



ANALISIS EKSPOSUR RISIKO REKSADANA SYARIAH DAN REKSADANA KONVENSIONAL DI INDONESIA DENGAN PENDEKATAN CAPM, *MARKET TIMING ABILITY* DAN *DOWNSIDE RISK*

Mubasysyratul Ummah Sapsuha¹

¹Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam, UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta
Jl. Timoho Gang Wirakaraya No. 510, Demangan, Gondokusuman, Kota Yogyakarta,
DI Yogyakarta, 55221, Indonesia

✉ Corresponding Author:

Nama Penulis: Mubasysyratul Ummah Sapsuha

E-mail: mubasysyratul11@gmail.com

Riwayat Artikel

Diterima : Februari 2023

Revisi : April 2023

Publikasi : Juni 2023

Abstract

This study was conducted to determine the risks of conventional mutual funds and sharia types of stocks in Indonesia during the period 2017-2021. Through this research, the public as potential investors, general investors, and investment managers will get information about the risk of mutual funds by comparing the results of risk, measurements of each mutual fund, considering the increasing number of mutual fund investment instruments of either type or number. The measurement methods used are capm beta value, beta market timing ability and beta downside (downside risk). The results showed that using these three measurements, the total risk exposure of Islamic mutual funds was lower than that of conventional mutual funds..

Keywords: Beta CAPM; Beta Market Timing Ability; Beta Downside; Exposure Risk

Abstrak

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui risiko reksadana konvensional dan syariah jenis saham di Indonesia selama periode 2017-2021. Melalui penelitian ini masyarakat sebagai calon investor, investor umum, dan manajer investasi akan memperoleh informasi mengenai risiko reksadana dengan membandingkan hasil pengukuran risiko masing-masing reksadana, mengingat semakin banyaknya instrumen investasi reksadana baik jenis maupun jumlahnya. Metode pengukuran yang digunakan adalah nilai *beta* CAPM, *beta market timing ability* dan *beta downside (downside risk)*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dengan menggunakan ketiga pengukuran tersebut, total eksposur risiko reksadana syariah lebih rendah daripada reksadana konvensional.

Kata kunci: Beta CAPM; Beta Market Timing Ability; Beta Downside; Eksposur Risiko

PENDAHULUAN

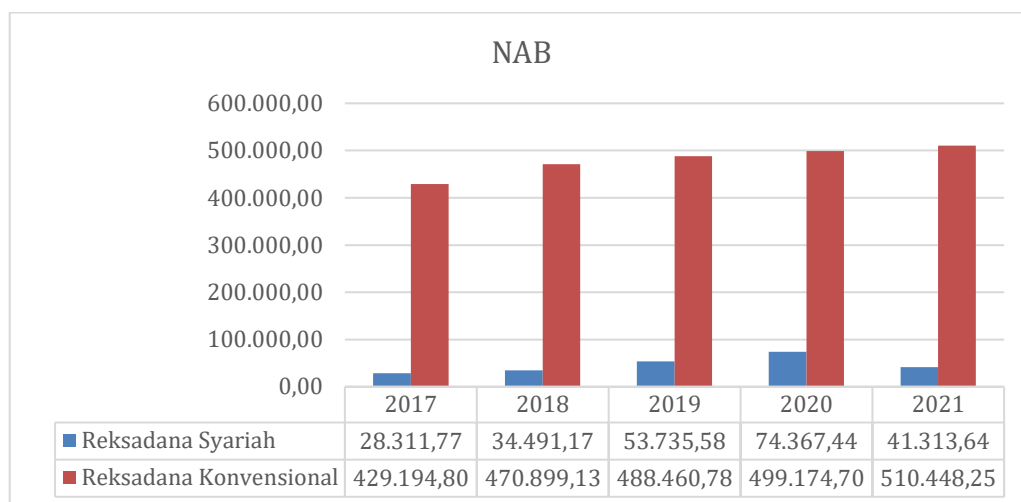
Industri keuangan terdiri dari berbagai macam jenis baik Industri Keuangan Bank (IKB) maupun Industri Keuangan Non Bank (IKNB) seperti asuransi, pegadaian, lembaga pembiayaan, dan perbankan. Jika dilihat pada kehidupan sekarang, investasi menjadi pilihan dalam mengembangkan kekayaan apalagi dengan instrumen investasi yang ditawarkan cukup beragam, baik dilakukan oleh pemilik modal sendiri maupun diserahkan kepada pihak lain untuk diinvestasikan. Apalagi pada saat pemilik modal tidak bisa mengelola keuangannya sendiri, maka bisa dilakukan oleh pihak lain melalui instrumen investasi seperti reksa dana. Matallin dan Nieto (2002) menemukan bahwa reksadana memiliki tren yang sama dengan indeks Ibox 35 (*benchmark*), sehingga reksadana dapat dipertimbangkan sebagai alternatif dalam investasi langsung di bursa saham. Begitu juga Begum dan Rahman (2016) menyebutkan bahwa reksadana merupakan alternatif investasi yang penting bagi investor secara umum.

