

ANALISIS PERBEDAAN KINERJA REKSADANA KONVENSIONAL DAN REKSADANA SYARIAH

Oleh:

Jahroni

Universitas Sunan Giri Surabaya

Didit Darmawan

Universitas Mayjen Sungkono Mojokerto

ABSTRACT

Comparing the performance of conventional and Sharia mutual funds requires an understanding of the appropriate measurement methods and the factors that influence results. The Sharpe ratio, Treynor ratio, and Jensen alpha are three key metrics, each with its own strengths and limitations. Sharia screening narrows the investment universe but eliminates highly leveraged stocks. Differences in benchmarks between conventional and Sharia indices represent the most critical methodological issue in the comparison. Additional costs for Sharia certification increase the expense ratio of Sharia mutual funds. Performance differences depend on the phase of the business cycle, as Sharia mutual funds are more resilient during crises. Regulatory differences across countries add to the complexity of cross-country comparisons. Investors need to consider all factors simultaneously and use a long evaluation period. Regulators need to improve reporting transparency and standardize measurement methods.

Keywords: conventional mutual funds, sharia mutual funds, sharpe ratio, treynor ratio, jensen alpha.

PENDAHULUAN

Reksadana merupakan instrumen investasi kolektif yang memungkinkan investor dengan modal terbatas untuk mengakses portofolio yang terdiversifikasi secara profesional. Konsep dasar reksadana melibatkan pengumpulan dana dari banyak investor yang kemudian dikelola oleh manajer investasi untuk dialokasikan ke dalam berbagai instrumen keuangan seperti saham, obligasi, dan instrumen pasar uang. Dalam perkembangan industri keuangan global, reksadana terbagi menjadi dua kategori utama berdasarkan prinsip operasionalnya yaitu reksadana konvensional dan reksadana syariah. Reksadana konvensional beroperasi berdasarkan sistem bunga dan bebas berinvestasi pada seluruh instrumen yang tersedia di pasar modal. Sementara reksadana syariah beroperasi berdasarkan prinsip bagi hasil dan menghindari riba, gharar, serta maysir sesuai dengan ketentuan hukum Islam. El Hawary et al. (2007) menjelaskan bahwa industri keuangan syariah termasuk reksadana

tumbuh pesat seiring dengan meningkatnya permintaan investor akan produk investasi yang sesuai dengan keyakinan agama. Perbedaan fundamental dalam filosofi investasi ini berpotensi menciptakan perbedaan kinerja antara kedua jenis reksadana tersebut karena keterbatasan pilihan investasi pada reksadana syariah dapat mempengaruhi kemampuan diversifikasi portofolio.

Pengukuran kinerja reksadana telah menjadi subjek penelitian yang ekstensif dalam literatur keuangan modern dengan berbagai metode yang dikembangkan untuk tujuan perbandingan. Sharpe (1966) memperkenalkan rasio yang mengukur excess return per unit risiko total yang diukur dengan standar deviasi return portofolio. Metode ini mengasumsikan bahwa investor rasional akan memilih portofolio dengan Sharpe ratio tertinggi karena menawarkan kompensasi risiko terbaik. Treynor (1965) menggunakan pendekatan berbeda dengan membandingkan excess return dengan risiko sistematis atau beta portofolio yang mengukur sensitivitas terhadap pergerakan pasar secara keseluruhan. Jensen (1968) kemudian mengembangkan alpha yang mengukur selisih antara return aktual reksadana dengan return yang diharapkan berdasarkan Capital Asset Pricing Model. Alpha positif menunjukkan bahwa manajer investasi berhasil menghasilkan return di atas kompensasi risiko sistematis yang ditanggung. Bodie et al. (2014) dalam buku teks standar manajemen portofolio menjelaskan bahwa ketiga metode pengukuran ini saling melengkapi dan memberikan perspektif berbeda tentang kinerja reksadana. Pemahaman tentang metode pengukuran ini menjadi sangat penting ketika membandingkan kinerja reksadana konvensional dan syariah karena kedua jenis reksadana menghadapi benchmark dan batasan investasi yang berbeda.

