

## MODEL KEMAMPUAN MANAJERIAL MUDHARIB SEBAGAI DASAR INVESTASI PADA REKSADANA SYARI'AH

Triyonowati

*triowati@yahoo.com*

Siti Rokhmi Fuadati

Dini Widyawati

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia

### ABSTRACT

*Limited capital, time, and knowledge of investment and investment needs have encouraged people to do conduct investment on secure financial instrument. Some investment ways can be carried out on financial instrument (financial investment). In accordance with these ways, mutual funds sharia investment becomes the choice of the public. The research is aimed to provide models to appraise performance on sharia mutual funds in order to make prospective investors can conduct their investment quite easily. The research samples are 9 mutual funds sharia stocks from 52 sharia mutual funds. The research method has been carried out by using multiple regression analysis techniques. Stock selection is the mudharib ability to select sharia stock portfolio and market timing is mudharib ability to do / to execute the investment as the variable to determine sharia mutual funds performance which has been selected. The result of the research shows that stock selection is significant and positive which means that by having ability to select stock portfolio, it will generate a quite well sharia mutual funds performance. Whereas market timing or the ability to execute or to penetrate market has significant influence to the mudharib performance as stock mutual funds manager. The practical implication is to provide enrichment of mutual funds performance appraisal models for investor through mudharib managerial ability analysis which is proxy by stock selection and market timing as its investment guidance.*

*Key words: sharia mutual funds, managerial ability, stock selection, market timing, mudharib*

### ABSTRAK

Keterbatasan modal, waktu, dan pengetahuan investasi serta kebutuhan investasi, mendorong masyarakat ingin melakukan investasi pada instrument keuangan yang aman. Beberapa cara dapat dilakukan investasi pada instrument keuangan (*financial investment*). Sehubungan dengan itu, maka investasi pada reksadana syari'ah bisa menjadi pilihan investasi masyarakat. Penelitian ini bertujuan memberikan model untuk menilai kinerja pada reksadana syari'ah agar calon investor dapat melakukan investasi dengan relatif mudah. Sampel penelitian ini adalah 9 reksadana saham syari'ah dari 72 reksadana syari'ah. Metode penelitian menggunakan teknik analisis regresi berganda. Menggunakan *stock selection* yaitu kemampuan mudharib untuk memilih portofolio saham syari'ah dan *market timing* yaitu kemampuan mudharib melakukan/mengeksekusi investasinya, sebagai variabel untuk menentukan kinerja reksadana syari'ah yang dipilih. Temuan dari hasil penelitian ini bahwa *stock selection* positif dan signifikan artinya dengan kemampuan memilih portofolio saham menghasilkan kinerja reksadana syari'ah yang baik. Adapun untuk *market timing* atau kemampuan mengeksekusi/memasuki pasar berpengaruh signifikan terhadap kinerja mudharib sebagai pengelola reksadana saham. Implikasi praktis adalah memberi pengayaan model penilaian kinerja reksadana bagi investor melalui analisis kemampuan manajerial *mudharib* yang diproksikan dengan *stock selection* dan *market timing* sebagai petunjuk investasinya.

Kata kunci: reksadana syari'ah, kemampuan manajerial, *stock selection*, *market timing*, *mudharib*

## PENDAHULUAN

Dewasa ini kesadaran masyarakat untuk melakukan investasi guna mengamankan harta untuk kebutuhan hari esok semakin tinggi. Satu cara masyarakat melakukan investasi yaitu pada instrument keuangan (*financial investment*) yang dapat dilakukan di pasar modal. Menurut Undang-Undang Pasar Modal No. 8 tahun 1995, pasar modal merupakan suatu kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek, serta Peraturan Pemerintah Nomor 12 Tahun 2004 tentang Penyelenggaraan Kegiatan di Bidang Pasar Modal untuk meningkatkan kinerja Perusahaan Efek melalui peningkatan permodalan dan untuk menjamin hak-hak kepemilikan Perusahaan Efek pada Bursa Efek.

Adanya keterbatasan modal, waktu, dan pengetahuan investasi yang belum memadai serta kurangnya akses atas informasi uang tersedia di pasar modal, sementara kebutuhan investasi tidak boleh ditunda-tunda, mendorong masyarakat ingin melakukan investasi pada instrument keuangan yang aman. Sehubungan dengan itu, maka investasi pada reksadana bisa menjadi pilihan investasi masyarakat. Menurut Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995 pasal 1 ayat (27), menyebutkan reksadana adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi.

Adapun reksadana syari'ah adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal sebagai pemilik harta (*shabib al-mal/rabb al-mal*) untuk selanjutnya diinvestasikan dalam Portofolio Efek oleh Manajer Investasi sebagai wakil shahib al-mal menurut ketentuan dan prinsip Syari'ah islam.

Saat ini jumlah penduduk Indonesia sekitar 255 juta dan sebagian besar beragama Islam, maka produk reksadana dengan konsep syari'ah bisa menjadi primadona inves-

tasi, sedangkan penduduk Indonesia yang selain Islam juga berpotensi melakukan investasi, mengingat Reksadana Syari'ah tidak terbatas hanya untuk masyarakat muslim saja. Hal ini disebabkan bahwa pada dasarnya syari'ah itu bukan "Keyakinan" melainkan "System Ekonomi" yaitu dengan mengedepankan prinsip kejujuran, keadilan dan bermanfaat bagi sesama itu menjadi nilai-nilai dasar kemanusiaan apapun agamanya dan berasal dari suku manapun.

Beberapa keuntungan Investasi reksadana Syari'ah antara lain: (1) dikelola oleh manajemen profesional dan ahli di bidangnya, (2) diversifikasi investasi sehingga kinerjanya lebih optimal dibanding jika investor harus berinvestasi sendiri, (3) memiliki likuiditas yang tinggi (bisa dicairkan kapan saja), (4) biaya investasi cenderung rendah, (5) adanya transparansi informasi dan bisa dipantau di media masa, setiap bulan nasabah akan diberikan laporan kinerja investasi seperti rekening koran dan kinerja Reksa Dana (*Fund Fact Sheet*), (6) lebih aman dan stabil karena total utang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82% yang berarti modal 55 persen dan utang 45 persen, total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan usaha (*revenue*) dan pendapatan lain-lain tidak lebih dari 10 persen.

Hal penting dalam investasi pada reksadana syari'ah adalah dilakukannya analisis portofolio oleh manajer investasi (*mudharib*), sehingga evaluasi kinerja reksadana syari'ah yang mencerminkan kemampuan manajerial *mudharib*, menjadi suatu keharusan bagi masyarakat yang melakukan investasi dalam upaya meminimumkan risiko tanpa harus mengorbankan *return*. Pengelolaan pada reksadana syari'ah dalam manajemen portofolio saham dapat dilakukan dalam kategori aktif. Manajer investasi (*mudharib*) aktif berusaha untuk "mengalahkan pasar" dengan membentuk portofolio yang mampu menghasilkan pengembalian aktual (*actual return*) yang melebihi *risk adjusted expected returns* (Reilly and Brown, 2012).

Berdasarkan nilai investasi secara keseluruhan, partisipasi pemodal domestik di Pasar Modal masih relatif kecil. Hal ini diduga adanya pengaruh psikologis (yang merupakan ciri khas masyarakat di negara berkembang) bahwa masyarakat lebih suka menghindari risiko yang timbul bila berinvestasi di Pasar Modal. Instrumen investasi seperti tabungan atau deposito menjadi pilihan utama, karena risiko yang ditanggung relatif kecil tetapi memberikan hasil yang tetap, kecil dan pasti.

Pengaruh psikologis yang takut akan risiko dalam berinvestasi pada reksadana syari'ah dapat dieliminir, apabila investor mampu melakukan analisis secara mandiri terhadap kemampuan manajerial *mudharib*. Menurut penelitian Fama (1972) menyatakan bahwa kinerja manajer investasi dapat dibedakan menjadi dua, yaitu: (1) *Stock Selection Skill* dan (2) *Market Timing Skill*. *Market timing* merupakan ukuran kemampuan manajer portofolio dalam halantisipasi terhadap perubahan pasar. *Stock selection* merupakan kemampuan manajer portofolio dalam memilih sekuritas yang tepat, memilih sekuritas yang diekspektasikan akan memberikan kontribusi *return* tinggi (Bodie, 2005: 662). Bentuk spesifik penentuan waktu pasar (*market timing*) melibatkan aktivitas menggeser dana antara portofolio indeks pasar dengan aset yang aman (Bodie, 2011: 862). Bila pasar akan menurun maka manajer mengubah komposisi portofolio yang dikelolanya ke sekuritas yang lebih rendah volatilitasnya dan begitu pula sebaliknya (Manurung, 2004: 344).

Pengetahuan tentang kemampuan manajerial *mudharib* menjadi sangat penting, mengingat yang bersangkutan adalah pengelola reksadana syari'ah. Hal ini tercantum dalam Fatwa Dewan Syari'ah Nasional Nomor: 20/DSN-MUI/IV/2001: tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksadana, Bab I pasal 1 ayat 6, menyatakan bahwa Reksadana Syari'ah adalah Reksadana yang beroperasi menurut ketentuan dan prinsip Syari'ah Islam, baik

dalam bentuk *akad* antara pemodal sebagai pemilik harta (*sahib al-mal/Rabb al Mal*) dengan *mudharib* sebagai wakil *shahib al-mal*, maupun antara *mudharib* sebagai wakil *shahib al-mal* dengan pengguna investasi.