Reksadana merupakan salah satu produk investasi yang oleh para investor domestik maupun investor pemula menganggapnya cukup ideal. Masyarakat umum pun yang memiliki keinginan untuk berinvestasi tetapi tidak memiliki pemahaman dan waktu yang cukup, bisa menjadikan reksadana sebagai pilihan untuk berinvestasi (Mulyawan, 2016). Selain reksadana konvensional, terdapat juga reksadana syariah sehingga semakin banyak produk reksadana yang ditawarkan. Untuk itu, investor yang ingin menginvestasikan modalnya dengan ketentuan syariah tidak perlu khawatir, karena dalam sistem ekonomi Islam telah mengaplikasikannya sesuai dengan syariah yang ditentukan. Di Indonesia apalagi yang memiliki penduduk dengan mayoritas muslim tentunya menjadi pasar potensial untuk tumbuhnya investasi Islam dalam hal ini reksa dana syariah.

Pemilihan terhadap suatu reksadana baik syariah maupun konvensional sebagai instrumen investasi dapat ditentukan dengan cara melihat Nilai Aktiva Bersih. Di mana pergerakan Nilai Aktiva Bersih (NAB) dapat memberikan informasi kinerja reksadana melalui data historisnya. Besar kecilnya NAB dapat mempengaruhi pertimbangan investor dalam memilih produk atau jenis reksadana (Azis, Nadir & Purnamasari, 2017).

Grafik di bawah ini menunjukkan besarnya Nilai Aktiva Bersih (NAB) atau dana kelolaan selama lima tahun terakhir dari reksadana syariah dan reksadana konvensional. Dapat disimpulkan bahwa secara umum baik reksadana syariah dan reksadana konvensional mengalami pertumbuhan yang cukup positif. Pertumbuhan NAB reksadana syariah mengalami peningkatan pada tahun 2017-2020 yang kemudian menurun pada tahun 2021. Sedangkan reksadana konvensional terus meningkat menjadi Rp

510.448,25 pada tahun 2021, yang sebelumnya hanya bernilai Rp 429.194,80 pada tahun 2017. Di samping itu, dengan tumbuhnya nilai AUM (*Asset Under Management*) dan Nilai Aktiva Bersih (NAB), reksadana dapat tumbuh positif walaupun adanya wabah pandemi covid 19 (Rapini, Farida & Putro, 2021).



Gambar 1. Perkembangan NAB Reksadana Konvensional dan Syariah Tahun 2017-2021

Sumber: Otoritas Jasa Keuangan (2021)

Selanjutnya seiring dengan terus bertambah banyak produk dan jenis reksadana yang bermunculan, hal ini memberikan tantangan bagi investor dalam memilih produk reksa dana sesuai dengan kualitas atau kinerja reksadana tersebut. Reksadana berkembang pesat jika dilihat dari jumlah reksadana di Indonesia pada tahun 2017-2021, seperti yang terlihat pada tabel di bawah ini.

Tabel 1. Perkembangan Jumlah Reksadana Menurut Jenis pada Tahun 2017-2021

Jenis Reksadana	2017	2018	2019	2020	2021
Saham	313	339	347	340	333
Terproteksi	785	972	953	942	902
Pasar Uang	158	178	232	262	264
Pendapatan Tetap	299	325	340	353	359
Campuran	188	211	217	217	209
Efek Luar Negeri	-	8	12	13	20
Sukuk	-	9	10	9	13
Indeks	20	33	35	35	42
ETF	14	24	38	48	51
Total	1.777	2.099	2.184	2.219	2.193

Sumber: Otoritas Jasa Keuangan (2021)

Tabel 1. di atas menunjukkan perkembangan jumlah reksadana berdasarkan jenisnya yang dimulai dari tahun 2017 sampai dengan tahun 2021. Perkembangan jumlah masing-masing jenis reksadana cukup baik dengan sedikit fluktuatif. Reksadana terproteksi memiliki jumlah produk terbanyak selama 2017-2021. Sedangkan yang paling sedikit jumlahnya adalah reksadana jenis sukuk. Namun, dalam penelitian ini reksadana jenis saham digunakan sebagai sampel penelitian dengan asumsi reksadana jenis saham memiliki risiko yang lebih besar dibandingkan jenis lainnya.

Selain analisis sederhana yang dapat dilakukan investor dalam memilih suatu reksadana seperti mengamati NAB dan komposisi reksadana, investor juga memiliki kecenderungan dalam memilih untuk menginvestasikan dana yang dimiliki pada instrumen investasi dengan imbal hasil (*return*) yang tinggi dengan memperhatikan tingkat risikonya (*risk*). Sebagaimana penelitian sebelumnya yang membandingkan kinerja dan risiko reksadana syariah dan konvensional jenis saham (Mardadika dkk, 2021; Putri, 2021). Namun, sebagian besar penelitian-penelitian tersebut tidak difokuskan pada risiko reksadana, sehingga dapat dikatakan penelitian yang membahas risiko reksadana masih minim (Hayat dan Kraeussl, 2011). Selain itu, kebanyakan penelitian hanya mengevaluasi suatu reksadana berdasarkan kinerjanya.