Perbedaan fundamental antara reksadana konvensional dan syariah terletak pada proses screening atau penyaringan saham yang dilakukan oleh reksadana syariah sebelum memasukkan suatu saham ke dalam portofolionya. Screening ini meliputi dua tahap yaitu screening kualitatif untuk menghilangkan perusahaan yang bergerak di bidang haram seperti perjudian, alkohol, dan produk turunan babi. Tahap kedua adalah screening kuantitatif untuk memastikan bahwa pendapatan non halal perusahaan tidak melebihi batas maksimum yang ditentukan oleh Dewan Syariah Nasional. Krichene (2013) menjelaskan bahwa screening ini secara signifikan mengurangi alam semesta investasi yang tersedia bagi reksadana syariah dibandingkan dengan reksadana konvensional. Pengurangan pilihan investasi ini dapat berdampak pada kemampuan diversifikasi karena portofolio syariah terkonsentrasi pada sektor sektor tertentu yang lolos screening seperti perdagangan, properti, dan manufaktur non alkohol. Screening juga dapat mengeliminasi perusahaan perusahaan dengan leverage tinggi yang memiliki risiko kebangkrutan lebih besar. Dengan demikian, reksadana syariah secara implisit menerapkan filter risiko melalui screening ini yang berpotensi menghasilkan portofolio dengan volatilitas lebih rendah. Namun pengurangan alam semesta investasi juga berarti reksadana syariah mungkin kehilangan kesempatan untuk berinvestasi

pada saham saham berkinerja tinggi dari sektor perbankan konvensional dan perusahaan yang bergerak di bidang hiburan (Sinambela & Darmawan, 2011).

Permasalahan utama yang dihadapi untuk membandingkan kinerja reksadana konvensional dan syariah adalah perbedaan benchmark atau acuan pasar yang seharusnya digunakan untuk masing masing jenis reksadana. Reksadana konvensional secara umum menggunakan indeks pasar yang mencakup seluruh saham seperti S&P 500 di Amerika Serikat atau IHSG di Indonesia. Sementara reksadana syariah menggunakan indeks syariah yang hanya mencakup saham saham yang memenuhi kriteria syariah seperti Dow Jones Islamic Market Index atau Jakarta Islamic Index. El Hawary et al. (2007) mencatat bahwa kedua indeks ini memiliki komposisi dan karakteristik yang berbeda karena indeks syariah merupakan sub himpunan dari indeks konvensional namun dengan bobot sektor yang berbeda. Perbedaan benchmark ini menyulitkan perbandingan langsung karena kinerja reksadana sangat tergantung pada pergerakan indeks acuannya. Jika indeks syariah berkinerja lebih baik dari indeks konvensional pada periode tertentu, reksadana syariah akan tampak lebih unggul meskipun manajer investasi tidak memiliki kemampuan seleksi saham yang lebih baik. Sebaliknya jika indeks konvensional mengungguli indeks syariah, reksadana konvensional akan tampak lebih baik. Bodie et al. (2014) menekankan bahwa dalam evaluasi kinerja reksadana, pemilihan benchmark yang tepat merupakan keputusan kritis yang mempengaruhi kesimpulan akhir. Penggunaan acuan pasar yang sesuai akan membantu menghasilkan penilaian kinerja yang lebih akurat sehingga investor dapat memahami tingkat keuntungan dan keberlanjutan investasi secara lebih objektif (Lestari & Mahmudah, 2017). Investor perlu menyadari bahwa perbedaan kinerja dapat disebabkan oleh perbedaan pasar acuan, bukan karena kemampuan manajer investasi untuk memilih saham.

Permasalahan berikutnya berhubungan dengan perbedaan usia dan skala operasional antara reksadana konvensional dan syariah di banyak negara termasuk Indonesia. Industri reksadana konvensional telah berkembang sejak beberapa dekade sebelumnya sementara reksadana syariah merupakan fenomena yang relatif baru yang mulai populer setelah tahun 2000an. Akibatnya, reksadana syariah secara rata rata memiliki usia yang lebih muda dan dana kelolaan yang lebih kecil dibandingkan reksadana konvensional. El Hawary et al. (2007) menjelaskan bahwa reksadana yang lebih muda mungkin belum memiliki track record yang cukup untuk menilai konsistensi kinerja manajer investasinya. Reksadana dengan dana kelolaan kecil juga menghadapi beban biaya tetap per unit yang lebih tinggi karena biaya operasional seperti administrasi dan kustodian tidak berubah secara proporsional dengan ukuran dana. Biaya yang lebih tinggi ini akan mengurangi return bersih yang diterima oleh investor meskipun return kotor sebelum biaya mungkin setara. Krichene (2013) menambahkan bahwa keterbatasan jumlah reksadana syariah juga membatasi pilihan bagi investor yang ingin melakukan diversifikasi antar manajer investasi. Investor syariah mungkin terpaksa menginvestasikan seluruh dananya pada

satu atau dua reksadana syariah yang tersedia, meningkatkan risiko spesifik yang tidak terdiversifikasi. Sementara investor konvensional memiliki puluhan bahkan ratusan pilihan reksadana dari berbagai manajer investasi yang berbeda. Keterbatasan pilihan ini merupakan kelemahan struktural industri reksadana syariah yang akan teratasi seiring dengan pertumbuhan industri itu sendiri (Gunawan et al., 2012).