Mekanisme operasi reksadana syari'ah berupa, pertama adalah *wakalah* yang merupakan pernyataan *ijab* dan *qabul* harus dinyatakan oleh para pihak untuk menunjukkan kehendak mereka dalam mengadakan kontrak (*akad*) dengan imbalan bersifat mengikat dan tidak boleh dibatalkan secara sepihak sesuai mekanisme operasi yang kedua adalah *mudharabah* yang merupakan kerjasama antara pemilik dana dengan pengelola modal untuk melakukan usaha tertentu dengan pembagian keuntungan berdasarkan *nisbah*.

Peranan dan kemampuan manajerial *mudharib* sebagai pengelola investasi semakin nyata dengan mengacu kepada Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995, pasal 1 ayat (27) dimana terdapat unsur penting perihal reksadana pada poin ketiga yaitu: Pengelolaan dana dilakukan oleh pihak yang profesional dan dana disimpan di bank kustodian yang independen dari pengelola. Ditambahkan pula dari Fatwa Dewan Syari'ah Nasional No. 10/DSN-MUI/IV/2000, tentang syarat-syarat wakil (yang mewakili) pada sistem operasional *wakalah* adalah (a) Cakap hukum; (b) Dapat mengerjakan tugas yang diwakilkan kepadanya dan (c) Wakil adalah orang yang diberi amanah.

Berdasar uraian adanya potensi pengembangan investasi pada reksadana syari'ah dan beberapa keuntungan investasi pada reksadana syari'ah, dan sisi lain adanya hambatan pada masyarakat untuk melakukan investasi pada reksadana syari'ah, maka peneliti tertarik melakukan penelitian tentang Model Kemampuan Manajerial Mudharib sebagai dasar Investasi pada Reksadana Syari'ah. Hasilnya ditawarkan cara baru untuk mengurangi dampak psikologis terhadap risiko investasi yaitu melakukan penilaian secara mandiri terhadap kemampu-

an manajerial *mudharib*, guna mengetahui apakah yang bersangkutan telah melakukan tugas pengelolaan investasi sebaik-baiknya dengan mengaplikasikan model Treynor Mazuy.

Penelitian ini mempunyai tujuan mengetahui pengaruh kemampuan manajerial Mudharib terhadap kinerja reksadana syari'ah sebagai dasar investasi. Adapun manfaat penelitian ini memberikan gambaran kepada investor tentang model kemampuan manajerial mudharib yang dapat diaplikasikan untuk melakukan investasi pada reksadana syari'ah, agar tercipta rasa aman dan mengurangi kecemasan akan risiko terhadap dana yang akan diinvestasikan atau dengan kata lain dapat mengurangi dampak psikologis terhadap risiko investasi yaitu melakukan penilaian secara mandiri terhadap kemampuan manajerial *mudharib*, guna mengetahui apakah yang bersangkutan telah melakukan tugas pengelolaan investasi sebaik-baiknya atau menghasilkan kinerja yang baik dengan mengaplikasikan model Treynor Mazuy.

## TINJAUAN TEORETIS

### Investasi dalam Perspektif Konvensional dan Syari'ah

Pengertian Investasi dalam perspektif konvensional menurut Reilly and Brown (2012: 1): *An investment is the current commitment of resources for a period time in the expectation of receiving future resources that will compensate the investor for (1) the time the resources are committed, (2) the expected rate of inflation, and (3) the risk-uncertainly of the future payments.* Investasi adalah komitmen saat ini untuk menyimpan dana selama periode waktu tertentu sebagai harapan untuk mendapatkan dana di masa depan sebagai kompensasi investor untuk: (1) waktu selama dana disimpan, (2) tingkat inflasi yang diharapkan, dan (3) risiko dimana tingkat ketidakpastian pembayaran di masa depan. Investor memperdagangkan sumber dana yang memiliki kepastian pada hari ini untuk mendapatkan sumber dana yang diharapkan di masa depan yang nilainya lebih besar

daripada nilai masa sekarang. Pengertian lain dari investasi adalah mengorbankan dollar sekarang untuk dollar di masa depan, sehingga ada dua atribut berbeda yang melekat, yaitu risiko dan waktu. Pengorbanan terjadi saat sekarang dan memiliki kepastian sedangkan hasil baru akan diperoleh di kemudian hari dan besarnya tidak pasti (Sharpe, *et.al*, 1995). Investasi secara garis besar terbagi ke dalam dua bentuk, yaitu investasi riil dan investasi finansial. Investasi riil secara umum melibatkan aset nyata, seperti tanah, mesin-mesin atau bangunan, sementara investasi finansial melibatkan kontrak-kontrak tertulis seperti saham dan obligasi. Pada perekonomian primitif atau tradisional, hampir semua investasi merupakan investasi riil, sedangkan di perekonomian *modern*, lebih banyak dilakukan investasi finansial. Lembaga-lembaga untuk investasi finansial yang mengalami perkembangan pesat, memberikan fasilitas untuk berinvestasi di sektor riil. Kedua investasi ini bersifat saling melengkapi.

Ada tiga elemen utama di dalam investasi (Sharpe *et al.*, 1995), yaitu: (1) Sekuritas (surat berharga), berupa instrumen keuangan jangka pendek (kurang dari setahun) terdiri atas Sertifikat Bank Indonesia (SBI), Surat Berharga Pasar Uang (SBPU), *Commercial Paper*, *Promissory Notes*, *Call Money*, *Repurchase Agreement*, *Banker's Acceptance*, *Treasury Bills* dan lain-lain, sedangkan yang termasuk instrumen jangka panjang (lebih dari satu tahun) seperti saham, obligasi, warran, reksadana, opsi, *futures*, dan lain-lain (2) Pasar Sekuritas, merupakan tempat untuk mempertemukan pembeli dan penjual sekuritas atau tempat untuk memperdagangkan aset-aset finansial. Klasifikasi pasar sekuritas berdasarkan periode waktu jatuh tempo meliputi: (a) pasar uang yang menjadi tempat pertemuan antara permintaan dana jangka pendek dengan penawaran dana jangka pendek (b) pasar modal, yang dirancang untuk investasi jangka panjang (kurun waktu lebih dari satu tahun) (3) Perantara Finansial (lembaga keuangan). Lembaga keuangan merupakan bagian dari

sistem keuangan dalam ekonomi modern yang melayani masyarakat pemakai jasa-jasa keuangan. Lembaga ini disebut sebagai perantara finansial karena fungsi pokoknya melakukan intermediasi antara unit defisit dan unit surplus. Contoh lembaga keuangan adalah bank, perusahaan manajemen investasi (antara lain reksadana) dan perusahaan asuransi. Pengertian Investasi dalam perspektif syari'ah merupakan investasi yang diwujudkan dalam bentuk nonfinansial yang berimplikasi terhadap usaha-usaha bernuansa spiritual, yang dilakukan saat ini untuk terciptanya kehidupan ekonomi masa depan yang lebih kuat. Hal ini tertuang dalam terjemahan Al-Quran surat an-Nisa ayat 9 (Q.S. 4: 9) sebagai berikut:

*Dan hendaklah takut (kepada Allah) orang-orang yang seandainya meninggalkan dibelakang mereka anak-anak yang lemah, yang mereka khawatir terhadap (kesejahteraan) mereka. ....*

Syari'ah Islam, sebuah kata dalam bahasa Arab, berarti 'hukum Islam'. Kata 'Syari'ah' telah disebutkan dalam Al-Qur'an, yang berarti jalan yang benar, di mana Allah S.W.T. meminta Nabi Muhammad S.A.W. untuk mengikutinya dan bukan mengikuti tingkah yang lain yang tidak mengetahui mengenai syari'ah. Dua sumber utama syari'ah adalah yang pertama Al-Qur'an dan Hadist yang otentik (kumpulan perkataan dan perbuatan dari Nabi Muhammad S.A.W.) yang dianggap kekal. Sumber kedua adalah *ijma* (kesepakatan bersama di antara para sarjana Islam) dan *qiyas* (kesimpulan analogis), yang juga termasuk *ijtihad* (pemikiran mengenai hukum kebebasan).

Adapun transaksi yang diperbolehkan berdasar hukum muamalah (Isnawan, 2012: 27) antara lain sebagai berikut: (a) Terhindar dari unsur judi (*maysir*), (b) Terhindar dari unsur *gharar*, (c) Terhindar dari unsur haram, dan (d) Terbebas dari unsur riba, serta (e) Terhindar dari unsur *Bathil*.

### Reksadana Syari'ah

Pada prinsipnya reksadana syari'ah sama dengan reksadana konvensional hanya

saja dalam pengelolaannya tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syari'ah dipasar modal. Sesungguhnya berinvestasi merupakan bagian dari *Islamic wealth management* yang diklasifikasikan pada *Wealth Accumulation* (akumulasi kekayaan) tentunya dengan berlandaskan kepada Alquran dan Hadist dengan nilai-nilai kejujuran, keadilan dan bermanfaat bagi sesama.