Selain preferensi kinerja suatu reksadana, investor juga akan sangat terbantu dengan adanya preferensi risiko reksadana itu sendiri. Investor tentunya ingin berinvestasi pada reksadana yang memiliki pengembalian tinggi dengan risiko yang lebih rendah. Sehingga dengan adanya preferensi risiko reksadana tersebut, maka investor semakin mudah untuk memutuskan berinvestasi pada suatu reksadana baik syariah maupun konvensional. Oleh karena itu, dibutuhkan penelitian lebih lanjut mengenai eksposur risiko pada kedua reksadana tersebut yang berfungsi sebagai informasi bagi investor dalam memilih reksadana dengan eksposur risiko yang lebih rendah.

Untuk itu, penelitian ini dilakukan dengan tujuan membandingkan eksposur risiko dari *beta CAPM*, *beta Market Timing Ability* dan *downside risk* ada reksadana syariah dan reksadana konvensional. Penelitian ini berbeda dari penelitian sebelumnya yang berfokus pada kinerja reksadana di Indonesia dengan menggunakan beberapa pengukuran seperti Sharpe Ratio, Treynor Ratio dan Jensen Alpha (Agussalim, Limakrisna & Ali, 2017; Herlambang, 2020; Pangestuti, Wahyudi & Robiyanto, (2017); Suryadi, Endri & Yasid, 2021). Beberapa penelitian tersebut memang memasukkan *risk* dalam masing-masing pengukuran, akan tetapi analisis secara khusus pada *risk* itu sendiri masih belum banyak diteliti. Untuk itu, analisis penelitian ini difokuskan pada pemilihan reksadana baik syariah maupun konvensional berdasarkan risiko yang dimiliki. Penelitian ini dilakukan dengan cara

menggunakan tiga ukuran risiko untuk menganalisis eksposur risiko reksadana syariah dan konvensional di Indonesia pada tahun 2017-2021 khususnya pada reksadana jenis saham.

Selain itu, penelitian ini dapat memberikan informasi kepada calon investor dalam memilih suatu produk reksadana baik syariah atau konvensional, dengan cara mempertimbangkan risiko reksadana sekaligus tingkat pengembalian. Selanjutnya diharapkan melalui pengukuran ketiga risiko reksadanan tersebut, penelitian ini mampu memberikan tambahan wawasan bagi penelitian selanjutnya mengenai eksposur risiko reksadana syariah dan konvensional khususnya pada reksadana jenis saham.

KAJIAN PUSTAKA

Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, terdapat beberapa jenis pengukuran risiko reksadana yang akan digunakan. Penelitian (Cici & Palacios (2015); Hoepner, Rammal & Rezec (2011); Rodriguez, 2015) membahas mengenai eksposur risiko dengan menggunakan beberapa pengukuran juga, termasuk di dalamnya pengukuran menggunakan metode Capital Asset Pricing Model (CAPM). Di mana metode atau model tersebut yang diperkenalkan oleh Fama dan Prancis (1993) ini sering digunakan dalam menganalisis eksposur risiko sistematis. Hoepner, Rammal dan Rezec (2011) menganalisis kinerja keuangan dan gaya investasi reksadana syariah jenis saham pada 20 negara dengan menggunakan model CAPM yang dilanjutkan dengan model *three-level* Carhart. Mereka menemukan bahwa reksadana syariah mampu bersaing dengan *benchmark* saham internasional pada pasar uang syariah yang lebih berkembang. Di sisi lain, reksadana dari negara-negara Barat cenderung berkinerja buruk secara signifikan terutama reksadana dengan aset yang kurang Islami.

Cici dan Palacios (2015) menyelidiki hubungan penggunaan opsi dalam reksadana terhadap kinerja dan risiko reksadana itu sendiri. Berkaitan dengan risiko, mereka menemukan bahwa beberapa reksadana menggunakan opsi untuk menurunkan tingkat risiko secara efektif dengan beberapa pengukuran risiko seperti *beta* CAPM, *beta downside* dan lain-lain. Sebelumnya Dicembrino dan Scandizzo (2012) juga meneliti mengenai kemungkinan meningkatnya risiko sistemik yang disebabkan oleh diversifikasi portofolio. Mereka menyimpulkan dari dua sudut pandang, yaitu sudut pandang agen individu dan sistem keuangan, di mana dari sudut pandang sistem keuangan dijelaskan bahwa diversifikasi melalui sekuritas derivatif dapat meningkatkan risiko agregat yang bersifat sistemik.

Adapun penelitian yang dilakukan oleh Tchamyou, Asongu dan Nwachukwu (2018), mereka menemukan bahwa manajer reksadana cenderung untuk menurunkan atau menaikkan eksposur risiko pada saat likuiditas pasar rendah atau tinggi. Selain itu, reksadana jenis saham dengan eksposur risiko yang lebih rendah mengejar ketertinggalan dengan reksadana yang memiliki eksposur yang lebih tinggi atau dapat dikatakan efek produktivitas marjinal lebih tinggi pada reksadana dengan tingkat eksposur yang rendah. Berkaitan dengan kemampuan *market timing*, Paramita, Sembiring dan Safitri (2018) menyimpulkan bahwa reksadana Indonesia tidak memiliki kemampuan *market timing* pada model *single beta*. Sedangkan dengan model *dual beta*, reksadana Indonesia memiliki kemampuan *market timing* pada saat kondisi pasar *bullish* dan saat kondisi pasar *bearish* reksadana Indonesia tidak memilikinya.

