

BAB II

TINJAUAN LITERATUR

2.1. Teori Portofolio

Teori portofolio modern menekankan pertanyaan tentang diversifikasi efisien, yaitu bagaimana mendapatkan pertukaran terbaik antara risiko dan *return* dalam portofolio⁶. Dalam mengelola sebuah portofolio seperti reksa dana, terdapat beberapa langkah agar portofolio tersebut mampu memenuhi tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor. Langkah-langkah tersebut antara lain⁷ :

1) Membuat kebijakan portofolio

Pada tahap awal ini, investor mengemukakan kepada pengelola portofolio risiko-risiko apa yang bersedia mereka ambil serta hambatan dan tujuan dari investasi mereka

2) Menganalisa kondisi keuangan, ekonomi, politik, dan sosial masa sekarang serta proyeksi masa yang akan datang

Pada tahap ini pengelola portofolio melakukan analisis terhadap kondisi keuangan, ekonomi, politik, dan sosial di masa sekarang serta melakukan proyeksi pada masa yang akan datang sehingga pengelola portofolio dapat menentukan strategi investasi.

3) Pembentukan portofolio

Dengan kebijakan investasi dan prediksi akan perekonomian, pengelola portofolio mengimplementasikan strategi investasi dan menentukan bagaimana mengalokasikan dana investor pada berbagai jenis pilihan investasi yang tersedia di pasar.

⁶ Zvi Bodie, Alex Kane and Alan J. Markus. 2007. *Essentials of Investments, 6th Edition*. Singapore : McGraw-Hill. Hal : 125.

⁷ Frank K. Reilly and Keith C. Brown. 2003. *Investment Analysis and Portofolio Management, 7th Edition*. South-Western : Thomson Learning. Hal : 38.

4) Memonitor dan mengevaluasi portofolio secara berkala

Pada tahap ini pengelola portofolio melakukan peninjauan secara berkala terhadap profil dan permintaan investor serta kondisi dari pasar modal. Dengan demikian, strategi investasi juga dapat dimodifikasi sewaktu-waktu.

Dalam pelaksanaannya, secara umum terdapat dua macam gaya dalam mengelola suatu portofolio, yaitu⁸ :

- Pengelolaan portofolio pasif

Pengelolaan portofolio secara pasif merupakan strategi beli dan tahan dalam jangka waktu yang relatif panjang. Tujuan dari pengelolaan portofolio pasif bukanlah untuk mendapatkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi daripada tingkat pengembalian yang dihasilkan indeks pasar, namun untuk mendapatkan tingkat pengembalian yang sama atau mendekati tingkat pengembalian pasar. Seorang pengelola portofolio pasif dinilai dengan seberapa baik ia dapat menyesuaikan pergerakan portofolionya dengan pergerakan pasar, yaitu meminimalisasi deviasi antara pengembalian portofolio dengan tingkat pengembalian indeks pasar.

- Pengelolaan portofolio aktif

Pengelolaan portofolio aktif merupakan usaha pengelola portofolio untuk memperoleh tingkat pengembalian portofolio yang melebihi dari suatu portofolio acuan pasif, dengan tingkat risiko yang telah disesuaikan. Yang dijadikan portofolio acuan adalah portofolio pasif yang memiliki karakteristik umum (seperti beta, *dividend yield*, pembobotan industri, serta besarnya perusahaan) yang sesuai dengan risiko dan tingkat pengembalian yang diinginkan investor. Strategi pengelolaan aktif ini tentu lebih menantang karena pengelola

⁸ Ibid., hal. : 653.

portofolio harus pandai memilih komponen portofolio sehingga *return*-nya lebih tinggi. Namun strategi ini membutuhkan biaya yang lebih besar dan menanggung risiko yang lebih besar pula.

2.2. Risiko : Sistematis dan Non Sistematis

Dalam melakukan suatu investasi, investor harus mengenal jenis risiko dalam investasi. Jenis risiko ini dikelompokkan dalam dua kelompok besar, yaitu risiko sistematis disebut juga *systematic risk* atau *undiversifiable risk* dan risiko non-sistematis disebut juga *non-systematic risk* atau *diversifiable risk*⁹.

Apabila risiko sistematis muncul dan terjadi, maka semua jenis saham akan terkena dampaknya. Untuk mengurangi risiko sistematis, investor dapat melakukan lindung nilai atau *hedging* dan harus memahami tanda-tanda awal pergantian siklus ekonomi atau *leading indicator*.

Risiko tidak sistematis atau risiko spesifik hanya berdampak terhadap suatu saham atau sektor tertentu. Untuk mengurangi kerugian yang mungkin timbul, investor sebaiknya berinvestasi dalam berbagai jenis saham dari berbagai sektor atau dengan kata lain melakukan investasi dalam bentuk portofolio.