Reksadana syari'ah yang disajikan kepada masyarakat dalam upaya menghadapi globalisasi bahwa umat Islam dihadapkan kepada realitas pertumbuhan dunia yang serba cepat dan canggih, termasuk di dalamnya masalah ekonomi dan keuangan, akan tetapi bagi umat Islam, produk-produk tersebut perlu dicermati secara mendalam, karena dikembangkan dari jasa keuangan konvensional yang netral terhadap nilai dan ajaran agama. (Rivai *et al.*, 2010: 439). Salah satu produk yang tengah berkembang saat ini di Indonesia adalah reksadana yang di luar negeri dikenal dengan "Unit Trust" atau *Mutual Fund*. Setiap sesuatu dalam *muamalah* atau semua hukum syariat yang bersangkutan dengan urusan dunia dengan memandang kepada aktivitas hidup seseorang seperti jual-beli, tukar-menukar, pinjam-meminjam dan sebagainya adalah dibolehkan selama tidak bertentangan dengan Islam. Allah S.W.T. memerintahkan kepada orang-orang yang beriman agar memenuhi akad yang mereka lakukan sebagaimana firman-Nya dalam terjemahan Surat Al-Maidah ayat 1 (Q.S.5: 1) sebagai berikut:

*Hai orang-orang yang beriman, penuhilah akad-akad itu. ....*

*Akad (perjanjian) dalam ayat di atas mencakup: janji prasetia hamba kepada Allah dan perjanjian yang dibuat oleh manusia dalam pergaulan sesamanya. Syarat-syarat yang berlakunya dalam sebuah akad adalah syarat-syarat yang ditentukan sendiri kaum muslimin, selama tidak melanggar ajaran Islam.*

Adanya reksadana syari'ah merupakan upaya untuk memberi jalan bagi ummat Islam agar tidak bermuamalah dan memakan harta dengan cara yang batil seperti yang

disebutkan dalam firman Allah S.W.T. dalam terjemah surat An-Nisaa' ayat 29 (Q.S. 4: 29) sebagai berikut:

*Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang bathil, kecuali dengan jalan perniagaan yang berlaku dengan suka sama suka diantara kamu. ...*

Di samping itu reksadana Islam menyediakan sarana bagi umat Islam untuk ikut berpartisipasi dalam pembangunan nasional melalui investasi yang sesuai dengan syariat Islam.

### Manajemen Portofolio

Manajemen portofolio berkaitan erat dengan investasi. Investor berinvestasi dengan tujuan memperoleh tingkat pengembalian. Selain tingkat pengembalian, dalam investasi juga dikenal istilah risiko yang berarti ketidakpastian dalam memperoleh tingkat pengembalian yang diharapkan. Untuk itu, maka perlu diukur tingkat pengembalian dan tingkat risiko baik yang historis maupun yang diharapkan (*historical and expected rate of return and risk*). Dengan mengukur tingkat pengembalian dan tingkat risiko di masa lampau dapat diperkirakan tingkat pengembalian dan tingkat risiko di masa yang akan datang.

Manajemen portofolio dipandang sebagai proses sistematis yang dinamis, karena manajemen portofolio dipandang sebagai suatu proses, maka dapat diaplikasikan kepada setiap investor atau manajer investasi. Setelah kebijakan-kebijakan dan strategi-strategi yang dibuat dan ekspektasi pasar modal, maka tindakan yang selanjutnya adalah melakukan eksekusi terhadap portofolio. Beberapa tahapan mengeksekusi portofolio menurut Jones *et al.* (2009: 568) Pertama alokasi aktiva (*Asset allocation*), Alokasi aktiva terkait dengan keputusan untuk membagi dana yang ada ke beberapa jenis investasi yang dapat dimasukkan ke dalam portofolio, kedua Optimalisasi Portofolio (*Portofolio Optimization*), Optimisasi portofolio terkait dengan

pemilihan portofolio yang dapat memberi hasil portofolio yang terbaik, ketiga Pemilihan Sekuritas (*Security selection*), Pemilihan sekuritas yang baik pada saat yang tepat merupakan tujuan terpenting dan keempat Implementasi dan Eksekusi, kombinasi optimal dari sekuritas-sekuritas yang membentuk portofolio beserta proporsi masing-masing, dan kemudian dilakukan pembelian atau penjualan terhadap masing-masing sekuritas tersebut.

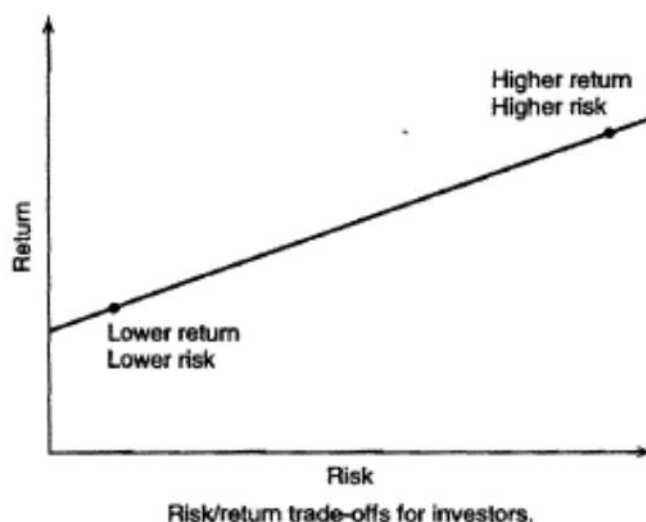
Selanjutnya umpan balik kinerja portofolio merupakan bagian dari manajemen portofolio untuk menjaga kinerja portofolio tetap optimal. Portofolio perlu diseimbangkan (*rebalancing*) dengan kondisi pasar dan lingkungan investor yang berubah-ubah. *Rebalancing* adalah kegiatan untuk mengubah alokasi asset atau komposisi sekuritas dengan tujuan menjaga kinerja portofolio tetap optimal. *Trade-off return* yang diharapkan dan risiko yang harus dihadapi oleh investor adalah berhubungan positif, yaitu *higher return-higher risk* dan *lower return-lower risk* (lebih tinggi *return*-lebih tinggi risiko dan lebih rendah *return*-lebih rendah risiko).

Gambar 1 menunjukkan hubungan positif antara risiko dan *return*. Dipandang dari bidang aset keuangan, investor reksadana mempunyai posisi pada spektrum *expected return and risk* seperti yang digambarkan dalam Gambar 2.

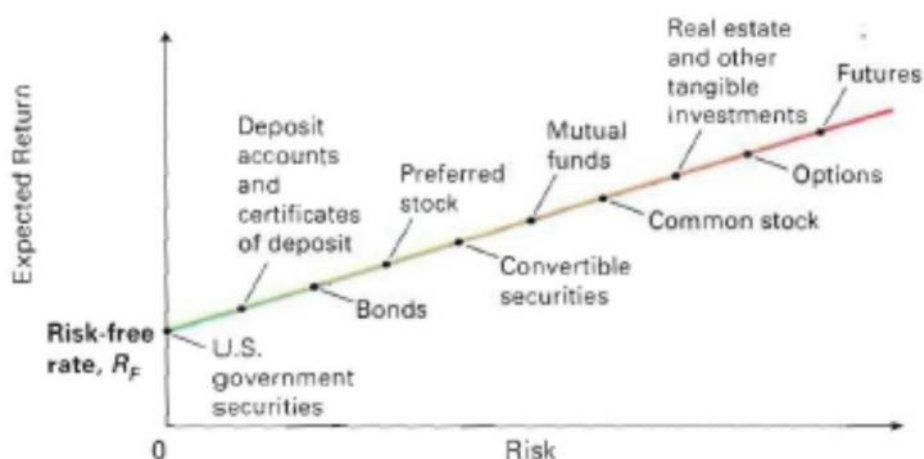
### Kemampuan Manajerial

Evaluasi kinerja/kemampuan manajer investasi adalah topik yang sangat menarik bagi praktisi dan akademisi. Bagi praktisi, evaluasi tersebut memberikan bantuan bermanfaat untuk alokasi dana investasi efisien di antara manajer investasi. Bagi akademisi, bukti signifikan keahlian peramalan superior akan melanggar hipotesis pasar efisien (Henrikson, 1981).

Bentuk murninya, penentuan waktu pasar melibatkan aktivitas menggeser dana antara portofolio indeks pasar dengan aset yang aman, seperti *T-bills* dan reksadana pasar uang, tergantung pada apakah pasar



Gambar 1  
Risk/return Trade-off



Gambar 2  
Trade-off the expected return dan risk

secara keseluruhan diharapkan akan mengungguli aset yang aman (Bodie *et al.*, 2005).

Secara konseptual, kinerja portofolio dibagi menjadi dua dimensi, yaitu (1) kemampuan manajer portofolio atau analisis sekuritas untuk meningkatkan *return* portofolio melalui prediksi yang tepat tentang harga sekuritas di masa yang akan datang, (2) kemampuan manajer portofolio untuk meminimalkan risiko (melalui diversifikasi yang efisien) yang muncul dari kepemilikan portofolio (Jensen, 1968), sedangkan menurut penelitian Fama (1972) dinyatakan bahwa kinerja manajer investasi dapat di-

bedakan menjadi dua, yaitu: (1) *Stock selection skill* dan (2) *Market timing ability*. *Stock selection* adalah kemampuan manajer investasi untuk memilih asset untuk membentuk portofolio yang diprediksi akan memberikan *return* yang diharapkan di masa yang akan datang. Manajer investasi lebih sering mengandalkan kemampuan pemilihan saham untuk mendapatkan *return* yang abnormal (*superior*). Aktivitas *stock selection* didasarkan pada *forecast* kejadian khusus perusahaan dan harga sekuritas individu (Kon, 1983).

*Market timing* adalah kemampuan manajer investasi untuk mengambil ke-

bijakan yang tepat untuk membeli atau menjual sekuritas tertentu untuk membentuk portofolio asset pada saat yang tepat. Aktivitas *market timing* berhubungan dengan *forecast* realisasi di masa mendatang dari portofolio pasar. Jika manajer investasi yakin dapat menghasilkan lebih baik dari rata-rata estimasi *return* pasar maka manajer akan menyesuaikan tingkat risiko portofolionya sebagai antisipasi perubahan pasar (Kon, 1983).

