sulit dilakukan oleh individu dengan dana terbatas. Adanya temuan ini, ditambah dengan temuan pengaruh pendatang baru pada reksadana mixed, menjadikan kami berpikir bahwa ada faktor tertentu yang belum dapat kami temukan yang mempengaruhi kinerja dan persistensi reksadana mixed tersebut.

Dalam penelitian ini, kami juga menggunakan faktor pemilik reksadana yang kami kelompokkan menjadi kepemilikan domestik dan kepemilikan asing. Namun penelitian ini tidak menemukan kepemilikan reksadana sebagai faktor penentu persistensi reksadana.

Dengan demikian anggapan bahwa reksadana yang dimiliki oleh asing lebih baik tidak terbukti di pasar modal Indonesia.

Tingkat akurasi model prediksi persistensi yang kami bangun, secara umum, cukup baik; yaitu 77% untuk reksadana equity, 75% untuk reksadana mixed, dan 70% untuk reksadana fixed-income. Namun model prediksi reksadana untuk keseluruhan reksadana memiliki tingkat akurasi prediksi kurang baik, yaitu hanya 64%. Masing-masing jenis reksadana memang memerlukan model yang berbeda karena faktor penentu persistensinya juga berbeda. Sehingga sebaiknya investor hanya menggunakan model prediksi persistensi khusus untuk masing-masing jenis reksadana. Tingkat akurasi model di penelitian ini memang hanya ‘cukup baik’. Model prediksi yang baik mestinya menghasilkan tingkat akurasi di atas 90%. Model prediksi kebangkrutan yang dikembangkan oleh Altman (1968), misalnya, memiliki tingkat akurasi 95%. Rendahnya tingkat akurasi model dalam penelitian ini salah satunya disebabkan oleh terbatasnya ragam informasi tentang reksadana yang dipublikasikan.

## **BAB V. KESIMPULAN**

Reksadana syariah pada periode 2010 – 2012 memiliki tingkat persistensi kinerja yang cukup tinggi. Namun, pada periode 2014-2016, tingkat persistensi kinerja reksadana syariah mengalami penurunan. Penelitian ini telah mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi persistensi dan berdasarkan faktor tersebut, kami membuat model untuk memprediksi tingkat persistensi kinerja reksadana syariah di Indonesia.

Ada tiga factor yang secara umum mempengaruhi tingkat persistensi yaitu; apakah reksadana tersebut masih baru diluncurkan saat berada di top 5, banyaknya pendatang baru, dan lama reksadana sudah diluncurkan. Jika reksadana masih baru diluncurkan ketika mencapai top 5 maka kecil kemungkinan kinerjanya akan persisten. Semakin banyak pendatang baru semakin kecil kemungkinan kinerja reksadananya persisten. Semakin lama waktu dari saat peluncuran maka semakin kecil kemungkinan kinerjanya akan persisten. Selain tiga factor tersebut, ada satu factor lain yaitu besar dana kelolaan yang mempengaruhi persistensi tetapi pengaruhnya hanya ada pada reksadana mixed.

Tingkat akurasi model prediksi persistensi, secara umum, cukup baik yaitu 77% untuk reksadana equity, 75% untuk reksadana mixed, dan 70% untuk reksadana fixed-income. Namun model prediksi untuk reksadana secara keseluruhan memiliki tingkat akurasi kurang baik, yaitu hanya 64%. Oleh karena itu, sebaiknya investor hanya menggunakan model prediksi persistensi khusus untuk masing-masing jenis reksadana sebagai acuan berinvestasi di reksadana sharia.