2.2.1. Koefisien Systematic Risk (Beta)

Beta merupakan koefisien dari risiko sistematis yang menunjukkan hubungan antara saham dan pasar. Beta merupakan pengukuran risiko yang terstandarisasi karena menghubungkan kovarian terhadap varian dari portofolio pasar¹⁰. Beta saham individual menunjukkan seberapa besar perubahan tingkat pengembalian saham (*stock return*)

⁹ Mohammad Samsul. 2006. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta : Penerbit Erlangga. Hal. : 285.

¹⁰ Reilly, op. cit., hal : 248.

dibandingkan dengan tingkat pengembalian pasar (*market return*). Nilai beta suatu saham X dapat dihitung menggunakan rumus berikut :

$$\beta_x = \frac{\text{Cov}_{x,m}}{\sigma_m^2} \dots\dots\dots(1)$$

Dimana jika suatu saham X memiliki beta 1.5 berarti kenaikan atau penurunan pada saham X adalah 1.5 kali perubahan tingkat pengembalian pasar¹¹. Apabila beta suatu saham lebih kecil dari 1, maka gejolak harga saham lebih lemah atau lebih rendah dibandingkan gejolak indeks pasar. Jika beta suatu saham sama dengan 1 maka gejolak harga saham sama dengan gejolak indeks pasar. Dan jika beta saham lebih besar dari 1 maka gejolak harga saham lebih besar daripada gejolak indeks pasar. Sementara beta portofolio merupakan bobot rata-rata dari beta saham dalam portofolio, menggunakan bobot dalam proporsi portofolio.

2.3. Security Characteristic Line

Security Characteristic Line (SCL)¹² merupakan suatu plot dari *security's expected excess return* atas *risk free rate* sebagai fungsi dari *market excess return*. Pada dasarnya regresi untuk garis karakteristik ini dapat dilakukan dengan 2 cara yaitu :

1. Regresi menggunakan *single-index model*¹³

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + e_t \dots\dots\dots(2)$$

2. Menggunakan *excess return*, dengan cara memasukkan variabel tingkat suku bunga bebas risiko dalam persamaan¹⁴.

$$(R_{i,t} - R_f) = \alpha_i + \beta_i (R_{m,t} - R_f) + e_t \dots\dots\dots(3)$$

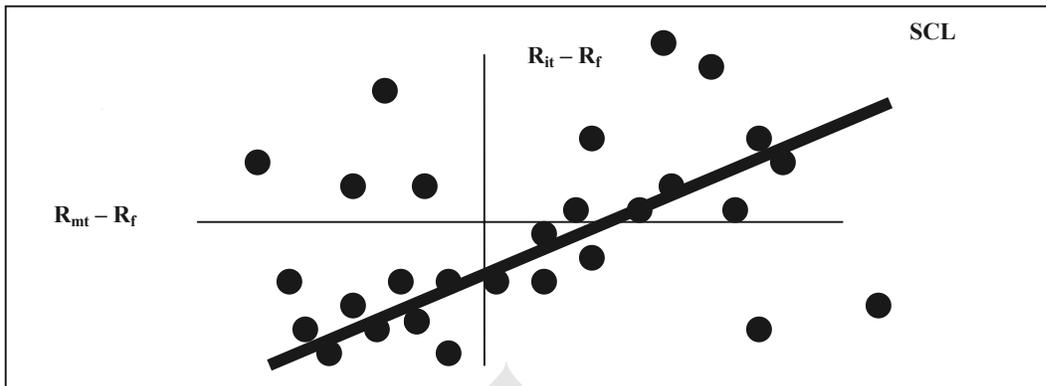
¹¹ Samsul, op.cit. Hal : 296.

¹² Bodie, op. cit., hal :185, 214-215.

¹³ Reilly, op. cit., hal : 252.

¹⁴ Bodie, loc. cit.

Bentuk dari plot grafik SCL adalah sebagai berikut :



2.4. Capital Asset Pricing model (CAPM)

Capital Asset Pricing Model merupakan model yang menghubungkan antara *required rate of return* dari sekuritas dengan tingkat risikonya yang diukur dengan beta¹⁵. Model ini diciptakan oleh Treynor, Sharpe, Lintner, dan Mosin pada awal 1960-an dengan menggunakan beberapa asumsi berikut¹⁶ :

1. Investor tidak dapat mempengaruhi harga dengan perdagangan individunya.
2. Semua investor memiliki rencana untuk satu periode yang serupa.
3. Investor membentuk portofolio dari seluruh aset keuangan yang diperdagangkan dan memiliki akses atas kesempatan meminjamkan atau memberikan pinjaman yang tidak terbatas pada tingkat suku bunga bebas risiko.
4. Investor tidak membayar pajak ataupun biaya transaksi pada perdagangan sekuritas.
5. Semua investor berusaha membentuk portofolio yang efisien.
6. Semua investor menganalisa sekuritas dengan cara yang sama dan berbagi pandangan ekonomi yang sama.