Menghitung *stock selection* dan *market timing* dapat digunakan model dari Treynor-Mazuy (1966) yang menyatakan ketika nilai (a) atau alpha positif berarti menunjukkan adanya kemampuan *selectivity* dan ketika nilai (b) atau *market timing* positif berarti menunjukkan adanya kemampuan *market timing*. Hal ini mengindikasikan bahwa manajer investasi menghasilkan reksadana yang lebih besar dibandingkan dengan *excess return market*. Menurut Bhattacharya *et al.* (1986) bahwa model regresi kuadratik adalah sebuah pengukuran yang valid dari pengukuran kinerja *market timing* dan dapat digunakan untuk mengidentifikasi kualitas dari *timing information* dan mendeteksi keberadaan dari *selectivity information*.

Model Treynor Mazuy model dengan formula sebagai berikut:

$$r_p - r_f = a + b(r_M - r_f) + c(r_M - r_f)^2 + e_p$$

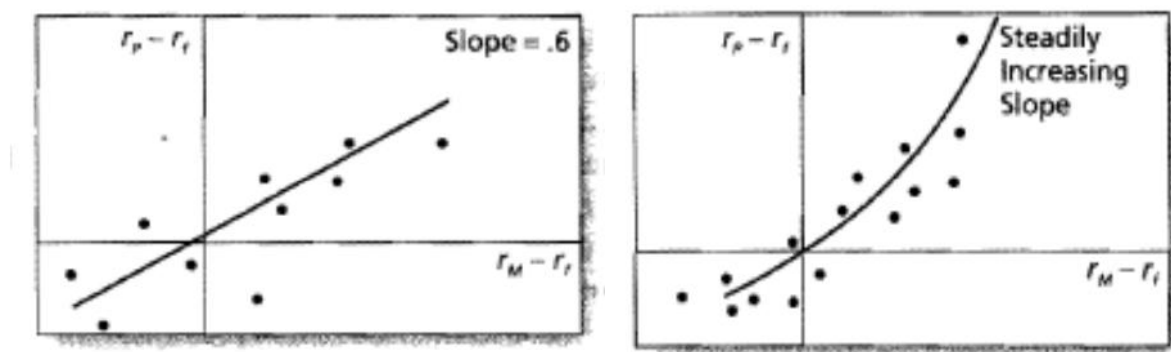
Keterangan:

$R_p$  : adalah imbal hasil (*return*) portofolio

$a$ ,  $b$ , dan  $c$  : diestimasi dengan analisis regresi. Jika  $c$  adalah positif, kita mempunyai bukti adanya kemampuan penentuan waktu pasar karena faktor terakhir ini akan menyebabkan garis karakteristik lebih curam ketika  $r_M - r_f$  lebih besar.

Berfokus pada imbal hasil (*return*) yang disesuaikan terhadap risiko, para praktisi sering kali hanya ingin mengetahui keputusan apa yang akan menghasilkan kinerja superior atau inferior. Kinerja investasi superior tergantung pada kemampuan untuk memilih sekuritas yang baik pada waktu yang tepat. Kemampuan penentuan waktu pasar dan pemilihan sekuritas seperti itu dapat dinyatakan secara umum seperti dalam sekuritas saham atau sekuritas pendapatan tetap ketika pasar saham berkinerja baik. Atau hal tersebut dapat didefinisikan pada tingkat yang lebih terinci, seperti memilih saham-saham berkinerja relatif lebih baik di dalam pasar modal.

Investor dapat menentukan waktu pasar secara tepat dan menggeser dana ke dalam reksadana pada periode ketika pasar akan menguat, maka *Security Characteristic Line* (SCL) akan tampak seperti Gambar 3. Jika penguatan atau kelesuan pasar dapat diprediksi, investor akan menggeser lebih banyak dana ke pasar ketika pasar akan menguat. Beta portofolio dan kemiringan SCL akan lebih tinggi ketika *return* pasar lebih tinggi, yang akan menghasilkan garis kurva seperti yang diperlihatkan di Gambar 3.



Sumber : Bodie *etal.* 2012

Gambar 3  
Garis Karakteristik dan garis karakteristik dengan *Market Timing* (MA)



Treynor dan Mazuy (1966) adalah yang pertama kali mengemukakan bahwa garis seperti itu, dapat diestimasi dengan menambahkan faktor kuadrat ke model indeks linear yang biasa.

Kemampuan manajerial dari perpektif Islam, seorang *mudharib* pada reksadana saham syari'ah, harus meneladani akhlak terpuji Rasulullah S.A.W. Perilaku Rasulullah S.A.W. yang merupakan suri teladan bagi umat manusia. Para rasul memiliki empat sifat wajib, yaitu *shiddiq* (jujur), *amanah* (dapat dipercaya), *tabligh* (menyampaikan), dan *fathanah* (cerdas). Sebagai orang yang beriman, *mudharib* juga wajib mengamalkan keempat sifat wajib, sebagaimana yang dimiliki para rasul tersebut dalam kehidupan sehari-hari supaya menjadi manusia yang berakhlak terpuji dan dapat menimbulkan *trust* pada investor (*sahib al-mal*). Empat sifat wajib tersebut adalah: Pertama *Shiddiq*. Arti *shiddiq* adalah jujur atau berkata benar, *mudharib* yang memiliki sifat *shiddiq*, ia tidak pernah berkata dusta. Apa yang diucapkannya selalu sesuai dengan keadaan yang sebenarnya. *mudharib* yang memiliki sifat *shiddiq* merasa selalu diawasi Allah. Ia tidak mau berkata dusta meskipun orang lain tidak mengetahuinya. Hal itu disebabkan ia yakin bahwa Allah mengetahui segala gerak-gerik dan batin hamba Nya, kedua *Amanah*. Arti *amanah* adalah dapat dipercaya. Lawan dari amanah adalah khianat. Seseorang yang memiliki sifat amanat, dapat memegang janji dengan baik. Apa yang telah dipercayakan orang lain kepadanya akan ditunaikan dengan penuh tanggung jawab. Ia tidak pernah berkhianat dan mengingkari janji. Perkataannya mengandung kebenaran dan kebaikan. Orang yang memiliki sifat amanah akan dipercaya orang lain (dapat menimbulkan *trust*), ketiga *Tablig*. Arti *tablig* adalah menyampaikan.

Seorang rasul memiliki kewajiban menyampaikan wahyu dan ajaran yang diterima dari Allah S.W.T. kepada umat manusia. Demikian pula *mudharib*, ia memiliki kewajiban menyampaikan kebenaran

kepada *sahib al-mal* dan pihak terkait yaitu Dewan Pengawas Syari'ah serta Bank Kustodial, dan keempat *Fathanah*. Arti *fathanah* adalah cerdas. Memiliki sifat cerdas merupakan keharusan bagi *mudharib*, sehingga mampu menyelesaikan masalah yang timbul, baik itu masalah diri sendiri maupun masalah yang dihadapi *sahib al-mal* dalam melakukan diversifikasi investasinya.

Seorang *mudharib* pada reksadana saham syari'ah membutuhkan keberanian untuk melakukan eksekusi terhadap saham-saham syari'ah dan produk syari'ah lainnya, oleh karenanya seorang *mudharib* selain 4 sifat wajib tersebut, maka diperlukan sifat *syaja'ah* yaitu benar atau gagah. Secara istilah *syaja'ah* adalah keteguhan hati kekuatan pendirian untuk membela dan mempertahankan kebenaran secara bijaksana dan terpuji. Jadi *syaja'ah* adalah keberanian yang berlandaskan kebenaran dan dilakukan dengan penuh pertimbangan.

### Penelitian Sebelumnya.

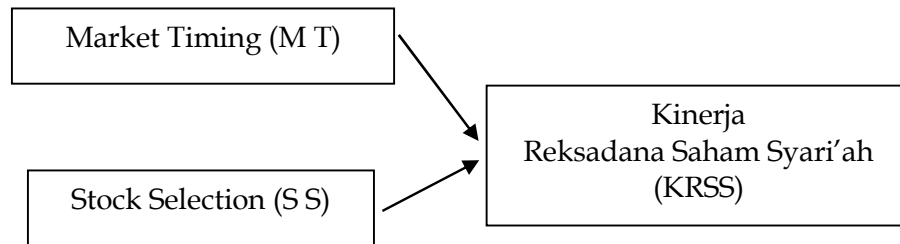
Kempf dan Osthoff (2007) menemukan bahwa strategi seleksi positif (*positive screening*) menghasilkan kinerja finansial yang lebih baik daripada strategi seleksi negatif (*negative screening*), dimana temuan itu didapatkan dari sebuah portofolio yang terdiri dari perusahaan-perusahaan yang memiliki prestasi baik dan buruk dalam beberapa isu ESG (*environmental, social dan governance*) tertentu dan tidak didapatkan dari sampel yang terdiri dari reksadana *Social Responsible Investment* (SRI) atau reksadana dengan strategi investasi yang berusaha untuk mempertimbangkan keuntungan finansial dan fungsi sosial yang baik. Hal ini sesuai dengan reksadana syari'ah yang tidak semata-mata mencari keuntungan.

Chevalier dan Ellison (1999) menemukan bahwa pengelola atau manajer investasi yang memiliki gelar MBA dan skor SAT tinggi menunjukkan hasil kelolaan yang lebih baik 63 basis poin per tahun. Penelitian Bhattacharya dan Deleiderer (1985) meng-

idikasikan bahwa investor harus memilih agen atau manager reksadana yang memiliki informasi luar biasa dan menentukan sistem kompensasi sedemikian rupa agar bisa mendorong manajer untuk menggunakan kemampuannya, agar bisa mengurangi konflik kepentingan dengan investor.

### Model Penelitian

Model penelitian ini untuk menjelaskan pengaruh kemampuan manajerial mudharib yang diprosikan dengan *market timing* dan *stock selection* terhadap kinerja reksadana saham syari'ah.