Investor syariah yang memiliki keterbatasan pilihan pada produk syariah mungkin kehilangan peluang pengembalian yang lebih tinggi pada periode tertentu jika reksadana konvensional berkinerja lebih baik. Sebaliknya investor konvensional yang tidak memiliki preferensi agama mungkin melewatkan manfaat diversifikasi dengan memasukkan reksadana syariah yang terbukti memiliki korelasi rendah dengan reksadana konvensional. El Hawary et al. (2007) menekankan bahwa kehadiran reksadana syariah memperkaya pilihan investasi dan memungkinkan investor untuk membangun portofolio yang lebih terdiversifikasi secara global. Reksadana syariah juga dapat berfungsi sebagai lindung nilai terhadap risiko suku bunga karena portofolionya tidak mengandung instrumen utang berbasis bunga. Suku bunga menjadi variabel kunci yang mempengaruhi keputusan investor mengakses investasi reksadana (Sinambela & Mauliyah, 2017). Krichene (2013) menambahkan bahwa dalam periode krisis keuangan global, reksadana syariah terbukti lebih tahan terhadap guncangan karena karakteristik fundamental perusahaan yang lolos screening seperti rasio utang yang rendah. Investor yang mengabaikan reksadana syariah mungkin melewatkan manfaat perlindungan terhadap risiko sistemik ini (Darmawan, 2013b). Namun reksadana syariah juga memiliki kelemahan berupa likuiditas yang lebih rendah karena jumlah saham yang diperdagangkan di pasar lebih terbatas. Dalam persaingan pasar investasi yang semakin ketat, investor menjadi lebih selektif dan berhati-hati dalam memilih instrumen investasi dengan mempertimbangkan tingkat keuntungan, risiko, likuiditas, serta kesesuaian dengan nilai pribadi mereka (Ernawati, 2011). Keputusan investasi yang optimal harus mempertimbangkan trade off antara potensi keuntungan, risiko, likuiditas, dan kesesuaian dengan nilai-nilai personal investor.

Tujuan penulisan studi ini adalah menguraikan secara teoretis perbandingan kinerja reksadana konvensional dan syariah serta faktor-faktor yang mempengaruhi perbandingan tersebut. Pencapaian tujuan ini diharapkan memberikan kontribusi bagi pengayaan literatur manajemen investasi dan keuangan Islam. Secara praktis, kerangka konseptual yang dihasilkan dapat menjadi panduan bagi investor untuk memilih jenis reksadana yang sesuai dengan preferensi dan profil risiko mereka.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan studi kepustakaan kualitatif yang bertujuan untuk mengeksplorasi perbandingan kinerja antara reksadana konvensional dan reksadana syariah. Pendekatan kualitatif dipilih karena permasalahan yang

diteliti bersifat multidimensi dan memerlukan pemahaman yang mendalam tentang berbagai metode pengukuran kinerja serta faktor kontekstual yang mempengaruhi hasil perbandingan. Creswell (2009) menjelaskan bahwa penelitian kualitatif sangat sesuai untuk menggali fenomena keuangan yang kompleks seperti perbandingan kinerja investasi yang hasilnya seringkali beragam. Sumber data utama berasal dari buku teks manajemen investasi dan keuangan syariah.