¹⁵ Ibid., hal : 205.

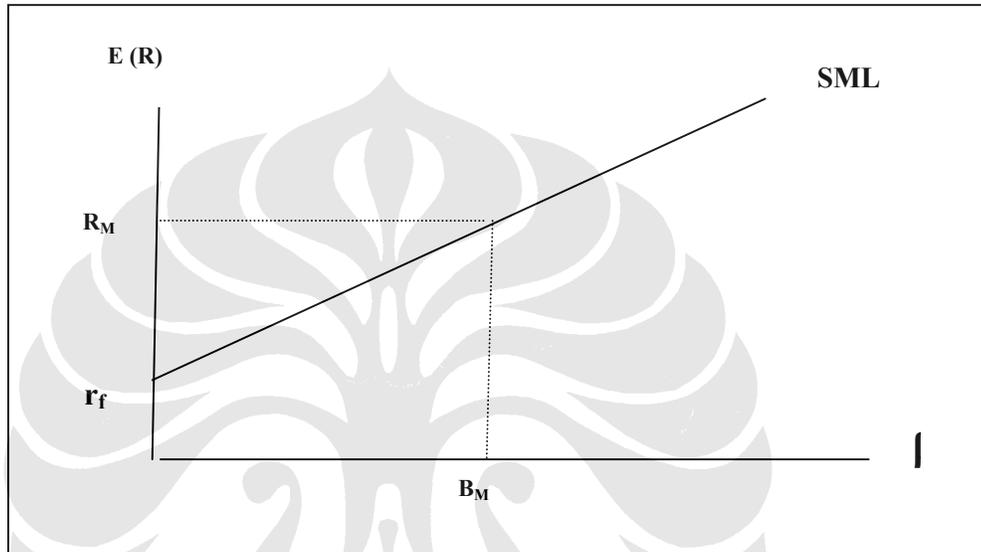
¹⁶ Ibid.

Implikasi dari CAPM adalah *expected excess return* akan proporsional dengan beta¹⁷.

Hubungan ini ditunjukkan dengan rumus berikut :

$$E(R_i) = R_f + \beta_i (E(R_m) - R_f) \dots \dots \dots (4)$$

Lebih jauh, hubungan antara beta dengan tingkat pengembalian yang diharapkan atas suatu sekuritas digambarkan melalui grafik *Security Market Line (SML)*¹⁸.



Karena SML merupakan representasi dari hubungan tingkat pengembalian dengan beta, maka nilai aset yang sesungguhnya terletak tepat pada SML. Dan jika CAPM berlaku, semua sekuritas akan berada pada SML pada keseimbangan pasar. Saham yang dihargai terlalu rendah (*undervalued*) memiliki plot di atas SML, sementara saham yang dihargai terlalu tinggi (*overvalued*) memiliki plot di bawah SML. Perbedaan antara ekspektasi *return* yang adil (*fair*) dan yang aktual dari saham disebut alpha saham, dengan simbol α .

2.4.1. Keterbatasan Metode CAPM

Perhitungan menggunakan metode CAPM memiliki 2 keterbatasan yaitu¹⁹ :

¹⁷ Ibid., hal: 208.

¹⁸ Ibid., hal : 210.

¹⁹ Ibid., hal : 212.

1. CAPM berdasarkan pada teori portofolio pasar, yang mengikutsertakan seluruh aset yang ada di pasar termasuk aset perumahan (*real estate*), saham asing, dll. Dalam portofolio pasar, terdapat banyak aset yang tidak diperdagangkan sehingga investor tidak memiliki akses penuh terhadap portofolio pasar.
2. CAPM memprediksi hubungan antara *expected return*, sementara kita hanya dapat mengobservasi *historical return* dari suatu periode.

2.5. Arbitrage Pricing Theory (APT)

Metode *Arbitrage Pricing Theory* (APT) merupakan penyempurnaan atas CAPM yang ditemukan oleh Ross pada pertengahan 1970-an. Teori ini menggunakan beberapa asumsi utama yaitu²⁰ :

1. Pasar modal bersifat kompetitif sempurna.
2. Investor selalu memilih kemakmuran yang lebih dibandingkan yang kurang.
3. Proses stokastik dalam menghasilkan *return* aset dapat diekspresikan sebagai fungsi linear dari seperangkat atas faktor risiko k (atau indeks).

Mirip dengan model CAPM, APT mengasumsikan efek unik (ϵ_i) bersifat independen dan akan terdiversifikasi pada portofolio yang besar dan hanya dapat diaplikasikan pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Model APT dapat dituliskan sebagai berikut²¹ :

$$E(R_i) = \lambda_0 + \lambda_1 b_{i1} + \lambda_2 b_{i2} + \dots + \lambda_k b_{ik} \dots \dots \dots (5)$$

Keterangan :

- λ_0 = Ekspektasi *return* pada aset dengan risiko sistematis nol
- λ_j = Risiko premium terkait dengan sejumlah faktor risiko yang digunakan
- b_{ij} = Hubungan harga dengan risiko premium dan aset; yaitu seberapa responsif aset i terhadap faktor j.