Sumber: Diolah penulis

**Gambar 4**  
**Model Penelitian**

### Hipotesis Penelitian

Hipotesis merupakan jawaban sementara terhadap rumusan masalah penelitian, di mana rumusan masalah penelitian telah dinyatakan dalam bentuk pertanyaan. Dikatakan sementara karena jawaban yang diberikan baru didasarkan pada teori. Hipotesis dirumuskan atas dasar rerangka pikir yang merupakan jawaban sementara atas masalah yang dirumuskan. Hipotesis penelitian ini adalah: Kemampuan manajerial mudharib mempengaruhi kinerja reksadana saham syari'ah.

### METODE PENELITIAN

#### Pendekatan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang ada, maka metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan deskriptif. Penelitian deskriptif merupakan metode penelitian yang berusaha menggambarkan dan menginterpretasikan objek sesuai dengan apa adanya. Menggunakan metode deskriptif, dimungkinkan peneliti untuk melakukan hubungan antar variabel, menguji hipotesis, mengembangkan generalisasi dan mengembangkan teori yang memiliki validitas universal.

### Ruang Lingkup Penelitian

Pembatasan penelitian dilakukan agar fokus terhadap masalah yang akan diteliti. Penelitian ini berfokus pada pengukuran kemampuan manajerial dari *mudharib* reksadana saham syari'ah dalam melaksanakan tugas pengelolaan asset (*mal*) dari investor (*sahib al-mal*) dengan sistem operasional *wakalah* dan *mudharabah* yang sesuai dengan kriteria sampel.

### Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini meliputi data kuantitatif dan sumber informasi kualitatif. Sumber data diperoleh peneliti berasal dari data primer dan data sekunder. Data primer adalah data yang diperoleh secara langsung melalui diskusi dan wawancara dengan pihak-pihak terkait dengan investasi pada reksadana syari'ah. Adapun data sekunder diperoleh dari laporan Nilai Aktiva Bersih (NAB), Sertifikat Bank Indonesia (SBI), dan *Jakarta Islamic Index (JII)* serta data pendukung lainnya.

### Prosedur Pengumpulan Data

Bagi peneliti dalam memperoleh data digunakan prosedur pengumpulan data

yang meliputi: Pertama, Survey Pendahuluan, tahapan awal dari pengumpulan data adalah survei pendahuluan. Tujuannya untuk mengenali objek penelitian sehingga didapatkan gambaran secara umum sebagai dasar masukan dalam pelaksanaan penelitian ini, kedua Studi Kepustakaan, prosedur ini dilakukan oleh peneliti untuk memperoleh berbagai literatur yang akan digunakan sebagai referensi, landasan teori serta masukan untuk pemecahan penelitian ini pertama, Survey Lapangan mendapatkan data secara langsung dilakukan pada tahapan survey lapangan ini. Peneliti melakukan tahapan ini agar diperoleh data-data dari objek penelitian antara lain (a) Mendapatkan data Nilai Aktiva Bersih (NAB) reksadana, Sertifikat Bank Indonesia (SBI) *rate* dan *Jakarta Islamic Index* (JII) (b) Melakukan wawancara dengan pihak-pihak yang terkait antara lain: *mudharib*, investor dan pihak terkait lain yang memahami reksadana syari'ah dan dapat memperkaya pembahasan masalah dalam penelitian.

## ANALISIS DAN PEMBAHASAN

### Hasil Analisis

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang termasuk dalam Reksadana Syari'ah di BEI berdasarkan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan NOMOR 19 /POJK. 04/2015 Tentang Penerbitan Dan Persyaratan Reksa Dana Syari'ah, maka jenis reksa dana syari'ah yaitu: Reksa Dana Syari'ah Pasar Uang; Reksa Dana Syari'ah Pendapatan Tetap; Reksa Dana Syari'ah Saham; Reksa Dana Syari'ah Campuran Reksa Dana Syari'ah Terproteksi; Reksa Dana Syari'ah Indeks; Reksa Dana Syari'ah Berbasis Efek Syari'ah Luar Negeri, Reksa Dana Syari'ah Berbasis Sukuk; Reksa Dana Syari'ah Berbentuk Kontrak Investasi Kolektif yang Unit Penyertaannya diperdagangkan di Bursa; dan Reksa Dana Syari'ah Berbentuk Kontrak Investasi Kolektif Penyertaan Terbatas per Juni tahun 2016 berjumlah 106.

Pengambilan sampel yang dipilih dalam penelitian ini adalah merupakan suatu jenis

metode pengambilan sampel, dimana sampel yang dipilih dan diseleksi berdasarkan pertimbangan tertentu (*judgment sampling*). *Judgment sampling* melibatkan pemilihan subyek yang berada di tempat yang paling menguntungkan atau dalam posisi terbaik untuk memberikan informasi yang diperlukan (Sekaran 2003:137). Unit sampel penelitian ini adalah perusahaan reksadana saham syari'ah di Indonesia.

Pertimbangan atau kriteria yang ditetapkan untuk pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: Pertama, perusahaan yang diambil sebagai sampel telah memperoleh ijin operasional dari Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK) dan efektif empat tahun terakhir, kedua Perusahaan yang mempunyai laporan keuangan tahunan secara berkala selama periode penelitian, ketiga perusahaan yang diambil sebagai sampel adalah perusahaan reksadana syari'ah jenis saham, adapun perusahaan reksadana syari'ah jenis lainnya (Reksa Dana Syari'ah Pasar Uang; Reksa Dana Syari'ah Pendapatan Tetap; Reksa Dana Syari'ah Campuran; Reksa Dana Syari'ah Terproteksi; Reksa Dana Syari'ah Indeks; Reksa Dana Syari'ah Berbasis Efek Syari'ah Luar Negeri; Reksa Dana Syari'ah Berbasis Sukuk; Reksa Dana Syari'ah Berbentuk Kontrak Investasi Kolektif yang Unit Penyertaannya diperdagangkan di Bursa; dan Reksa Dana Syari'ah Berbentuk Kontrak Investasi Kolektif Penyertaan Terbatas) tidak dimasukkan dalam penelitian sebagai sampel. Hal ini untuk menghindari adanya bias yang disebabkan perbedaan jenis perusahaan. Berdasarkan pertimbangan di atas yang ditetapkan untuk menjamin validitas internal, maka dapat dihasilkan sampel yang memenuhi kriteria sebanyak 9 perusahaan sebagai berikut: (Tabel 1).

### Pembahasan

#### Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Dalam penelitian ini akan disajikan dalam statistik rata-rata yang dilengkapi

**Tabel 1**  
**Daftar Perusahaan Sampel Penelitian (Reksadana saham syari'ah)**

No	Nama Reksadana	Manajer Investasi	Bank Kustodian	Efektif
1	Manulife Syari'ah Sektor Amanah	PT Manulife Asset Manajemen Indonesia	HSBC	16 Januari 2009
2	Cipta Syari'ah Equity	PT Ciptadana Asset Management	Deutsche Bank AG	16 April 2008
3	Syari'ah BNP Paribas Equitra Amanah	PT BNP Paribas Investment Partners	HSBC	24 Maret 2008
4	Mandiri IestavAtraktif Syari'ah	PT Mandiri Manajemen Inestasi	Deutche Bank AG	19 Desember 2007
5	CIMB Principal Islamic Equity	PT. CIMB Principal Asset Management	Deutche Bank AG	6 Agustus 2007
6	PNM Ekuitas Syari'ah	PT PNM Investment Management	HSBC	26 Juli 2007
7	Batavia Dana Saham Syari'ah	PT Batavia Prosperindo Asset Manajement	Deutche Bank AG	16 Juli 2007
8	TRIM Syari'ah Saham	PT Trimegah Asset Management	Deutche Bank AG	26 Desember 2006
9	Danareksa Indekd Syari'ah	PT Danareksa Investment Management	Deutche Bank AG	17 Maret 2006

dengan nilai tertinggi, terendah dan standar deviasi pada masing-masing variabel independen dan dependen. Tujuannya adalah untuk memberikan gambaran atau deskripsi empiris atas data yang telah dihitung dan diinput.

Penelitian ini meliputi dua variabel independen dan satu variabel dependen. Variabel independen dalam penelitian ini adalah *Stock Selection (SS)*, *Market Timing (MT)* serta variabel kinerja reksadana saham syaria'h (KRSS) adalah dependen. Unit analisis penelitian ini adalah 78 *sample size* yang merupakan data panel dari 9 perusahaan dengan periode pengamatan empat tahun.

Adapun hasil statistik deskriptif terhadap variabel penelitian tampak pada Tabel 2. Tabel 2 tampak bahwa *stock selection (SS)* yang diukur, memiliki nilai maksimum 1,2215 dan nilai minimum -190,5 dengan rata-rata 4,3785 dan standar deviasi 1,9068. Hal ini menunjukkan variasi *stock selection* masing-masing reksadana syari'ah relatif beragam dan ini menunjukkan bahwa *stock*

*selection* mudharib relatif beragam. Nilai standar deviasi yang lebih kecil dari rata-rata mencerminkan bahwa data variabel *stock selection* terdistribusi normal.

Selanjutnya *market timing (TM)* yang diukur dengan koefisien Treynor-Mazuy menggambarkan kemampuan melakukan/mengeksekusi portofolio saham memiliki nilai maksimum 3,8560 dan nilai minimum - ,0041 dengan rata-rata 0,2151 dan standar deviasi 0,06426. Hal ini menunjukkan variasi *market timing* masing-masing reksadana syari'ah relatif beragam dan ini menunjukkan bahwa *market timing* mudharib relatif beragam. Nilai standar deviasi yang lebih kecil dari rata-rata mencerminkan bahwa data variabel *market timing* terdistribusi normal.