Analisis data dalam penelitian ini menggunakan metode analisis isi kualitatif seperti yang dikembangkan oleh Krippendorff (2004). Proses analisis dimulai dengan membaca seluruh bahan pustaka secara saksama untuk menangkap argumen kunci dari setiap penulis. Selanjutnya adalah pengorganisasian bahan ke dalam kategori tematik yang mencerminkan berbagai aspek perbandingan kinerja reksadana. Kategori pertama berisi konsep tentang teori portofolio modern dan Capital Asset Pricing Model yang menjadi dasar pengukuran kinerja. Kategori kedua mengelompokkan berbagai metode pengukuran kinerja yang dikembangkan oleh Sharpe, Treynor, dan Jensen. Kategori ketiga menghimpun literatur tentang karakteristik reksadana syariah dan proses screening investasi. Kategori keempat mengorganisasikan bahan tentang perbedaan benchmark dan implikasinya bagi perbandingan kinerja. Setelah kategorisasi selesai, dilakukan pembacaan ulang untuk menemukan pola hubungan antar konsep konsep tersebut. Pola yang teridentifikasi kemudian dibandingkan antar penulis untuk menilai konsistensi dan titik temu argumen. Proses triangulasi ini penting untuk memastikan kesimpulan tidak bias oleh sudut pandang satu penulis saja. Tahap terakhir adalah sintesis di mana berbagai pola hubungan diintegrasikan menjadi kerangka konseptual tentang perbandingan kinerja reksadana konvensional dan syariah. Validitas temuan dijaga melalui audit jejak yang mendokumentasikan setiap langkah analisis secara sistematis.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Capital Asset Pricing Model yang dikembangkan oleh Sharpe (1964) dan Lintner (1965) menjadi fondasi teoretis bagi pengukuran kinerja reksadana modern. Model ini menjelaskan bahwa return yang diharapkan dari suatu aset atau portofolio merupakan fungsi dari return bebas risiko ditambah premi risiko yang sebanding dengan beta aset tersebut. Beta mengukur sensitivitas return aset terhadap return pasar secara keseluruhan, yang merupakan risiko sistematis yang tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi. Dalam lingkup evaluasi kinerja reksadana, CAPM menyediakan benchmark untuk menilai apakah manajer investasi berhasil menghasilkan return di atas kompensasi risiko sistematis yang ditanggung. Bodie et al. (2014) menjelaskan bahwa CAPM mengasumsikan bahwa semua investor dapat meminjam dan meminjamkan pada tingkat bebas risiko, memiliki ekspektasi homogen, dan pasar dalam kondisi ekuilibrium. Meskipun asumsi asumsi ini tidak sepenuhnya realistis,

CAPM tetap menjadi model acuan utama dalam evaluasi kinerja karena kesederhanaan dan kemudahan implementasinya. Elton et al. (2014) dalam buku teks mereka tentang manajemen portofolio modern mengkonfirmasi bahwa meskipun terdapat berbagai kritik, CAPM masih menjadi fondasi bagi model model yang lebih canggih.

Pengukuran kinerja reksadana dengan metode Sharpe ratio, Treynor ratio, dan Jensen alpha masing masing memiliki keunggulan dan keterbatasan yang perlu dipahami oleh pengguna. Sharpe (1966) mengembangkan rasio yang mengukur excess return per unit total risiko yang diukur dengan standar deviasi return portofolio. Rasio ini cocok untuk mengevaluasi kinerja reksadana secara keseluruhan terutama bagi investor yang tidak memiliki diversifikasi luar yang signifikan. Treynor (1965) menggunakan pendekatan berbeda dengan menggunakan beta atau risiko sistematis sebagai denominator, karena ia berargumen bahwa risiko spesifik dapat dihilangkan melalui diversifikasi. Bagi investor yang memegang portofolio terdiversifikasi dengan baik, Treynor ratio lebih relevan karena hanya risiko sistematis yang tidak dapat dihilangkan. Jensen (1968) mengembangkan alpha yang mengukur selisih antara return aktual reksadana dengan return yang diharapkan berdasarkan garis pasar sekuritas. Alpha positif menunjukkan bahwa manajer investasi memiliki kemampuan superior untuk memilih saham atau timing pasar. Bodie et al. (2014) menekankan bahwa ketiga ukuran ini saling melengkapi dan sebaiknya digunakan bersama sama untuk mendapatkan gambaran lengkap tentang kinerja reksadana. Reksadana dengan Sharpe ratio tinggi namun Jensen alpha rendah mungkin mengindikasikan bahwa kinerja baik disebabkan oleh keberuntungan bukan keterampilan.

Reksadana syariah memiliki karakteristik unik yang membedakannya dari reksadana konvensional dalam hal proses pembentukan portofolio dan pengelolaan risiko. El Hawary et al. (2007) menjelaskan bahwa reksadana syariah wajib mematuhi prinsip prinsip syariah yang melarang investasi pada perusahaan yang terlibat dalam riba, maysir, gharar, serta sektor sektor haram seperti perjudian dan alkohol. Proses screening ini secara otomatis mengeliminasi seluruh saham perbankan konvensional, perusahaan asuransi konvensional, dan perusahaan yang memproduksi alkohol atau produk babi. Krichene (2013) menambahkan bahwa screening juga mencakup batasan rasio keuangan seperti rasio utang terhadap aset dan rasio pendapatan non halal yang tidak boleh melebihi batas tertentu yang ditetapkan. Akibat screening ini, alam semesta investasi reksadana syariah menjadi lebih kecil dan terkonsentrasi pada sektor sektor tertentu seperti perdagangan, properti, manufaktur non alkohol, dan teknologi informasi. Di satu sisi, konsentrasi ini meningkatkan risiko spesifik sektor karena portofolio kurang terdiversifikasi antar sektor ekonomi (Khasanah et al., 2010). Di sisi lain, screening mengeliminasi perusahaan dengan leverage tinggi yang memiliki risiko kebangkrutan lebih besar, sehingga risiko sistematis portofolio syariah mungkin lebih rendah.