²⁰ Reilly, op. cit., hal: 281.

²¹ Ibid., hal : 282.

2.6. Evaluasi Kinerja Potrofolio²²

Di dalam menilai kinerja suatu portofolio, investor harus dapat memperhitungkan risiko dan *return* yang dihasilkan portofolio tersebut. *Return* dari suatu portofolio dapat dihitung menggunakan rumus berikut :

$$R_p = \frac{MV_1 - MV_0 + D}{MV_0} \dots\dots\dots(6)$$

Keterangan :

MV₁ = Nilai pasar portofolio pada akhir periode

MV₀ = Nilai pasar portofolio pada awal periode

D = Pembagian kas selama periode

Penggunaan rumus diatas terikat pada asumsi :

1. Keuntungan yang tidak dibagikan diinvestasikan pada portofolio selama periode valuasi
2. Pembayaran kas dihitung pada akhir periode evaluasi
3. Tidak adanya dana baru yang masuk selama periode evaluasi

Kemudian, kinerja portofolio melalui perhitungan kuantitatif dapat dievaluasi menggunakan beberapa model indeks, yaitu²³ :

1. Indeks Sharpe

$$R/V_s = \frac{(R_p - R_f)}{\sigma_p} \dots\dots\dots(7)$$

Menurut pernyataan Sharpe²⁴ :

“The capital-market model described here deals with predictions of future performance. Since the predictions cannot be obtained in any satisfactory manner, the model cannot be tested directly. Inteads, ex post values must be used-the average of return of a portofolio must be sustitued for expected rate of return, and the actual standard deviation of its rate of return for its predicted risk”.

Kutipan di atas menyatakan bahwa untuk memprediksi kinerja masa datang digunakan data masa lalu, dengan rata-rata *return* sebagai prediksi *return* masa depan dan standar

²² Adler Haymans Manurung,. 2007. *Panduan Lengkap Reksa dana Investasiku*. Jakarta : Penerit Buku Kompas. Hal :121-127.

²³ Bodie, op. cit. hal : 577-578.

²⁴ William F. Sharpe. 1966. *Mutual Fund Performance*, dalam *Journal of Business*. Hal : 119-138.

deviasi masa lalu dianggap sebagai prediksi risiko masa depan. Perbandingan keduanya dikenal dengan *reward-to-variability ratio* (R/V), dimana semakin besar nilainya maka akan semakin baik.

2. Indeks Treynor

$$R/V_s = \frac{(R_p - R_f)}{\beta_p} \dots\dots\dots(8)$$

Pada model ini, Treynor menggunakan rata-rata *return* masa lalu sebagai ekspektasi *return* masa depan, serta menggunakan beta portofolio sebagai tolak ukur risiko. Penggunaan faktor beta pada model ini dilatar-belakangi dengan melihat fakta bahwa pada umumnya fluktuasi harga saham dipengaruhi oleh fluktuasi pasar, dan hal yang sama juga berlaku pada portofolio. Pada perbandingan kedua faktor tersebut juga menunjukkan semakin besar nilai perbandingannya, maka semakin baik pula kinerja dari suatu portofolio.

3. Indeks Jensen

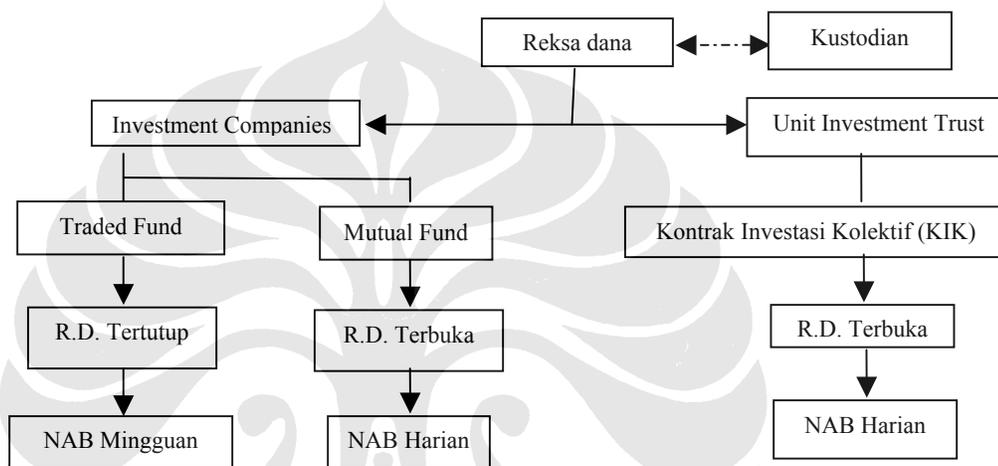
$$\alpha_p = R_p - [R_f + \beta_p (R_m - R_f)] \dots\dots\dots(9)$$