Di samping itu, Raj, Forsyth dan Tomini (2003) menganalisis risiko penurunan dan dapat diketahui bahwa ukuran *downside risk-adjusted* pada lingkungan risiko yang bergejolak menjadi lebih unggul. Sedangkan pada lingkungan risiko yang relatif stabil memiliki ukuran *downside risk-adjusted* cukup konsisten dengan pengukuran lainnya. Lebih lanjut Bahoun dan Hakimi (2020) meneliti mengenai *downside risk* dengan menggunakan beberapa pengukuran risiko penurunan dan membandingkannya, penelitian tersebut menunjukkan hasil yang relatif kuat pada kelompok besar dengan signifikansi dan kekuatan penjelas yang baik. Pada pengukuran *semi deviation*, mereka menemukan bahwa dari waktu ke waktu *semi deviation* dan *standar deviation* mengalami peningkatan apalagi *semi deviasi* yang sehubungan dengan *risk-free* mengalami peningkatan terbesar.

HIPOTESIS

Reksadana syariah memiliki karakteristik yang berbeda dengan reksadana konvensional, di mana reksadana syariah harus memilih instrumen dan mekanisme investasi yang sesuai dengan prinsip syariah seperti yang tertuang dalam ketentuan OJK. Sehingga reksadana syariah tentunya memiliki diversifikasi terbatas karena adanya penyaringan yang cukup ketat dan mampu menjadikan reksadana syariah relatif lebih tangguh dibandingkan reksadana konvensional selama pasar dalam kondisi *bearish* (Abdullah, Hassan & Mohamad, 2007). Hal ini sejalan dengan temuan Naveed dan Khawaja (2017) dalam studinya bahwa reksadana syariah memiliki risiko yang lebih rendah daripada reksadana konvensional yang dilihat dari total risiko, risiko sistematis, dan *downside risk*. Penelitian sebelumnya juga menunjukkan bahwa risiko reksadana syariah lebih rendah daripada

reksadana konvensional yang sesuai dengan perhitungan total risiko dan risiko pasar yang dimiliki (Hamzah & Yohanes, 2014; Putra & Fauzie, 2015). Berdasarkan pemaparan di atas, terdapat hipotesis yang dikembangkan dalam penelitian ini, yaitu:

H1 : Reksadana syariah mempunyai eksposur risiko yang lebih rendah dibandingkan dengan reksadana konvensional

METODE

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh reksadana baik syariah maupun konvensional yang listing di Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Penarikan sampel penelitian dilakukan dengan metode *purposive sampling* yakni pemilihan sampel berdasarkan pada karakteristik tertentu yang dianggap mempunyai hubungan dengan karakteristik populasi yang sesuai dengan rancangan penelitian. Adapun kriteria penentuan sampel berdasarkan beberapa pertimbangan, yaitu: 1) Produk reksadana konvensional dan syariah yang aktif dan terdaftar di Otoritas Jasa Keuangan (OJK) selama 2017-2021. 2) Produk reksadana konvensional dan syariah jenis saham yaitu reksadana yang menginvestasikan dana sekurang-kurangnya 80% dari portofolio yang dikelolanya berupa ekuitas. 3) Produk reksadana konvensional dan syariah yang telah melakukan penawaran sebelum tahun 2017. 4) dan Reksadana dengan Nilai Aktiva Bersih Tertinggi (NAB).

Pada Desember 2021 Reksadana syariah yang terdaftar di OJK berjumlah 289 dan reksadana konvensional berjumlah 1.909. Dari populasi tersebut penulis hanya mengambil reksadana yang aktif selama periode 2017-2021 atau kurang lebih selama lima tahun sehingga analisis yang dilakukan bisa lebih valid. Hal ini juga untuk mengantisipasi *missing data* akibat beberapa reksadana yang tidak beroperasi lagi. Selain itu, reksadana yang diteliti termasuk dalam reksadana jenis saham sesuai dengan asumsi bahwa reksadana saham memiliki risiko lebih tinggi daripada jenis lainnya. Setelah dilakukan seleksi pada reksadana jenis lainnya, diperoleh jumlah reksadana syariah sebanyak 61 dan reksadana konvensional sebanyak 295. Selanjutnya sesuai dengan kriteria ketiga dan keempat, diperoleh sampel dari masing-masing reksadana yaitu sebanyak 7 sampel. Perlu diingat kembali pada penjelasan sebelumnya bahwa NAB yang tinggi menjadi tolak ukur bagi investor dalam memilih suatu reksadana.