Perbedaan benchmark yang digunakan untuk mengevaluasi kinerja reksadana konvensional dan syariah merupakan isu metodologis yang paling signifikan dalam perbandingan kedua jenis reksadana. Karena hampir semua reksadana dikelola secara aktif, ada minat untuk mengevaluasi kinerja reksa dana tersebut dibandingkan dengan tolok ukur yang lebih pasif (Hartzell et al., 2010). Reksadana konvensional biasanya dibandingkan dengan indeks pasar yang luas seperti S&P 500, FTSE 100, atau IHSG yang mencakup seluruh saham di bursa efek. Reksadana syariah seharusnya dibandingkan dengan indeks syariah seperti Dow Jones Islamic Market Index, FTSE Syariah Index, atau Jakarta Islamic Index yang hanya mencakup saham-saham yang lolos screening. Elton et al. (2014) menekankan bahwa penggunaan benchmark yang tidak tepat dapat menyebabkan kesalahan evaluasi kinerja yang signifikan. Jika reksadana syariah dibandingkan dengan indeks konvensional, akan muncul bias karena indeks konvensional mengandung saham-saham yang tidak dapat dimasuki reksadana syariah. Sebaliknya jika reksadana konvensional dibandingkan dengan indeks syariah, indeks syariah kehilangan saham-saham perbankan dan hiburan yang menjadi pilihan investasi reksadana konvensional. Bodie et al. (2014) merekomendasikan penggunaan multi index model untuk mengevaluasi kinerja reksadana yang memiliki batasan investasi. Model ini memasukkan beberapa indeks yang mewakili berbagai segmen pasar sehingga kinerja reksadana dapat dievaluasi relatif terhadap pilihan investasi yang tersedia bagi mereka.

Efisiensi pasar modal syariah relatif terhadap pasar konvensional juga mempengaruhi perbandingan kinerja reksadana kedua jenis tersebut. Dalam pasar yang efisien, harga saham mencerminkan semua informasi yang tersedia sehingga sulit bagi manajer investasi untuk secara konsisten menghasilkan alpha positif. Krichene (2013) berargumen bahwa pasar syariah mungkin lebih efisien dibandingkan pasar konvensional karena saham syariah memiliki likuiditas yang lebih rendah. Likuiditas yang lebih rendah berarti informasi tidak segera tercermin dalam harga, menciptakan peluang bagi manajer investasi yang melakukan riset mendalam untuk memperoleh keunggulan (Darmawan, 2017). Keterlambatan informasi dalam pasar modal dapat menyebabkan manajer investasi kehilangan peluang untuk merespons perubahan harga dan mengantisipasi risiko secara tepat waktu, terutama dalam kondisi pasar yang bergerak cepat (Sinambela & Mauliyah, 2016). Di sisi lain, jumlah analisis yang meliputi saham syariah juga lebih sedikit dibandingkan saham konvensional, sehingga peluang mispricing mungkin lebih besar. Namun keuntungan potensial ini harus dibandingkan dengan biaya likuiditas yang lebih tinggi dan pilihan investasi yang lebih terbatas. El Hawary et al. (2007) mencatat bahwa penelitian empiris tentang efisiensi pasar syariah masih terbatas dan hasilnya belum konklusif. Beberapa studi menemukan bahwa pasar syariah memiliki efisiensi bentuk lemah yang sama dengan pasar konvensional, sementara studi lain menemukan perbedaan yang signifikan.

Perbedaan temuan ini mencerminkan bahwa efisiensi pasar sangat tergantung pada karakteristik spesifik masing masing negara dan periode waktu.