Berbeda dengan kedua perhitungan sebelumnya yang hanya melihat pada *excess return* yang positif, model Jensen ini menilai *return* dari portofolio yang utama yaitu apabila portofolio tersebut dapat menghasilkan *return* yang melebihi *expected return* atau *return* minimum. Dengan demikian nilai alpha yang diukur dalam model Jensen merujuk pada tambahan nilai yang diberikan oleh portofolio kepada investor sebagai hasil dari kemampuan prediksi yang dimiliki oleh manajer investasi.

2.7. Reksa Dana

Menurut Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, *reksa dana adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal dan selanjutnya*

untuk diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi²⁵. Dari definisi tersebut, terdapat tiga unsur penting dalam reksa dana, yaitu adanya kumpulan dana masyarakat atau *pool of funds*, investasi dalam bentuk portofolio efek, dan manajer investasi sebagai pengelola dana²⁶. Reksa dana dapat dibagi menurut bentuk hukum, sifat, maupun jenis portofolio investasinya. Secara garis besar, pembagian reksa dana dapat digambarkan melalui bagan berikut²⁷ :



2.7.1. Bentuk Hukum Reksa Dana²⁸

2.7.1.1. Reksa Dana Perseroan

Reksa dana perseroan (PT) adalah perusahaan yang kegiatan usahanya menghimpun dana dengan menjual saham dan selanjutnya dana dari penjualan saham tersebut diinvestasikan kembali pada berbagai jenis efek yang diperdagangkan di pasar modal dan pasar uang²⁹. Sebagaimana pada perseroan umumnya, reksa dana perseroan juga terbagi dua menurut sifatnya yaitu reksa dana tertutup (*closed-end*) dan reksa dana terbuka (*open-end*).

²⁵ Undang-Undang Pasar Modal No.8 tahun 1995, pasal 1 ayat 27.

²⁶ Dahlan Siamat, 2004. Manajemen Lembaga Keuangan, Ed.4. Jakarta : Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Hal : 254.

²⁷ Samsul, op. cit., hal: 347.

²⁸ Robbert Ang. 1997. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia, 1st Edition*. Jakarta : Mediasoft Indonesia. Hal : 9.3.

²⁹ Undang-Undang Pasar Modal, Pasal 18 Ayat 1a.

2.7.1.2. Reksa Dana Kontrak Investasi Kolektif (KIK)³⁰

Reksa dana KIK melakukan kegiatannya berdasarkan kontrak yang dibuat oleh manajer investasi dan bank kustodian. Sementara kontrak kolektif (KIK) adalah kontrak antara manajer investasi dan bank kustodian yang mengikat investor (pemegang unit penyertaan) dimana manajer investasi diberi wewenang untuk mengelola portofolio investasi kolektif dan kustodian diberi wewenang untuk melaksanakan penitipan kolektif.

2.7.2. Sifat Reksa Dana

Berdasarkan sifat operasionalnya, reksa dana dapat dibedakan dalam dua jenis yaitu reksa dana tertutup (*closed-end fund*) dan reksa dana terbuka (*open-end fund*)³¹.

2.7.2.1. Reksa Dana Tertutup³²

Disebut reksa dana tertutup karena reksa dana ini tertutup dalam hal jumlah saham yang dapat diterbitkan atau dalam hal menerima masuknya pemodal baru, selain itu juga karena reksa dana jenis ini tidak dapat membeli kembali saham-sahamnya yang telah dijual kepada pemodal, kecuali melalui bursa efek atau dengan harga berdasarkan mekanisme pasar. NAB reksa dana tertutup dihitung dan diumumkan hanya satu kali dalam satu minggu.

2.7.2.2. Reksa Dana Terbuka³³

Disebut terbuka karena reksa dana ini memungkinkan dan membuka kesempatan bagi nasabah baru yang akan melakukan investasi setiap saat dengan membeli unit-unit penyertaan reksa dana. Nilai Aktiva Bersih reksa dana terbuka dihitung dan diumumkan oleh bank kustodian setiap hari. Reksa dana terbuka ini merupakan reksa dana yang paling umum jika dibandingkan dengan reksa dana tertutup.

³⁰ Ibid.

³¹ Ang, op. cit., hal : 9.6.

³² Siamat, op. cit., hal: 258.

³³ Ibid.

2.7.3. Jenis Reksa Dana Berdasarkan Portofolio Investasinya

Setiap reksa dana mempunyai sifat portofolio investasi yang berbeda-beda, berdasarkan sifat investasi ini reksa dana meliputi 3 jenis kategori, yaitu³⁴ :

- *Growth Fund*

Reksa dana jenis ini mempunyai portofolio investasi yang bertujuan mendapatkan pertumbuhan keuntungan yang tinggi. Jenis investasinya memiliki sifat volatilitas yang cukup tinggi, seperti investasi di instrumen saham.