Sesuai dengan kriteria di atas, maka dapat diambil tujuh sampel reksadana saham konvensional dan tujuh reksadana saham syariah yaitu:

Tabel 2. Nama Produk Reksadana

No.	Reksadana Saham Konvensional	Reksadana Saham Syariah
1.	Batavia Dana Saham	Bni-Am Dana Saham Syariah Musahamah
2.	Reksa Dana Ashmore Dana Ekuitas Nusantara	Danareksa Syariah Saham
3.	Reksa Dana Ashmore Dana Progresif Nusantara	Hpam Syariah Ekuitas
4.	Reksa Dana Mandiri Saham Atraktif	Pasific Saham Syariah
5.	Reksa Dana Manulife Dana Saham Utama	Pratama Syariah
6.	Reksa Dana Schroder Dana Prestasi	Simas Syariah Unggulan
7.	Reksa Dana Schroder Dana Prestasi Plus	Bahana Icon Syariah

Sumber: Otoritas Jasa Keuangan (2021)

Penelitian ini menggunakan tiga pengukuran untuk menganalisis eksposur risiko reksadana saham syariah dan konvensional. Analisis dimulai dengan menghitung tingkat pengembalian (*return*) reksadana dan tingkat pengembalian (*return*) pasar dengan menggunakan rumus berikut ini:

$$R_p = (\text{NAV}_t - \text{NAV}_{t-1}) / \text{NAV}_{t-1}$$

Dimana R_p adalah *return* reksadana, NAV_t adalah *Net Asset Value* reksadana pada akhir periode t dan NAV_{t-1} adalah Nilai Aktiva Bersih *Net Asset Value* reksadana pada akhir periode $t-1$. Selanjutnya total risiko reksadana diukur dengan pendekatan CAPM atau dikenal juga dengan sebutan model faktor tunggal (*single-factor model*), eksposur risiko yang pertama menggunakan rumus berikut:

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_1 + \beta_1 (R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon$$

Dimana $R_{it} - R_{ft}$ adalah *excess return*, R_{mt} adalah pengembalian pasar (*benchmark*) dan R_{ft} adalah tingkat pengembalian bebas risiko (*risk free rate of return*). Pengukuran risiko yang kedua menggunakan nilai *beta market timing ability*, yang diperkenalkan oleh Treynor dan Mazuy (1966) seperti yang terlihat pada rumus berikut:

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_1 + \beta (R_{mt} - R_{ft}) + \beta (R_{mt} - R_{ft})^2 + \varepsilon$$

Dimana $R_{it} - R_{ft}$ adalah *excess return*, $R_{mt} - R_{ft}$ adalah risiko premium pasar dan β menggambarkan *beta market timing ability*. Dan terakhir risiko reksadana diukur dengan menggunakan *downside deviation*. Selain dikenal sebagai *downside deviation*, Estrada (2006) juga menyebutnya sebagai *semi deviation* dengan menggunakan rumus berikut:

$$\Sigma^B = \sqrt{(1/T) \sum_{t=1}^T \{\text{Min}(R_t - B, 0)\}^2}$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis pertama yang dilakukan adalah pengujian normalitas dan selanjutnya analisis eksposur risiko dari masing-masing pendekatan yang digunakan. Tabel 3. di bawah ini memperlihatkan hasil uji normalitas dengan menggunakan tiga macam pengujian, yaitu uji *skewness*, kurtosis dan *jarque-bera* serta terdapat *p-value* yang dapat memudahkan untuk menentukan signifikansi distribusi data.

Tabel 3. Hasil Uji Normalitas

Tahun	<i>Skewness</i>	<i>Kurtosis</i>	<i>Jarque-Bera</i>	<i>P-value</i>
Reksadana Syariah				
2017	0,539	5,015	18,289	0,000
2018	-0,427	5,222	19,844	0,000
2019	0,277	5,676	26,135	0,000
2020	-0,634	3,619	6,978	0,031
2021	2,098	13,261	43010	0,000
Reksadana Konvensional				
2017	1,480	5,757	57,274	0,000
2018	0,098	3,632	1,532	0,465
2019	0,523	2,664	4,221	0,121
2020	-0,607	3,761	7,186	0,028
2021	0,073	2,511	0,913	0,633

Sumber: Data Diolah (2022)

Sesuai dengan nilai *skewness* yang menunjukkan bahwa sebagian besar tahun penelitian memiliki distribusi tingkat pengembalian reksadana yang tidak simetris, sehingga nilai-nilai tersebut dapat diketahui condong positif atau negatif. Uji kurtosis menunjukkan bahwa sebagian besar tahun studi distribusi pengembalian reksadana syariah dan konvensional adalah leptokurtik. Sedangkan dengan mengasumsikan distribusi normal pada hipotesis nol, hasil uji *jarque-bera* menunjukkan sebagian besar nilai *p-value* signifikan pada reksadana konvensional. Sehingga hipotesis nol ditolak karena secara keseluruhan data pengembalian reksadana tidak berdistribusi normal.

Berkaitan dengan distribusi persebaran data pengembalian reksadana, Erdos dan Ormos (2009) menjelaskan bahwa jika menghitung pengembalian bulanan dalam waktu satu tahun, maka hanya terdapat 12 titik data yang digunakan untuk pengujian normalitas. Sehingga hasil yang diperoleh menjadi bias karena terindikasi adanya kesalahan tipe II. Selanjutnya Guo, Ma dan Zhou (2012) juga memaparkan bahwa asumsi data berdistribusi normal yang digunakan dalam mengevaluasi kinerja reksadana di Cina menjadi tidak valid. Hal ini sesuai dengan temuannya bahwa dengan uji *jarque-bera* proporsi distribusi data tidak normal sebesar 93% dan dengan uji Kolmogrov-Smirnov mencapai 78%. Menurut kedua penelitian tersebut, dapat diketahui bahwa

data pengembalian reksadana tidak normal disebabkan oleh jumlah waktu pengamatan yang terlalu sedikit dan klaim data berdistribusi normal yang tidak sesuai juga akan mempengaruhi hasil analisis kinerja reksadana itu sendiri.