Faktor biaya juga mempengaruhi perbandingan kinerja antara reksadana konvensional dan syariah terutama dalam hal beban operasional yang berbeda. Elton et al. (2014) menjelaskan bahwa biaya reksadana terdiri dari biaya manajemen, biaya administrasi, biaya kustodian, dan biaya transaksi yang semuanya mengurangi return bersih investor. Reksadana syariah menghadapi biaya tambahan untuk melakukan screening syariah secara berkala dan mendapatkan sertifikasi dari Dewan Syariah. Biaya tambahan ini biasanya dibebankan kepada investor dalam bentuk expense ratio yang lebih tinggi dibandingkan reksadana konvensional sejenis. Namun di sisi lain, reksadana syariah mungkin memiliki tingkat perputaran portofolio atau turnover yang lebih rendah karena alam semesta investasi yang lebih kecil. Perputaran portofolio yang rendah berarti biaya transaksi yang lebih rendah dan efisiensi pajak yang lebih baik. Bodie et al. (2014) menekankan bahwa investor harus membandingkan return bersih setelah semua biaya, bukan return kotor sebelum biaya. Reksadana dengan expense ratio lebih tinggi tetapi menghasilkan return kotor yang jauh lebih tinggi mungkin masih memberikan return bersih yang kompetitif. Sebaliknya reksadana dengan expense ratio rendah tetapi return kotor juga rendah mungkin tidak menarik. Evaluasi biaya harus dilakukan secara simultan dengan evaluasi return dan risiko untuk mendapatkan gambaran yang adil.

Perbedaan siklus bisnis dan kondisi makroekonomi dapat mempengaruhi perbandingan kinerja reksadana konvensional dan syariah secara material. Selama periode ekspansi ekonomi ketika suku bunga rendah dan kredit mudah, saham saham perbankan dan perusahaan dengan leverage tinggi cenderung berkinerja baik (Darmawan, 2013a). Sektor sektor ini tidak tersedia bagi reksadana syariah karena adanya larangan riba dan batasan rasio utang. Akibatnya, reksadana syariah mungkin underperform terhadap reksadana konvensional selama periode ekspansi kredit. Sebaliknya selama periode kontraksi ekonomi atau krisis keuangan, perusahaan dengan leverage tinggi dan sektor perbankan mengalami tekanan yang lebih besar. Krichene (2013) mencatat bahwa saham syariah yang bebas dari riba dan memiliki rasio utang rendah cenderung lebih tahan terhadap guncangan ekonomi. Bukti empiris dari krisis keuangan global 2008 menunjukkan bahwa indeks syariah mengalami penurunan yang lebih kecil dibandingkan indeks konvensional di banyak negara. El Hawary et al. (2007) menjelaskan bahwa karakteristik syariah yang melarang spekulasi dan transaksi utang berbunga secara implisit menerapkan manajemen risiko yang konservatif. Pada masa krisis ekonomi, investor cenderung lebih berhati hati terhadap reksadana yang memiliki eksposur risiko pasar tinggi (Salganik-Shoshan, 2017). Namun, investor perlu menyadari bahwa perbandingan kinerja yang dilakukan pada periode tertentu mungkin tidak berlaku untuk periode lainnya. Perbandingan jangka panjang

yang mencakup berbagai fase siklus bisnis lebih informatif untuk menilai kinerja relatif secara keseluruhan (Darmawan, 2011).

Perbedaan regulasi antara pasar konvensional dan pasar syariah di berbagai negara juga mempengaruhi perbandingan kinerja reksadana. Di negara seperti Malaysia dan Indonesia, otoritas pasar modal memiliki kerangka regulasi khusus untuk produk keuangan syariah yang terpisah dari produk konvensional. Regulasi ini mencakup persyaratan screening, kewajiban memiliki dewan pengawas syariah, dan standar pelaporan yang berbeda. El Hawary et al. (2007) mencatat bahwa regulasi yang lebih ketat dapat meningkatkan biaya kepatuhan bagi reksadana syariah, mengurangi return bersih investor. Namun di sisi lain, regulasi yang lebih ketat juga memberikan perlindungan yang lebih besar bagi investor dan meningkatkan kepercayaan terhadap produk syariah. Di negara seperti Inggris dan Amerika Serikat yang memiliki populasi Muslim minoritas, regulasi untuk reksadana syariah belum sekomprensif di negara mayoritas Muslim. Krichene (2013) menjelaskan bahwa reksadana syariah di negara Barat sering beroperasi dalam kerangka regulasi konvensional dengan tambahan self regulation untuk aspek syariah. Kurangnya pengawasan independen terhadap kepatuhan syariah dapat menimbulkan risiko reputasi jika terjadi pelanggaran. Perbedaan lingkungan regulasi ini membuat perbandingan kinerja lintas negara menjadi sangat kompleks karena faktor regulasi bercampur dengan faktor pasar dan makroekonomi. Investor internasional yang ingin mendiversifikasi portofolio syariah mereka perlu mempertimbangkan perbedaan regulasi ini sebagai salah satu faktor keputusan.