- *Stable Fund*

Reksa dana ini mengutamakan jenis portofolio investasi yang bertujuan mendapatkan pertumbuhan keuntungan yang stabil. Jenis investasinya mempunyai sifat volatilitas yang stabil, seperti investasi di instrumen obligasi.

- *Safety Fund*

Reksa dana ini lebih mengutamakan keamanan atas dana investasi dan tidak menyukai adanya volatilitas harga atau ketidakstabilan pendapatan dari instrumen investasinya. Manajer investasi reksa dana jenis ini cenderung melakukan investasi di instrumen pasar uang, seperti deposito.

Berdasarkan konsentrasi portofolio reksa dana yang dikelola oleh manajer investasi, Reksa dana dapat dibedakan menjadi beberapa jenis antara lain³⁵ :

- 1) Reksa Dana Pasar Uang

Reksa dana pasar uang adalah reksa dana yang hanya melakukan investasi pada efek yang bersifat utang jangka pendek (jatuh tempo dalam waktu kurang dari satu tahun).

³⁴Jaka Cahyono. 2002. *Cara Jitu Meraih Untung dari Reksa dana*. Jakarta : PT. Elex Media Komputindo. Hal:15-16.

³⁵ Siamat, op. cit., hal : 259.

2) Reksa Dana Pendapatan Tetap

Reksa dana pendapatan tetap adalah reksa dana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dari aktivitya dalam bentuk efek bersifat utang

3) Reksa Dana Saham

Reksa dana saham adalah reksa dana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dalam bentuk efek ekuitas.

4) Reksa Dana Campuran

Reksa dana campuran adalah reksa dana yang melakukan investasi dalam efek bersifat ekuitas dan efek bersifat utang yang perbandingannya tidak termasuk dalam kategori yang disebut pada poin 2 dan 3 di atas.

2.7.4. Unit Penyertaan³⁶

Dalam membeli produk reksa dana, setiap investor akan mendapatkan bukti satuan kepemilikan reksa dana yang dinamakan unit penyertaan. Unit penyertaan ini memperlihatkan tanda bukti satuan kepemilikan investor atas NAB reksa dana.

Dengan bukti unit penyertaan ini, nasabah reksa dana dengan mudah dapat menjual kembali reksa dana tersebut atau meminta laporan hasil pertumbuhan pendapatan atas investasi portofolio reksa dana yang dilakukan oleh manajer investasi.

2.7.5. Nilai Aktiva Bersih³⁷

Perhitungan NAB atau unit penyertaan pada dasarnya merupakan tugas bank kustodian. Dalam perhitungan NAB reksa dana telah dimasukkan semua biaya seperti biaya pengelolaan investasi oleh manajer investasi (*investment manager fee*), biaya bank kustodian, biaya

³⁶ Cahyono, op. cit., hal : 3-4.

³⁷ Siamat, op. cit., hal : 260.

akuntan publik, dan biaya-biaya lainnya. Nilai Aktiva Bersih reksa dana pada suatu periode dapat dihitung menggunakan formula sebagai berikut :

$$\text{Total NAB} = \text{Nilai Aktiva} - \text{Total Kewajiban} \dots\dots\dots(10)$$

$$\text{Nilai NAB per unit} = \frac{\text{Total Nilai Aktiva Bersih}}{\text{Total Unit Penyertaan yang diterbitkan}} \dots\dots\dots(11)$$

2.7.6. Kebijakan Pengelolaan Reksa Dana³⁸

Dalam pengelolaan reksa dana, manajer investasi berperan mengelola dana dengan menempatkan pada instrumen pasar uang dan pasar modal, sementara bank kustodian berperan dalam melakukan pengadministrasian dan penyimpanan seluruh kekayaan reksa dana. Sehubungan dengan itu, Bapepam mengeluarkan pedoman pengelolaan reksa dana termasuk pelarangan dan pembatasan yang dapat dan tidak dapat dilakukan oleh manajer investasi, antara lain :

- a. Menerima dan atau memberikan pinjaman secara langsung
- b. Membeli saham atau unit penyertaan reksa dana lainnya
- c. Membeli efek luar negeri
- d. Membeli efek suatu emiten melebihi 5 % dari jumlah modal disetor emiten
- e. Membeli efek yang diterbitkan suatu perusahaan melebihi 10% dari Nilai Aktiva Bersih reksa dana pada saat pembelian.

2.7.7. Perpajakan Reksa Dana³⁹

Pendapatan reksa dana perseroan dikenakan pajak penghasilan, terkecuali bunga obligasi dan dividen. Dividen yang dibagikan kepada investor individu dikenakan pajak penghasilan dan dividen yang dibagikan kepada investor badan hukum usaha tidak dikenakan pajak.