## 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. Arouri, 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

**Luaran: (Hanya halaman depan saja, artikel lengkap sudah diupload di Catatan Harian)**

- 1. Jurnal Internasional**
- 2. Proceeding Internasional Conference (1)**
- 3. Proceeding Internasional Conference (2)**
- 4. Buku Saku Strategi Investasi di Reksadana Syariah**



## **Investment Strategy in the Islamic Capital Market: Study on the Indonesia Stock Exchange**

**Zaenal Arifin**

*Universitas Islam Indonesia, Condong Catur, Sleman, Yogyakarta 55283, Indonesia*

### **ABSTRACT**

The Islamic capital market is a capital market selling Islamic stocks, and is traded based on Islamic principles. Currently, there are many capital markets providing Islamic stock. Islamic capital market concepts have been developed by a number of experts, such as Metwally (1992), Chapra (1992), and Taj-El-Din (2002). This study aims to create a model of investing in Islamic capital markets. It tests whether existing Islamic capital market models are adequate. The results of these tests show that Metwally's model is quite attractive in terms of return and risk, but is constrained by technical problems relating to capital markets that do not allow trade restrictions, as required by Metwally. In contrast, the Chapra model has no constraints in implementation, but its appeal does not consistently outperform or match existing capital market models. Therefore, the study will also examine Islamic capital market models that are both attractive to investors and can be effectively implemented. Findings of this research show the Islamic capital market model using a long-term investment strategy is an attractive option, and proves that investments over longer periods will generally yield higher annualised returns. The annual investment yields the greatest returns, followed by the period of a semester, and then quarterly. Investors who do not have large amounts of cash will generally only invest in certain stocks to serve as their portfolio. The strategy of selecting stocks based on price-to-book ratio (PBR) is quite successful in generating higher return/risk.

*Keywords:* Islamic capital market models, long-term investment strategy, price to book ratio, stock return

### **ARTICLE INFO**

*Article history:*

Received: 31 July 2017

Accepted: 15 February 2018

*E-mail address:*

[zaenalarifin.fe@uii.ac.id](mailto:zaenalarifin.fe@uii.ac.id)

### **INTRODUCTION**

Developing an Islamic capital market involves screening for shares deemed to meet the requirements of Syariah-compliant stocks. These are listed in an index of Islamic shares. Shanmugan and Zahari

# Relative Short-Term Persistence and Absolute Short-Term Persistence of Islamic Mutual Funds in Indonesia

Zaenal Arifin<sup>1</sup>, Sri Mulyati<sup>2</sup>

Faculty of Economics and Business, Universitas Islam Indonesia, Indonesia

<sup>1</sup>zaenalarifin.fe@uii.ac.id

<sup>2</sup>mulyati@uii.ac.id

**Abstract**—The development of Islamic mutual funds in Indonesia is quite rapid, but unfortunately there is currently no Islamic/sharia mutual fund investment model that helps investors choose the right sharia mutual funds. Therefore, we conduct a study to find investment model of Islamic mutual fund in Indonesia. The first step in creating a mutual fund investment model is to test the persistence level of Islamic mutual fund performance. In this study, we tested the relative short-term persistence and absolute short-term persistence. Relative persistence is done by looking at whether the existing funds in the top five in a given month remain in the top five in the following months. Absolute persistence is tested with the Autoregressive Moving Average (ARMA) time series model. By using Sharia mutual fund samples from 2010 to 2016 this study found the following three points. First, stock mutual funds and mixed mutual funds have relatively high relative-short-term-persistence in the early period of the research year (2010-2012) but then decline thereafter but fixed income mutual funds have an up-and-down pattern of persistence. Second, in general, stock mutual funds have the highest relative-short-term -persistence, followed by mixed mutual funds, and fixed income mutual funds. Third, judging from absolute-short-term -persistence, only fixed income mutual funds have persistent performance. The results of this study are expected to contribute to the study of Islamic investment, especially in order to find a model of investing in Islamic mutual funds.

**Keywords**—sharia mutual funds, short-term performance, persistence, relative performance persistence, absolute performance persistence

## I. INTRODUCTION

Mutual funds are professionally managed financial investment products. This product is suitable to be an option for investors who do not have much knowledge about the capital market or investors who do not have time to observe the development of the capital market. In Indonesia, there are mutual funds in accordance with sharia. Sharia mutual funds in Indonesia has existed since 1997. This is marked by the launch of Danareksa Syariah on July 3, 1997 by PT. Danareksa Investment Management. The development of

Islamic mutual funds in the last twelve years is quite rapid. The growth of Islamic mutual funds is higher than that of conventional mutual funds. The proportion of Islamic mutual funds to the total number of mutual funds is always increasing from year to year. It is also found in the proportion of Net Asset Value (NAV) of sharia mutual funds