PENUTUP

Perbandingan kinerja antara reksadana konvensional dan reksadana syariah memerlukan pemahaman yang mendalam tentang metode pengukuran yang tepat dan faktor faktor yang mempengaruhi hasil perbandingan. Sharpe ratio, Treynor ratio, dan Jensen alpha merupakan tiga ukuran kinerja yang paling umum digunakan dengan masing masing memiliki keunggulan dan keterbatasan. Perbedaan fundamental antara reksadana konvensional dan syariah terletak pada proses screening yang membatasi alam semesta investasi reksadana syariah. Keterbatasan pilihan investasi ini berpotensi mempengaruhi kemampuan diversifikasi namun juga dapat mengurangi eksposur terhadap saham dengan leverage tinggi. Perbedaan benchmark yang digunakan untuk mengevaluasi kinerja merupakan isu metodologis paling kritis karena indeks konvensional dan indeks syariah memiliki komposisi yang berbeda. Faktor biaya tambahan untuk screening dan sertifikasi syariah dapat meningkatkan expense ratio reksadana syariah dibandingkan konvensional. Perbedaan kinerja juga sangat tergantung pada fase siklus bisnis karena reksadana syariah cenderung lebih tahan dalam krisis namun mungkin underperform dalam ekspansi kredit. Perbedaan regulasi antar negara

menambah kompleksitas perbandingan lintas negara karena setiap negara memiliki kerangka aturan yang berbeda. Investor yang ingin membandingkan kinerja kedua jenis reksadana harus mempertimbangkan semua faktor ini secara simultan.

Implikasi teoretis dari studi ini adalah perlunya pengembangan model evaluasi kinerja yang memperhitungkan batasan investasi yang melekat pada reksadana syariah. Peneliti selanjutnya dapat mengembangkan conditional performance evaluation model yang menyesuaikan benchmark dengan alam semesta investasi yang tersedia. Bagi investor praktis, rekomendasi utama adalah tidak hanya berfokus pada return nominal tetapi mempertimbangkan risiko yang ditanggung serta biaya yang dikeluarkan. Gunakan ketiga ukuran kinerja Sharpe, Treynor, dan Jensen secara bersama sama karena masing masing memberikan perspektif yang berbeda. Perhatikan periode evaluasi yang cukup panjang minimal lima tahun untuk menetralkan efek siklus bisnis jangka pendek. Bandingkan reksadana syariah dengan indeks syariah yang tepat, bukan dengan indeks konvensional yang mengandung saham yang tidak dapat dimasuki reksadana syariah. Evaluasi expense ratio dan bandingkan dengan rata rata industri untuk menilai apakah biaya tambahan untuk screening syariah sebanding dengan manfaat yang diperoleh. Perhatikan juga ukuran dana kelolaan karena reksadana dengan dana kecil mungkin menghadapi biaya tetap yang lebih tinggi per unit investasi. Bagi regulator, rekomendasi untuk meningkatkan transparansi pelaporan kinerja reksadana termasuk pengungkapan benchmark yang digunakan. Standarisasi metode pengukuran kinerja lintas perusahaan akan memudahkan investor melakukan perbandingan yang fair.

DAFTAR PUSTAKA

- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2014). *Investments* (10th ed.). McGraw Hill.
- Creswell, J. W. (2009). *Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches* (3rd ed.). Sage Publications.
- Darmawan, A. (2013a). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal serta pengaruhnya terhadap kinerja modal sendiri pada perusahaan jasa di bursa efek Indonesia. *Kajian Ilmiah Mahasiswa Manajemen*, 2(3).
- Darmawan, D. (2011). Mekanisme liquidity trap dan kegagalan kebijakan moneter konvensional setelah krisis global. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 1(1), 73-84.
- Darmawan, D. (2013). *Prinsip-prinsip perilaku organisasi*. Pena Semesta – PT. JePe Press Media Utama, Surabaya.
- Darmawan, D. (2017). *Manajemen Ritel*. Revka Prima Media, Surabaya.
- Darmawan, D., & Mardikaningsih, R. (2012). Pengukuran Kinerja Organisasi Melalui Key Performance Indicators yang Efektif. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 2(2), 59-72.