³⁸ Siamat, op. cit., hal : 259.
³⁹ Ibid.

Pendapatan reksa dana KIK dikenakan dan dipungut pajak pada tingkat reksa dananya dan investor tidak dikenakan pajak lagi. Berikut peraturan perpajakan berdasarkan surat edaran Direktorat Jenderal Pajak, Nomor SE-18/PJ.42/1996 tertanggal 30 April 1996⁴⁰ :

No.	Uraian	Perlakuan PPh	Dasar Hukum
A.	Penghasilan Reksa Dana yang berasal dari: a. Pembagian uang tunai (Dividen) b. Bunga dan diskonto Obligasi c. Bunga Deposito d. Capital Gain Saham di Bursa e. Commercial Paper dan Surat Utang lainnya.	PPh tarif umum Bukan Obyek PPh* PPh final 20% PPh final 0.1% PPh tarif umum	Pasal 4 (1) UU PPh Pasal 4 (3) huruf j UU PPh Jo. PP No. 6 thn 2002 PP 131 tahun 2000 PP 41 tahun 1994 Jo. PP No 14 thn 1997 Pasal 4 (1) UU PPh
B.	Bagian Laba termasuk Pelunasan kembali (redemption) Unit Penyertaan yang diterima oleh Pemegang Unit	Bukan Obyek PPh	Pasal 4 (3) huruf i UU PPh

* Berdasarkan peraturan pemerintah No. 6 tahun 2002 dan peraturan pelaksanaannya, bunga dan diskonto obligasi yang diperdagangkan dan atau dilaporkan perdagangannya di Bursa Efek yang diterima Reksa dana yang terdaftar pada BAPEPAM, tidak dikenakan pemotongan pajak selama 5 (lima) tahun pertama sejak pernyataan efektif dari BAPEPAM diperoleh.

2.7.8. Risiko dan Keuntungan Investasi pada Reksa Dana

Risiko investasi dalam reksa dana relatif lebih rendah dibandingkan dengan melakukan investasi dalam saham-saham di bursa. Berikut potensi risiko berinvestasi di reksa dana⁴¹ :

1) Risiko menurunnya NAB unit penyertaan

Risiko ini disebabkan oleh harga pasar dari instrumen investasi yang dimasukkan dalam portofolio reksa dana tersebut mengalami penurunan dibandingkan dari harga pembelian awal.

2) Risiko likuiditas

Potensi risiko ini dapat terjadi apabila pemegang unit penyertaan reksa dana ternyata penarikan dana dalam jumlah yang besar (*rush*) pada hari dan waktu yang sama dan pihak manajer investasi dan bank kustodian tidak memiliki dana yang cukup saat itu.

⁴⁰ Prospektus Manulife Dana Saham, hal 18.

⁴¹ Cahyono, op. cit., hal : 34-41.

3) Risiko pasar

Terjadi ketika harga instrumen investasi mengalami penurunan yang disebabkan oleh menurunnya kinerja pasar saham atau pasar obligasi secara drastis (*bearish market*).

4) Risiko gagal bayar (*default*)

Risiko ini terjadi jika manajer investasi membeli obligasi yang emitennya mengalami kesulitan keuangan sehingga tidak mampu membayar bunga atau pokok obligasi tersebut.

5) Risiko perubahan politik, hukum, peraturan dan ekonomi⁴²

Perubahan kondisi politik, hukum, ekonomi lokal dan global serta perubahan kebijakan dan peraturan pemerintah yang mempengaruhi lingkungan usaha dan risiko lainnya yang berkaitan dengan politik dan perekonomian Indonesia.

Selain risiko ada pula keuntungan dari berinvestasi pada reksa dana antara lain⁴³ :

1) Likuiditas

Reksa dana menawarkan kecepatan dan kemudahan dalam membeli dan menjual suatu reksa dana dan dengan biaya transaksi yang relatif ringan.

2) Diversifikasi

Berdasarkan prinsip "*Don't put all your eggs in one basket*", maka portofolio yang terdiversifikasi dengan baik memiliki risiko spesifik perusahaan yang kecil atau *random* dan umumnya memiliki kinerja yang lebih baik.

3) Manajemen profesional

Pengelola reksa dana umumnya terdiri atas orang-orang yang memiliki pengalaman dan keahlian di bidang pasar uang dan pasar modal.

⁴² Ibid.

⁴³ Siamat, op. cit., hal : 261.

4) Biaya yang rendah

Biaya transaksi relatif rendah jika dibandingkan apabila investor mengelola investasinya secara individu karena tercapainya *economies of scale* pada reksa dana.

5) Pelayanan bagi pemegang saham

Reksa dana pada umumnya menawarkan daya tarik untuk reinvestasi terhadap dividen dan *capital gain* secara otomatis yang seharusnya diterima oleh nasabah.