Kinerja reksadana saham syari'ah (KRSS) dalam penelitian ini diukur dengan besarnya indeks Sharpe. Indeks Sharpe menunjukkan kemampuan perusahaan mengelola dana dibandingkan dengan standart deviasi kinerja rata-ratanya 0,1136. Hal ini menunjukkan variasi Kinerja reksadana saham syari'ah masing-masing reksadana

syari'ah relatif beragam dan ini menunjukkan bahwa Kinerja reksadana saham syari'ah beragam. Nilai standar deviasi yang lebih

kecil dari rata-rata mencerminkan bahwa data variabel Kinerja reksadana saham syari'ah terdistribusi normal.

**Tabel 2**  
**Statistik Deskriptif Variabel Penelitian**

*Descriptive Statistics*

	<i>N</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maksimum</i>	<i>Mean</i>	<i>Std Deviation</i>
<i>Stock Selection (SS)</i>	36	-190,5000	1,2115	4,378532	1,9068190
<i>Market Timing (TM)</i>	36	-,0041	3,8560	,107429	,0642618
Kinerja reksadana saham syari'ah (KRRS)	36	-,2562	,2151	,249000	,1136172

Sumber: Data sekunder diolah, 2016

**Tabel 3**  
**Koefisien Regresi Persamaan Regresi Berganda**

Variabel	Koefisien Regresi	Nilai t	Nilai Signifikan	Keterangan
Konstanta	0,695			
<i>Stock Selection (SS)</i>	0,301	2,314	0,027	Sig
<i>Market Timing (MT)</i>	0,255	2,314	0,019	Sig
R			0,542	
<i>R Square</i>			0,294	
<i>Adjusted R Square</i>			0,251	
F hitung			6,857	
Signifikan (F hitung)			0,003	
N			36	

**Hasil Analisis Statistik Inferensial**  
**Uji Persamaan Regresi Berganda**

Uji model regresi berganda digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap dependen. Uji model regresi digunakan juga untuk meramalkan perubahan nilai dari variabel dependen. Dari Tabel 3, maka model persamaan regresi dapat disusun sebagai berikut:

$$KRRS = 0,695 + 0,301 SS + 0,255 MT + \epsilon$$

Model regresi di atas dapat dijelaskan sebagai berikut: Pertama, nilai koefisien regresi variabel *Stock selection* sebesar 0,301, menunjukkan bahwa perubahan nilai koefisien dari variabel dependen Kinerja reksadana saham akan sebesar 0,301, apabila variabel independen *Market timing* adalah tetap. Adapun nilai koefisien regresinya positif.

Kedua nilai koefisien regresi variabel *Market timing* sebesar 0,255, menunjukkan bahwa perubahan nilai koefisien dari variabel dependen Kinerja reksadana saham syari'ah akan sebesar 0,255, apabila variabel independen *stock selection* adalah tetap. Adapun nilai koefisien regresinya positif

**Uji kelayakan model (goodness of fit)**

Berdasarkan Tabel 3, terlihat bahwa nilai signifikannya sebesar 0,003 yang lebih kecil dari 0,05, hal ini menunjukkan bahwa model adalah layak, karena nilai sig < 0,05.

**Koefisien Determinasi**

Berdasarkan Tabel 3 terlihat bahwa nilai R square sebesar 0,294 atau sebesar 29,4%, hal ini menunjukkan bahwa variabel *Stock*

*selection* dan *Market timing* dapat dijelaskan oleh variabel Kinerja reksadana saham syari'ah sebesar 29,4%, sedangkan sisanya jelaskan oleh variabel lain diluar model regresi tersebut.

### Uji Secara Parsial

Berdasarkan Tabel 3 terlihat bahwa: Pertama, nilai signifikan variabel *Stock selection* sebesar  $0,027 < 0,05$ , artinya bahwa variabel *Stock selection* mempunyai pengaruh terhadap Kinerja reksadana saham syari'ah, kedua, nilai signifikan variabel *Market timing* sebesar  $0,019 < 0,05$ , artinya bahwa variabel *Market timing* mempunyai pengaruh terhadap Kinerja reksadana saham syari'ah.

Berdasarkan hasil pengujian menunjukkan bahwa pengaruh *Kemampuan manajerial* yang diproksikan dengan *stock selection* (SS) dan *market timing* (MT) terhadap Kinerja Reksadana Saham Syari'ah (KRRS) memiliki hasil signifikan dan positif, yang berarti peningkatan kinerja reksadana saham syari'ah dipengaruhi oleh peningkatan kemampuan manajerial dari *mudharib* sebagai pemegang amanah *sahib al-mal/Rabb al Mal* dalam pengelolaan dana.

### Pembahasan

Kemampuan manajerial di proksikan dengan, *market timing* dan *stock selection*. *Stock selection* merupakan proksi yang dominan dan fit kemampuan manajerial. Kemampuan mengalokasikan dan memprediksi harga sekuritas dalam rangka meningkatkan *return* portofolio yang *abnormal* (*superior*) mampu menciptakan kemampuan manajerial. Kon (1983) menyatakan aktivitas *Stock Selection* didasarkan pada *forecast* kejadian khusus perusahaan dan harga sekuritas individu. Adapun Bentuk dasar penentuan waktu pasar (*market timing*) melibatkan aktivitas menggeser dana antara portofolio indeks pasar dengan aset yang aman (Bodie, 2011: 862), oleh karena itu selain berfokus pada *return* yang disesuaikan terhadap risiko, investor sering kali ingin mengetahui keputusan apa yang akan

menghasilkan kinerja superior (*abnormal*) atau inferior.

### Pengaruh *Stock Selection* dan *Market Timing* Terhadap Kinerja Reksadana

Kemampuan manajerial yang diproksikan dengan *stock selection* dan *market timing* menjadi faktor penting pada saat reksadana saham syari'ah melakukan investasi dengan membentuk portofolio saham syari'ah. Kemampuan manajerial merupakan ukuran kemampuan *mudharib* dalam hal antisipasi terhadap perubahan pasar. Kondisi pasar yang menurun, *mudharib* akan mengubah komposisi portofolio yang dikelolanya ke sekuritas yang lebih rendah volatilitasnya dan begitu pula sebaliknya.

Kemampuan mengalokasikan dan memprediksi harga sekuritas dalam rangka meningkatkan *return* portofolio yang *abnormal* (*superior*) mampu menciptakan kemampuan manajerial. Kon (1983) menyatakan aktivitas *Stock Selection* didasarkan pada *forecast* kejadian khusus perusahaan dan harga sekuritas individu.

Kinerja investasi *superior* atau *inferior* tergantung pada kemampuan *mudharib* untuk memilih sekuritas yang baik pada waktu yang tepat. Hal ini sejalan dengan Kon (1983) yang menyatakan bahwa aktivitas *market timing* berhubungan dengan *forecast* realisasi portofolio pasar di masa mendatang. Jika manajer investasi (*mudharib*) yakin dapat menghasilkan *return* lebih baik dari rata-rata estimasi *return* pasar maka manajer akan menyesuaikan tingkat risiko portofolionya sebagai antisipasi perubahan pasar. *Market timing* merupakan kemampuan *mudharib* mengantisipasi perubahan pasar, dimana bila pasar akan menurun, maka akan mengubah komposisi portofolio yang dikelolanya ke sekuritas yang lebih rendah volatilitasnya dan begitu pula sebaliknya. Adapun *stock selection* (SS) merupakan kemampuan manajer portofolio dalam memilih sekuritas yang tepat (berdasarkan *forecast*).

Kenyataan ini sesuai dengan temuan Ferruz *et al.* (2012) yang menyatakan bahwa

kinerja finansial negatif dari para manajer reksadana religius adalah disebabkan karena kemampuan *stock picking/selection* yang negatif. Barnett dan Solomon (2006) dan Lee *et al.* (2010) mendapati juga bahwa ada hubungan kurve linear antara intensitas dari seleksi dengan kinerja finansial. Dikatakan bahwa hubungan kedua variabel tersebut adalah linear.

Menurut beberapa pendapat *key informan* yaitu: R.M.N pemegang ijin wakil manajer investasi, S.W pemegang ijin wakil agen penjual efek reksadana, L.H. pemegang ijin wakil penjamin emisis efek dan pemegang ijin wakil manajer investasi serta akademisi dan ahli manajemen syari'ah, B.H. S. mantan direktur Bursa Efek Surabaya dan akademisi bidang pasar modal, menyatakan bahwa kemampuan manajerial *mudharib* sangat mempengaruhi kinerja reksadana saham syari'ah yang dikelolanya. Seorang *mudharib* adalah orang-orang profesional di bidang investasi dan memiliki sertifikat standar profesi pasar modal, sehingga mampu membuat portofolionya optimal dengan *stock selection* dan mampu melihat *time to buy* dan *time to sell* untuk meningkatkan kinerja.

Menurut Rivai *et al.* (2010: 439) reksadana syari'ah merupakan produk reksadana islami yang dikembangkan dari jasa keuangan konvensional, oleh karenanya pengukuran kemampuan manajerial untuk reksadana saham syari'ah dilakukan tolok ukur yang sama dengan kemampuan manajerial pada reksadana konvensional, namun harus memperhatikan nilai-nilai Islami. Rivai *et al.* (2010: 440), menyatakan *akad* (perjanjian) antara *sahib al-mal* dengan reksadana syari'ah hendaknya dilakukan dengan sistem *mudharabah/qiradh* yang telah disepakati boleh dilakukan dalam islami oleh 4 mazhab fikih Islam.