Why Sharia Mutual Fund is growing rapidly in Indonesia? The rapid growth of this mutual fund could be because mutual funds can manage large enough funds to diversify their investments well, which is difficult for individual investors with limited funds. Because the funds are large, then mutual funds can perform block sale transactions that have lower transaction costs. The development of Islamic mutual funds in Indonesia can also be due to the performance of Islamic mutual funds over the years. If the proportion of NAV of Islamic mutual funds has a tendency to increase, it can be interpreted that Islamic mutual funds generally provide higher returns than conventional mutual funds. However, a number of previous studies that compare the performance of Islamic mutual funds and conventional funds do not support it. Reference [5] found that in the 2008 crisis period, conventional mutual funds performed better than market performance while Islamic mutual funds were lower than market performance. Meanwhile [3] found that conventional funds are better than Islamic mutual funds for stocks and mixed mutual funds, while for fixed income mutual funds Sharia mutual fund performance is better. Only reference [8] found that the performance of Islamic mutual funds is better than the performance of conventional mutual funds. From a number of studies it is seen

## PREDICTION MODEL FOR SHARIA MUTUAL FUND PERSISTENCE IN INDONESIA CAPITAL MARKET

Zaenal Arifin<sup>1</sup>, Sri Mulyati<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Universitas Islam Indonesia, [zaenalarifin.fe@uii.ac.id](mailto:zaenalarifin.fe@uii.ac.id), Condong Catur Sleman 55283 Yogyakarta Indonesia

<sup>2</sup> Universitas Islam Indonesia, [mulyati@uii.ac.id](mailto:mulyati@uii.ac.id), Condong Catur Sleman 55283 Yogyakarta Indonesia

---

### ABSTRACT

In the period 2010 to 2012, the performance of Islamic mutual funds in Indonesia has a high degree of persistence. However, in the period 2014 to 2016, the persistence rate decreased. This research tries to identify the factors that influence the persistence of the performance of the mutual fund and based on these factors, the persistence prediction model is created. The samples of the study are all sharia mutual funds offered from 2010 to 2016 in Indonesia capital market. The econometric equation used to construct the model is the Logit equation. To evaluate the accuracy of the prediction model, we use the Expectation-Prediction Evaluation with a prediction evaluation for success is 0.5. The results of this study indicate that, for the mutual fund as a whole, the best model is a model involving variables: (1) the length of time the mutual fund has been launched, (2) whether the mutual funds are at top 5 within 1-2 years after launch, and (3) the number of newcomer funds during persistence testing. The level of accuracy of this model, when used to predict the whole sharia mutual fund persistence is 64%. When the model is used to predict persistence of performance of equity mutual fund, then the level of accuracy increased to 77.78%. Whereas if it used to predict the persistence of fixed income mutual funds then the accuracy rate is 70%. The persistence prediction model for mixed funds uses different factor compositions: (1) the amount of funds under management, (2) whether the mutual funds are in the top 5 within 1-2 years after launch, and (3) the number of newcomer funds during persistence testing. The level of accuracy of this model is 75%. The results of this study are expected to be used as a guide for investors who want to invest in sharia mutual funds.

**Type of Paper:** Empirical

**Keywords:** Sharia Mutual Fund, Performance, Persistence, Persistence Prediction Model

---

### 1. Introduction

Mutual funds are professionally managed financial investment products. Mutual fund companies raise funds from the investor community and the funds collected are then invested into financial investment products such as stocks, bonds, and money market products. This product is suitable to be an option for investors who do not have much knowledge about the capital market or investors who do not have time to observe the development of the capital market.

Why are Sharia mutual funds growing rapidly in Indonesia? The phenomenon of mutual fund development is not only happening in Indonesia. In the United States, the rapid development

---

<sup>1</sup> Corresponding author. E-mail: [zaenalarifin.fe@uii.ac.id](mailto:zaenalarifin.fe@uii.ac.id)

**BUKU SAKU**

**STRATEGI INVESTASI  
DI REKSADANA SYARIAH**



**Zaenal Arifin**  
**Sri Mulyati**

**Program Studi Manajemen**  
**Universitas Islam Indonesia**

n