Tabel 4. Nilai Risiko Sistematis atau *beta* CAPM (CML) Tahunan pada Reksadana Konvensional dan Syariah

Tahun	<i>Beta</i>	<i>p-value</i>	<i>F-sig</i>
Reksadana Syariah			
2017	0,6948	0,0000	0,0000
2018	0,8429	0,0000	0,0000
2019	0,8669	0,0000	0,0000
2020	0,9761	0,0000	0,0000
2021	0,8293	0,0000	0,0000
Reksadana Konvensional			
2017	0,9250	0,0000	0,0000
2018	1,0414	0,0000	0,0000
2019	1,0555	0,0000	0,0000
2020	1,2039	0,0000	0,0000
2021	0,9168	0,0000	0,0000

Sumber: Data Diolah (2022)

Sebagai tolak ukur dalam pemilihan atau pengambilan keputusan dalam melakukan investasi di reksadana jenis saham baik reksadana konvensional atau syariah, dapat dilihat dari risiko masing-masing reksadana tersebut. Untuk itu, penelitian ini menganalisis risiko reksadana konvensional dan syariah dengan menggunakan ukuran risiko yang berbeda. Tabel 4 di atas berisi hasil dari ketiga pengukuran risiko. Hasil analisis disajikan dalam tabel yang berbeda sesuai dengan masing-masing pengukuran risiko.

Berdasarkan tabel 4. di atas, menunjukkan bahwa pengukuran risiko menggunakan nilai *beta* CAPM atau risiko sistemik dari reksadana konvensional maupun reksadana syariah signifikan dalam mempengaruhi kualitas (kinerja) masing-masing reksadana. Di mana nilai *p-value* dari uji t dan uji F sama-sama signifikan atau lebih kecil dari nilai kritis ($0,0000 < 0,05$). Tabel ini juga menunjukkan bahwa rata-rata nilai eksposur risiko (*beta*) dari reksadana syariah lebih rendah pada seluruh periode penelitian. Sedangkan total nilai eksposur risiko reksadana konvensional lebih rendah pada tahun 2017 dan 2021. Namun, meskipun seluruh total risiko eksposur (nilai *beta*) dari kedua reksadana signifikan, nilai eksposur risiko dari reksadana syariah masih lebih kecil dibandingkan reksadana konvensional. Sehingga dapat dikatakan bahwa risiko total dari reksadana syariah lebih rendah dari reksadana konvensional. Selanjutnya tabel 5. menunjukkan nilai total risiko yang diukur menggunakan nilai *beta* dari *Market Timing Ability* pada kedua jenis reksadana.

Tabel 5. Nilai *Beta* dari *Market Timing Ability* Tahunan pada Reksadana Konvensional dan Syariah

Tahun	<i>Beta</i>	<i>p-value</i>	<i>F-sig</i>
Reksadana Syariah			
2017	4,3024	0,0049	0,0000
2018	-1,7874	0,0544	0,0000
2019	0,6516	0,5007	0,0000
2020	-1,3711	0,0030	0,0000
2021	3,7855	0,0000	0,0000
Reksadana Konvensional			
2017	5,9146	0,0000	0,0000
2018	3,1063	0,0005	0,0000
2019	1,2525	0,2599	0,0000
2020	0,5955	0,0117	0,0000
2021	-2,1540	0,2224	0,0000

Sumber: Data Diolah (2022)

Dari tabel tersebut dapat diketahui bahwa reksadana syariah memiliki nilai *beta* yang lebih kecil dibandingkan reksadana konvensional, kecuali pada tahun 2019 nilai *beta* reksadana syariah tidak signifikan ($0,5007 > 0,05$) dan pada tahun 2021 nilai *beta* reksadana konvensional lebih kecil daripada reksadana syariah. Sementara itu, reksadana konvensional menunjukkan nilai *beta* dari *Market Timing Ability* yang lebih kecil dari reksadana syariah pada tahun 2021 tetapi tidak signifikan secara statistik ($0,2224 > 0,05$). Perbedaan nilai risiko ini signifikan secara statistik kecuali pada tahun 2019 dan 2021.

Berbeda dengan tampilan hasil yang disajikan pada tabel sebelumnya, tabel 6. menggambarkan eksposur risiko yang diukur melalui nilai *downside risk* (*downside deviation*) dari kedua jenis reksadana yang dibandingkan dengan nilai standar deviasi (*upside deviation*). Jika dilihat berdasarkan produk, persentase nilai *beta downside* reksadana konvensional pada tabel 6. lebih rendah daripada reksadana syariah. Namun, secara keseluruhan terdapat perbedaan dari kedua jenis reksadana, yang menunjukkan bahwa nilai rata-rata *beta downside* lebih rendah pada reksadana syariah dibandingkan reksadana konvensional. Di samping itu, secara keseluruhan dapat diketahui bahwa nilai standar deviasi dari kedua jenis reksadana lebih kecil dibandingkan nilai *beta downside*-nya (*downside deviation*).