Reksadana saham Syari'ah hanya menempatkan dananya pada emiten atau perusahaan atau pihak-pihak penerbit instrumen investasi yang tidak melakukan usaha-usaha yang bertentangan dengan prinsip kehalalan syari'ah seperti riba, perjudian,

pornografi, minuman haram (alkohol), babi, dan hiburan yang bertentangan dengan syari'ah dan lain-lain. Sebagaimana firman Allah SWT di dalam Firman Allah S.W.T pada terjemahan surat Al-Imron ayat 130 (QS.3: 130) dan An-Nisaa' ayat 29 (QS.4: 29) sebagai berikut:

*"Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu memakan riba yang berlipat ganda dan bertaqwalah kamu kepada Allah supaya kamu mendapat keberuntungan." (QS. 3; 30)*

Makna yang terkandung pada ayat 50 surat Al-Imron dalam tafsir Ibnu Katsir adalah merupakan pengharaman riba secara mutlak. Allah S.W.T. telah melarang orang-orang mukmin melakukan transaksi riba dan memakannya dengan berlipat ganda. Allah S.W.T. memerintahkan para hamba Nya agar bertakwa, sehingga mereka beruntung di dunia dan akhirat (Syaiikh Shafiiyurrahman al-Mubarakfuri, jilid 2: 294).

*"Hai orang-orang yang beriman, janganlah kalian memakan harta sesama kalian dengan jalan yang batil, kecuali dengan jalan perdagangan yang berlaku dengan suka sama suka diantara kalian." (QS. 4:29)*

Makna yang terkandung pada ayat 29 surat An-Nissa' dari tafsir Ibnu Katsir adalah, Islam melindungi hal milik laki-laki dan perempuan. Allah S.W.T melarang hamba-hamba Nya yang beriman memakan harta sebagian lainnya dengan bathil, yaitu dengan berbagai usaha yang tidak syar'i seperti riba, judi dan berbagai hal serupa yang penuh tipu daya. Sekalipun pada lahiriahnya, cara-cara tersebut berdasarkan keumuman hukum syar'i, tetapi Allah S.W.T. mengetahui dengan jelas bahwa pelakunya hendak melakukan tipu muslihat dengan riba. Seakan-akan Allah S.W.T menegaskan: Janganlah kalian menjalankan (melakukan) sebab-sebab yang diharamkan dalam mencari harta, sebaliknya lakukan perniagaan yang di syari'atkan, yang terjadi dengan saling meridhai antara penjual dan pembeli. Jadikanlah hal itu sebagai sebab dalam memperoleh harta benda. (Syaiikh

Shafiyyurrahman al-Mubarakfuri, jilid 2: 486).

Berdasar kedua ayat tersebut di atas, maka hubungan *sahib al-mal* dengan *mudharib* berdasarkan *akad wakalah* dan antara *sahib al-mal* dengan lembaga reksadana syari'ah hendaknya dilakukan dengan sistem *mudharabah*, mutlak harus dijalankan. Secara teknis, *mudharabah* adalah *akad* kerja sama usaha antara dua pihak di mana pihak pertama menyediakan seluruh (100%) modal, sedangkan pihak lainnya menjadi pengelola. Keuntungan usaha secara *mudharabah/profit sharing* dibagi menurut kesepakatan yang dituangkan dalam kontrak, sedangkan apa bila rugi, ditanggung oleh pemilik modal selama kerugian tersebut bukan akibat kelalaian di pengelola. Seandainya kerugian itu diakibatkan karena kecurangan atau kelalaian si pengelola, maka pengelola harus bertanggung jawab atas kerugian tersebut. Hal tersebut dituangkan pada Fatwa Dewan Syari'ah Nasional No.20/DSN-MUI/IV/2001. Bab II pasal 2.

Berdasarkan uraian di atas, maka fungsi dan tugas serta kemampuan manajerial *mudharib* pada reksadana saham syari'ah menjadi lebih luas daripada manajer investasi reksadana konvensional. Artinya *mudharib* mempunyai tugas menyusun strategi portofolio yang baik agar menghasilkan *return optimal* dan *outperform* dibandingkan dengan Reksadana lain, dengan tetap menjamin kehalalan proses investasi yang dilakukan.

Mengingat reksadana syari'ah merupakan produk reksadana islami yang dikembangkan dari jasa keuangan konvensional dan hasil pengujian pengaruh langsung yang menunjukkan variabel kemampuan manajerial dan Kinerja Reksadana Saham Syari'ah dicerminkan oleh indeks *Sharpe* adalah positif dan signifikan, hal ini menunjukkan kemampuan *mudharib* untuk memilih saham yang tepat dalam portofolio, mampu memberikan imbal hasil (*return*) yang tinggi pada manajemen portofolio yang dikelolanya secara optimal, sehingga mampu menciptakan prospek yang baik atau

memiliki nilai yang atraktif dari prospektus. Hasil penelitian ini sejalan dengan temuan Kempf dan Osthoff (2007) yaitu strategi seleksi positif (*positive screening*) menghasilkan kinerja finansial yang lebih baik daripada strategi seleksi negatif (*negative screening*).

Semua temuan di atas, dapat ditafsirkan bahwa kinerja reksadana yang negatif dari para *mudharib* reksadana religius adalah disebabkan karena kemampuan *stock selection* yang diterapkan pada reksadana religius. Kinerja reksadana negatif karena adanya penolakan, bahkan larangan menggunakan saham-saham "berdosa" dalam portofolio efek dalam reksadana saham syari'ah karena tidak sesuai dengan kaidah syari'ah. Adapun saham-saham di luar DES atau yang tidak mengikuti kaidah syari'ah lebih banyak jumlah dan ragamnya, sehingga berpotensi memperoleh *return abnormal* yang disesuaikan resiko yang mempunyai hubungan positif. Berdasar hal tersebut kemampuan manajerial *mudharib* mutlak berperan meningkatkan kinerja reksadana saham syari'ah. Hal ini diperkuat oleh pendapat beberapa *key informan* sebagai berikut: R.M.N pemegang ijin wakil manajer investasi, mengatakan sedikitnya jumlah saham syari'ah dibanding saham konvensional menjadi tantangan tersendiri bagi *mudharib* untuk membentuk reksadana saham syari'ah, sedangkan menurut SW. pemegang ijin wakil agen penjual efek reksadana menyatakan *mudharib* tidak terlalu mengalami kesulitan dalam mendiversifikasikan risiko, namun memang memiliki keterbatasan dalam jumlah saham syari'ah yang dimiliki.

Selanjutnya merujuk pada indikator *Market Timing*, maka *mudharib* dengan pemodal sebagai milik harta (*Shahib al-mal/rabb al-mal*) atau antara *mudharib* sebagai wakil *shahib al-mal* dengan pengguna investasi sebagai pihak yang memiliki tanggung jawab pada pengelolaan portofolio yang dipilih, harus melakukan investasi sesuai prinsip-prinsip syari'ah antara lain: tidak tergolong perjudian atau perdagangan yang



dilarang; tidak menerapkan konsep ribawi; jual beli risiko yang mengandung gharar atau masyir; tidak memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan dan atau menyediakan barang-barang dan atau jasa yang haram karena zatnya dan bukan karena zatnya dan atau barang yang merusak moral dan bersifat mudarat, namun harus sesuai dengan yang ditetapkan oleh Fatwa Dewan Syari'ah Nasional No.40/DSN-MUI/X/2003 pasal 4 dan 5.

Mudharib harus lebih berhati-hati dalam menjalankan fungsinya untuk memanfaatkan waktu yang baik untuk melakukan transaksi pembelian (*subscription*) dan penjualan (*redemption*) pada portofolio yang karena dibentuknya. Penetapan waktu memasuki pasar (*market timing*) karena akan berdampak pada risiko reksadana saham syari'ah. Hal ini sejalan dengan pendapat S.W. pemegang ijin wakil agen penjual efek reksadana, L.H. pemegang ijin wakil penjamin emisi efek dan pemegang ijin wakil manajer investasi yang menyatakan bahwa bagi *sahib al-mal*, selain mereka melihat kinerja reksadana saham syari'ah, maka *risk profile* masing-masing reksadana saham syari'ah juga menjadi perhatian.

Berdasarkan temuan tersebut tanggung jawab *mudharib* untuk memulai proses investasi atau memasuki pasar modal yang sesuai dengan prinsip-prinsip syari'ah tidaklah mudah, lebih mudah melakukan pemilihan saham atau *stock selection*. *Stock Selection* lebih mudah dilakukan karena pilihan saham yang akan dibentuk oleh mudharib sudah ditentukan atau terbatas yaitu hanya saham-saham yang sesuai dengan daftar efek syari'ah (DES), namun prinsip-prinsip syari'ah harus tetap diperhatikan.

Kinerja reksadana saham syari'ah pada penelitian ini dilandasi model *Tryenor Mazuy measure* yang merupakan ukuran mutlak kinerja dan tergantung pada dua variabel yaitu kembalinya dana (*return*) dan kepekaan risiko variabilitas. Model tersebut dilandasi *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)

oleh teori portofolio yang dikemukakan oleh Markowitz. Berdasarkan model Markowitz, masing-masing investor diasumsikan akan mendiversifikasikan portofolionya dan memilih portofolio optimal atas dasar preferensinya terhadap *return* dan risiko. Walaupun dibatasi oleh beberapa asumsi yang terlihat tidak realistis, namun CAPM merupakan model yang secara *parsimony* (sederhana) bisa menggambarkan atau memprediksi realitas di pasar yang bersifat kompleks dengan menggambarkan realitas hubungan *return* dan risiko.