- Darmawan, D., Mardikaningsih, R., & Putra, A. R. (2013). Proses integrasi fungsi SDM dengan fungsi pemasaran, produksi, dan keuangan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 3(1), 32–42.
- El Hawary, D., Grais, W., & Iqbal, Z. (2007). *Islamic finance: The regulatory challenge*. John Wiley & Sons.
- Elton, E. J., Gruber, M. J., Brown, S. J., & Goetzmann, W. N. (2014). *Modern portfolio theory and investment analysis* (9th ed.). John Wiley & Sons.
- Ernawati, E. (2011). Pengaruh harga dan ekuitas merek terhadap keputusan pembelian handphone merk Blackberry di Kota Surabaya. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 1(1), 48-56.
- Gunawan, A., Yuliana, Y., Darmawan, D., & Arum, S. (2012). *Manajemen terapan dan bisnis*. Spektrum Nusa Press, Jakarta.
- Hariani, M., & Mardikaningsih, R. (2018). Dinamika Kerentanan dan Keterbukaan dalam Pengambilan Keputusan Partisipatif. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 8(1), 69–82.
- Hartzell, J. C., Mühlhofer, T., & Titman, S. D. (2010). Alternative benchmarks for evaluating mutual fund performance. *Real Estate Economics*, 38(1), 121-154.
- Irfan, M., Darmawan, D., & Arifin, S. (2014). Proses Penataan Ulang Fungsi SDM Seiring Perubahan Strategi Korporasi. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 4(1), 63–74.
- Jahroni, J. & Darmawan, D. (2018). Interaksi Pasar Barang dan Pasar Uang Serta Implikasi Kebijakan Makroekonomi. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 8(2), 31–42.
- Jensen, M. C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945 - 1964. *Journal of Finance*, 23(2), 389-416.
- Khasanah, H., Arum, S., & Darmawan, D. (2010). *Pengantar manajemen bisnis*. Spektrum Nusa Press.
- Krichene, N. (2013). *Islamic capital markets: Theory and practice*. John Wiley & Sons.
- Krippendorff, K. (2004). *Content analysis: An introduction to its methodology* (2nd ed.). Sage Publications.
- Lestari, U. P., & Mahmudah, N. (2017). Analisis perbandingan kinerja perusahaan prospector dan defender dengan alat ukur rasio keuangan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia (BEI). *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 7(2), 8-19.
- Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13-37.
- Mardikaningsih, R. (2015). Perempuan dan Kemandirian Ekonomi Melalui Kegiatan Wirausaha. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 5(2), 61–72.

- Mardikaningsih, R., & Darmawan, D. (2011). Pengaruh representativeness, availability, dan anchoring terhadap keputusan investasi. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 1(2), 61-75.
- Mardikaningsih, R., & Darmawan, D. (2014). Strategi Kognitif Wirausahawan untuk Menghadapi Ketidakpastian Radikal. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 4(2), 63-74.
- Mardikaningsih, R., & Darmawan, D. (2016). Strategi Pengembangan Kompetensi Inti untuk Keunggulan Bersaing. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 6(1), 35-48.
- Mardikaningsih, R., & Hariani, M. (2015). Implementasi Pengendalian Kualitas pada Usaha Mikro Kecil dan Menengah Modern dengan Sumber Daya Terbatas. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 5(1), 41-52.
- Putra, A. R., Arifin, S., & Darmawan, D. (2017). Total Quality Management dalam Membangun Kualitas dan Kemampuan Keberlanjutan Perusahaan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 7(1), 57-73.
- Salganik-Shoshan, G. (2017). Business cycle and investment flows of retail and institutional mutual funds. *International Journal of Managerial Finance*, 13(5), 498-520.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Sharpe, W. F. (1966). Mutual fund performance. *Journal of Business*, 39(1), 119-138.
- Sinambela, E. A., & Aprilianti, E. T. (2013). Value based pricing sebagai pendekatan optimal dalam penentuan harga. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 3(1), 43-54.
- Sinambela, E. A., & Darmawan, D. (2011). Analisis dampak penerapan sistem informasi akuntansi terhadap kualitas laporan keuangan melalui sistem pengendalian internal sebagai variabel intervening. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 1(1), 18-29.
- Sinambela, E. A., & Mauliyah, N. I. (2016). Sistem informasi keuangan sebagai pendorong pengembangan organisasai dari akurasi pelaporan hingga transparansi. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 6(2), 57-70.
- Sinambela, E. A., & Mauliyah, N. I. (2016). Sistem Informasi Keuangan Sebagai Pendorong Pengembangan Organisasi Dari Akurasi Pelaporan Hingga Transparansi. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 6(2), 57-70.
- Sinambela, E. A., & Mauliyah, N. I. (2017). Sensitivitas investasi usaha mikro terhadap perubahan suku bunga kredit. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 7(2), 37-48.
- Treynor, J. L. (1965). How to rate management of investment funds. *Harvard Business Review*, 43(1), 63-75.