Tabel 6. Nilai Downside Risk dibandingkan Standar Deviasi pada Reksadana Konvensional dan Syariah

Produk	Standar Deviasi	Downside Deviasi
Reksadana Syariah		
Bni-Am Dana Saham Syariah Musahamah	16,87%	24,83%
Danareksa Syariah Saham	19,29%	25,76%
Hpam Syariah Ekuitas	24,82%	3,53%

Pasific Saham Syariah	20,71%	24,58%
Pratama Syariah	20,80%	27,80%
Simas Syariah Unggulan	19,81%	24,78
Bahana Icon Syariah	14,16%	23,81%
Total	19,49%	22,15%
Reksadana Konvensional		
Batavia Dana Saham	15,30%	23,06%
Ashmore Dana Ekuitas Nusantara	16,75%	24,28%
Ashmore Dana Progresif Nusantara	21,73%	25,86%
Mandiri Saham Atraktif	17,90%	24,84%
Manulife Dana Saham Utama	20,41%	25,51%
Schroder Dana Prestasi	13,63%	22,41%
Schroder Dana Prestasi Plus	13,46%	22,56%
Total	17,03%	24,56%

Sumber: Data Diolah (2022)

Secara keseluruhan dari hasil analisis pada tabel di atas, dapat dikatakan bahwa nilai total eksposur risiko reksadana syariah melalui pengukuran risiko sistematis (*beta CAPM*), *beta market timing ability*, dan *downside deviation* lebih rendah dibandingkan reksadana konvensional pada tahun 2017-2021. Dapat dipahami bahwa secara umum dari sisi risiko, reksadana syariah lebih kecil daripada reksadana konvensional yang diperkuat dengan analisis dari tiga pengukuran risiko. Rendahnya tingkat risiko yang ditawarkan oleh reksadana syariah jenis saham menjadi opsi bagi investor pemula jika menginginkan instrumen yang aman dengan tingkat pengembalian yang pasti. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa hipotesis penelitian dapat diterima. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Khawaja (2020), di mana ia menggunakan berbagai ukuran risiko dengan kesimpulan bahwa reksadana syariah memiliki eksposur risiko yang lebih rendah.

KESIMPULAN

Penelitian ini dilakukan untuk mengevaluasi reksadana konvensional dan reksadana syariah melalui analisis eksposur risiko untuk mengetahui reksadana apa yang memiliki eksposur risiko lebih rendah dan rendah. Analisis dilakukan dengan menggunakan tiga macam pengukuran risiko yang sering digunakan dalam penelitian sebelumnya. Sehingga kita dapat mengevaluasi risiko reksadana syariah dan konvensional tidak hanya dari satu pengukuran saja. Dengan berbagai pengukuran tersebut investor atau manajer investasi dapat menentukan keputusan berinvestasi dari sudut pandang yang luas.

Menurut hasil perhitungan dan regresi yang dilakukan, ditemukan bahwa reksadana syariah memiliki total eksposur risiko yang lebih rendah

dibandingkan dengan reksadana konvensional. Pengukuran risiko sistematis menggunakan *beta* CAPM ditemukan bahwa pada seluruh tahun penelitian yaitu 2017-2021, reksadana syariah memiliki total risiko yang lebih rendah dibandingkan reksadana konvensional. Pengukuran risiko menggunakan nilai *beta market timing ability* juga ditemukan hasil yang hampir sama. Di mana reksadana syariah memiliki risiko yang lebih rendah daripada reksadana konvensional, tetapi pada tahun 2019 nilai *beta market timing ability* tidak signifikan dan pada tahun 2021 nilai *beta*-nya lebih besar. Terakhir, pengukuran risiko menggunakan *downside deviation* juga ditemukan bahwa secara keseluruhan rata-rata nilai *beta downside* reksadana syariah lebih rendah dibandingkan reksadana konvensional.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdullah, F., Hassan, T., & Mohamad, S., (2007). Investigation of performance of Malaysian Islamic unit trust funds: comparison with conventional unit trust funds. *Manag. Financ.* 33 (2), 142-153. <http://dx.doi.org/10.1108/03074350710715854>
- Agussalim, M., Limakrisna, N., & Ali, H. (2017). Mutual funds performance: conventional and Sharia product. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(4), 150-156.
- Bahsoun, R., & Hakimi, A. (2020). Downside risk: is downside risk being priced in the US stock market?.
- Begum, N. N., & Rahman, S. (2016). An Analytical Study on Investors' Preference towards Mutual Fund Investment: A Study in Dhaka City, Bangladesh. *International Journal of Economics and Finance Vol. 8, No. 10*, 184-191.
- BI. Apa itu JIBOR (Jakarta Interbank Offered Rate).
- Cici, G., & Palacios, L. F. (2015). On the use of options by mutual funds: Do they know what they are doing? *Journal of Banking & Finance* 50, 157-168.
- Dicembrino, C., & Scandizzo, P. L. (2012). Can Portfolio Diversification increase Systemic Risk? Evidence from the U.S and European Mutual Funds Market. *CEIS Tor Vergata RESEARCH PAPER SERIES Vol. 10, Issue 8, No. 240*.
- Erdős, P., & Ormos, M. (2009). Return calculation methodology: Evidence from the Hungarian mutual fund industry. *Acta Oeconomica*, 59(4), 391-409.
- Estrada, J. (2006). Downside Risk in Practice. *Journal of Applied Corporate Finance Vol. 18 Number 1*, 117-125.
- Fama, E. F., & French, K.R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics, Vol. 33 No. 1*, 3-56.
- Guo, J., Ma, C., & Zhou, Z. (2012). Performance evaluation of investment funds with DEA and higher moments characteristics: financial engineering perspective. *Systems Engineering Procedia*, 3, 209-216.