Risiko yang diperhitungkan pada CAPM merupakan *beta* yaitu ukuran risiko yang berasal dari hubungan antara tingkat pengembalian suatu saham dengan tingkat pengembalian pasar. Diversifikasi risiko portofolio diukur dengan standar deviasi *return*. *Beta* merupakan koefisien regresi antara dua variabel yaitu kelebihan tingkat keuntungan portofolio pasar (*excess return to market portfolio*) dan kelebihan tingkat keuntungan suatu saham (*excess return of stock*). Menurut Sharpe dan Alexander (1997: 281), *beta* adalah *covarian relative* terhadap varian portofolio pasar.

Mengenai risiko dalam perpektif Islam merujuk pada firman Allah S.W.T. yang ada pada terjemahan surat Al-A'Raaf ayat 188 (Q.S. 7: 188) dan terjemahan surat Lukman ayat 34 (Q.S. 31: 34) sebagai berikut:

...sekiranya aku mengetahui yang ghaib, tentulah aku membuat kebajikan, sebanyak-banyaknya dan aku tidak akan ditimpa kemudlaratan....(Q.S.7: 188)

Makna dari ayat 188 surat Al-A'Raaf dari tafsir Ibnu Katsir adalah Rasul tidak mengetahui perkara gaib, tidak kuasa memberi manfaat dan menolong kemudharatan, bahkan bagi dirinya sendiri. Allah S.W.T. memerintahkan Rasul agar menyerahkan segala urusan kepada Nya, dan menyampaikan tentang dirinya bahwa ia tidak mengetahui perkara ghaib yang terjadi di masa mendatang, serta tidak melihat sedikitpun perkara tersebut kecuali apa yang diperlihatkan Allah S.W.T. kepadanya. Adh

Dhahak menuturkan dari Ibnu'Abbas: Dan sekiranya aku mengetahui yang ghaib, tentulah aku menarik kebajikan sebanyak-banyaknya, yakni berupa harta. Dalam satu riwayat, niscaya aku tahu, apa yang harus aku beli agar mendatangkan keuntungan atau aku jual sehingga aku selalu mendapat keuntungan (Syaiikh Shfiyyurrahman al Mubarakfuri, jilid 3: 755).

....dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui dengan pasti apa yang akan diusahakannya besok.....(Q.S.31: 34)

Makna dari ayat 34 surat Lukman tersebut dari tafsir Ibnu Katsir adalah yang mengetahui alam ghaib hanyalah Allah S.W.T. Kunci-kunci alam ghaib hanya bisa diketahui oleh Allah S.W.T. Tidak ada seorangpun yang dapat mengetahui kunci-kunci alam ghaib, kecuali bila Allah S.W.T. berkenan memberitahukannya kepada hamba pilihanNya. Firma Allah S.W.T yang keempat pada ayat ini adalah: Dan tidak ada seorangpun yang dapat mengetahui (dengan pasti) apa yang akan dikerjakan besok. Apakah pekerjaan itu baik ataukah buruk (Syaiikh Shfiyyurrahman al Mubarakfuri, jilid 7: 175)

Berdasar dua ayat tersebut, maka apa bila penguatan atau kelesuan pasar dapat diprediksi, *mudharib* akan menggeser lebih banyak dana ke pasar modal ketika pasar menguat. *Beta* portofolio dan kemiringan *security characteristic line* (SCL) akan lebih tinggi ketika *return* pasar lebih tinggi. Nilai *beta* yang positif akan menunjukkan adanya *kemampuan manajerial* yang baik.

Strategi manajemen reksadana dilakukan dalam katagori aktif, sehingga *mudharib* berusaha untuk "mengalahkan pasar" dengan membentuk portofolio yang mampu menghasilkan pengembalian aktual (*actual return*) yang melebihi *risk-adjusted expected returns*. Strategi aktif pada reksadana syari'ah bukan merupakan tindakan spekulatif, namun merupakan usaha *mudharib* mengamankan harta (*mal*) *sahib al-mal* yang telah dititipkan kepadanya.

Risiko bisa diminimalisir, apabila semua informasi pasar diketahui dengan pasti,

namun harus diakui bahwa informasi tersebut tidak pernah tersedia secara lengkap. Adanya perangkat dan peraturan sebagai pedoman operasi dan berinvestasi serta kemampuan manajerial *mudharib* yang tinggi, dapat mengurangi ketidak pastian *sahib al-mal* dalam berinvestasi pada reksadana saham syari'ah. Dengan demikian investasi jangka panjang pada reksadana saham syari'ah dapat berguna untuk mengamankan harta meningkatkan *return* yang pada akhirnya bisa meningkatkan kinerjanya.

Pernyataan ini di perkuat oleh pendapat MK sebagai *sahib al-mal* yang menyatakan memilih investasi pada reksadana saham syari'ah melalui tahapan atau proses keputusan yang berkesimbangan (*going process*) keputusan yang berjalan terus menerus sampai tercapai keputusan investasi ter baik. Untuk kebutuhan investasi jangka panjang, adanya keamanan atas dananya dan merupakan investasi berdasarkan pada nilai-nilai Islam, sehingga tidak ada unsur spekulasi dan transparan dalam pengelolannya. Berdasarkan uraian di atas, maka dapat dikatakan penelitian ini menyatakan hipotesis bahwa kemampuan manajerial *mudharib* mempengaruhi kinerja reksadana saham syari'ah.

## SIMPULAN DAN SARAN

### Simpulan

Penelitian ini difokuskan pada Kemampuan Manajerial dan Kinerja Reksadana Saham Syari'ah di Indonesia. Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan maka dapat disimpulkan: Kemampuan manajerial menunjukkan keberhasilan manajemen investasi dalam pemilihan saham atau *stock selection* dan kemampuan memasuki pasar atau *market timing*. Temuan penelitian ini mengindikasikan kemampuan manajer investasi untuk memilih saham yang tepat dalam portofolionya mampu memberikan imbal hasil yang tinggi pada manajemen portofolio yang dikelola sehingga berpotensi menciptakan kinerja reksadana saham syari'ah yang baik atau memiliki nilai yang atraktif di mata investor.

## Saran

Berdasarkan temuan pada penelitian Kemampuan manajerial, dan Kinerja Reksadana Saham Syariah di Indonesia, maka rekomendasi dapat dikemukakan adalah masih perlu dikembangkan dan diteliti secara empirik pengaruh lain selain kemampuan manajerial, yang dapat mempengaruhi Kinerja Reksadana Syariah.

## DAFTAR PUSTAKA

- Barnet, M. dan R. M. Salomon. 2006. Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship Between Social Responsibility and Performance. *Strategic Management Journal* 27: 1101-1122.
- Bhatracharya, S. and P. Deleiderer. 1985. Delegated Portfolio Management. *Journal of Economic Theory* 36(2): 1-25.
- Bodie, Z., K. Alex, dan J. M. Alan. 2011. *Investment and Portfolio Management*. Global Edition, Mc-Grow Hill. Singapore.
- Bodie, Z., K. Alex, dan J. M. Alan. 2005. *Investment*. 6<sup>th</sup> ed. Mc-Grow Hill. New York.
- Chevalier, J. dan G. Ellison. 1999. Are Some Mutual Fund Managers Better Than Others? Crosssectional Patterns In Behavior And Performance. *Journal of Finance* 54(3): 875-899.
- Departemen Agama RI. 1996. *Al Qur'an Al Karim dan Terjemahnya*. Karya Toha Putra. Semarang.
- Fama, E. 1972. Component of Investment Performance. *Journal of Finance* 27: 551-567.
- Fama, E. dan K. French. 1996. Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies. *Journal of Financial Economics* 51: 55-84.
- Ferrus, L. F., Munoz, dan V. Maria. 2012. Managerial Ability: Evidence from Religious Mutual Fund Manager. *Journal Bussines Ethics* 105: 503-517.
- Henriksson, R. D. dan R. C. Merton. 1981. On Market Timing and Investment Performance II: Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skill. *Journal of Business* 54: 513-533.
- Jensen M. C. 1968. The Performance Of Mutual Funds In The Period 1945-64. *Journal of Finance* 23: 389-416.
- Jones, C. P. 2003. *Investment: Analysis and Management*. 8<sup>th</sup> edition. John Wiley and Sons Publisher. New Jersey.
- Jones, C. P., S. Utama, B. Frensidy, I. A. Ekaputra dan R. U. Budiman. 2009. *Investment Analysis and Management (an Indonesian Adaptation)*. Wiley and Sons (Asia) Pte. Ltd. Singapore.
- Kempf, A. and P. Osthoff. 2007. The Effect of Socially Responsible Investing On Portfolio Performance. *European Financial Management* 13(5): 908-922.
- Kon, S. J. 1983. The Market Timing Performance of Mutual Fund Managers. *Journal of Business* 56(3): 323-347.
- Lee, C., J. Humphrey, K. Benson, and J. Ahn. 2010. Social Responsible Investment Fund Performance: The Impact of Screening Intensity. *Journal of Accounting and Finance* 50: 351-370.
- Reilly, F. K. and C. B. Keith. 2012. *Investment Analysis & Portfolio Management*. 7<sup>th</sup> ed. The Dryden Press. Orlando.
- Rivai, V., F. Rinaldi, P. V. Andria, dan Rizqullah. 2010. *Islamic Financial Management Teori, Konsep, dan Aplikasi*. Ghalia Indonesia.
- Sekaran, U. dan R. Bougie. 2003. *Research Methodology for Business*. John Wiley & Sons, Inc. New York.
- Sharpe, W. F. 1966. Mutual Fund Performance. *Journal of Business* 39: 119-38.
- Sharpe, W. F., G. J. Alexander, and Bailey. 1995. *Investment*. Prentice Hall Inc. New Jersey.
- Treynor, J. and K. Mazuy. 1966. Can Mutual Funds Outguess the Market? *Harvard Business review* 44: 131-136.