- Hamzah, A., & Yohanes, A. (2014). Analisis Perbandingan Kinerja Reksa Dana Syariah dengan Reksa Dana Konvensional Jenis Saham pada Periode 2008 – 2012. *MIX: Jurnal Ilmiah Manajemen, Volume IV, No. 3*, 396 - 409.
- Hayat, R., & Kraeussl, R. (2011). Risk and return characteristics of Islamic equity funds. *Emerging Markets Review, Vol. 12 No. 2*, 189-203.
- Herlambang, A. (2020). The Performance Comparison in Indonesia: Conventional Mutual Funds vs Sharia Mutual Funds. *Journal of Business and Management Review, 1(5)*, 295-312.
- Hoepner, A. G., Rammal, H. G., & Rezec, M. (2011). Islamic mutual funds' financial performance and international investment style: evidence from 20 countries. *The European Journal of Finance Vol. 17, Nos. 9–10*, 829–850.
- Khawaja, F. N. (2020). Are Islamic mutual funds exposed to lower risk compared to their conventional counterparts"? Empirical evidence from Pakistan. *ISRA International Journal of Islamic Finance Vol. 12 No. 1*, 69-87.
- Mardadika, Y. P., Haris, Z. A., & Bakhrudin, B. (2021). Analisis Perbandingan Kinerja Reksadana Konvensional dengan Reksadana Syariah Berdasarkan Risk and Return. *Seminar Nasional Gabungan Bidang Sosial - Polinema. Vol. 3, No, 1*, 113-123.
- Matallin, J. C., & Nieto, L. (2002). Mutual funds as an alternative to direct stock investment: A cointegration approach. *Applied Financial Economics, 12(10)*, 743-750.
- Mulyawan, S. (2016). Kinerja reksa dana syariah dan beberapa faktor yang mempengaruhinya: studi di pasar modal Indonesia 2010-2013. *Ijtihad, Jurnal Wacana Hukum Islam dan Kemanusiaan Vol. 16, No. 2*, 218. doi:10.18326/ijtihad.v16i2.217-236
- Naveed, F., Khawaja, I., & Maroof, L. (2020). Are Islamic mutual funds exposed to lower risk compared to their conventional counterparts? Empirical evidence from Pakistan. *ISRA International Journal of Islamic Finance, 12(1)*, 69-87.
- Pangestuti, I. R. D., Wahyudi, S., & Robiyanto, R. (2017). Performance evaluation of equity mutual funds in Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan, 21(4)*, 527-542.
- Paramita, V. S., Sembiring, F. M., & Safitri, D. (2018). Measuring selectivity and market timing performance of mutual funds in Indonesia using single and dual beta models. *KnE Social Sciences*.
- Putra, J., & Fauzie, S. (2015). Analisis Perbandingan Kinerja Reksadana Konvensional Dengan Reksadana Syariah Di Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Keuangan, 2(5)*.
- Putri, S. D. (2021). Analisis Perbandingan Risk dan Return Reksadana Syariah Jenis Saham Berdasarkan Metode Sharpe, Treynor, dan Jensen (Studi Kasus Perusahaan Terbuka Yang Tercatat Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2016-2019). *Jurnal AKRAB JUARA, Vol. 6 No. 3*, 72-87.
- Raj, M., Forsyth, M., & Tomini, O. (2003). Fund Performance in a Downside Context. *Journal of Investing, 12(2)*.

- Rapini, T., Farida, U., & Putro, R. L. (2021). Eksistensi Kinerja Reksadana Syariah Pada Era New Normal. *Jurnal Tabarru': Islamic Banking and Finance*, 4(2), 356-368.
- Rodriguez, J. (2015), Are micro-cap mutual funds indeed riskier?, *Review of Accounting and Finance*, Vol. 14 No. 4, 352-362. <https://doi.org/10.1108/RAF-03-2015-0045>
- Suryadi, S., Endri, E., & Yasid, M. (2021). Risk and return of islamic and conventional indices on the Indonesia Stock Exchange. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 23-30.
- Tchamyou, V. S., Asongu, S. A., & Nwachukwu, J. C. (2018). Effects of asymmetric information on market timing in the mutual fund industry. *International Journal of Managerial Finance*.
- Treynor, J., & Mazuy K. (1966). Can mutual funds outguess the market? *Harvard Business Review*, *European Journal of Operational Research*, Vol. 233 No. 3, 613-624.