6) Kemudahan pelaporan pajak dan status pajak khusus⁴⁴

Seluruh kewajiban pajak telah dipungut dan disetorkan oleh bank kustodian. Hal ini berarti bahwa dividen yang diberikan, jika ada, dan juga hasil dari penjualan kembali unit penyertaan, bukan merupakan subjek pajak apabila sudah ada di tangan investor. Selain itu juga, investor menerima perlakuan pajak khusus terhadap pendapatan bunga obligasi.

2.7.9. Securities Selection dan Market Timing

Pada penelitiannya, Swinkles⁴⁵ mengemukakan bahwa terdapat lima komponen yang relevan mempengaruhi *expected return* dari kinerja portofolio reksa dana, yaitu :

- 1) *Fund's long run average market exposure*
- 2) *Fund's reaction on current macro economic situation*
- 3) *Fund's market exposure in the recent past*
- 4) *Selection*
- 5) *Market timing*

Dengan demikian penilaian kinerja reksa dana dari segi kemampuan manajer investasi yang mengelola portofolio dapat dinilai dari kemampuan *selection* yang merupakan

⁴⁴ Prospektus Manulife Dana Saham. Hal : 10.

⁴⁵ Swinkles, loc. cit.

microforecasting dan *market timing* yang merupakan kemampuan manajer investasi dalam melakukan *macroforecasting*.

2.7.9.1. Selection

Dalam melakukan pemilihan sekuritas yang dilakukan adalah mengidentifikasi masing-masing sekuritas menggunakan *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, dengan melihat apakah nilai sekuritas tersebut berada dibawah (*undervalued*) atau diatas (*overvalued*) garis sekuritas pasar (*Security Market Line*)⁴⁶. Selain itu *selectivity* atau alpha menerangkan *return* sistematis reksa dana yang tidak bisa diterangkan oleh ekspos dinamis pada pasar saham⁴⁷.

2.7.9.2. Market Timing

Kemampuan *market timing*⁴⁸ merujuk pada kemampuan dari pengelola portofolio, atau manajer investasi pada kasus reksa dana, meramalkan pasar dalam kondisi *bull* atau *bear* atau ketika $R_m > R_f$ atau $R_m < R_f$. Dengan kemampuan meramalkan kondisi pasar tersebut, maka ditindak-lanjuti dengan tindakan membeli saham dengan beta di atas 1 saat pasar akan naik dan menjualnya dengan mengganti membeli saham dengan beta di bawah satu ketika pasar akan turun.

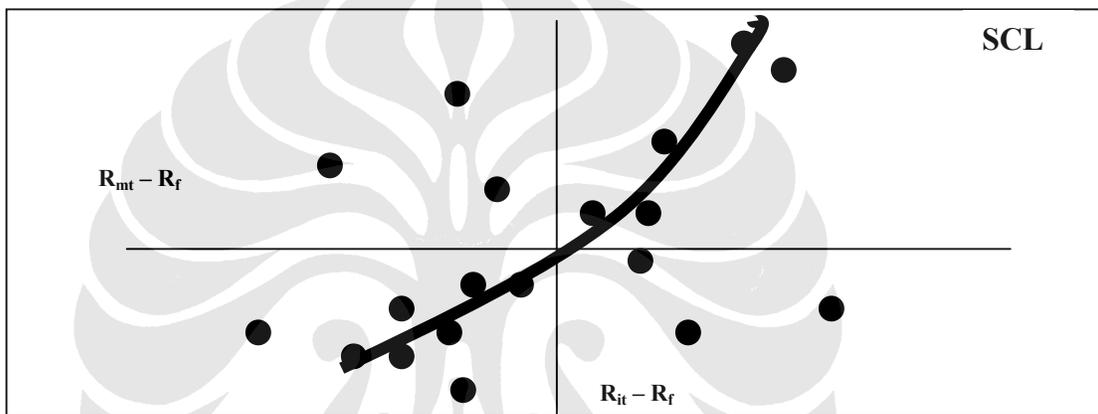
Menurut Merton (1981) bahwa kunci dalam menganalisa pola *return* dari seorang *market timer* yang sempurna adalah dengan membandingkan prediksi *return* yang sempurna tersebut dengan investor lainnya yang memegang opsi *call* dan portofolio saham. Dimana ketika kondisi pasar turun *return* minimal yang didapat adalah sebesar *return* aset bebas risiko dan ketika pasar sedang naik *return* yang didapat minimal adalah sebesar *return* pasar.

⁴⁶ Romacho, op.cit., hal : 349.

⁴⁷ Swinkles, op.cit., hal : 5.

⁴⁸ Jo~ao Carlos Romacho and Maria C'eu Cortez. 2005. *Timing and Selectivity in Portuguese Mutual Fund Performance*, dalam *Journal of International Business and Finance*. Hal :350-351.

Sebagai contoh ketika investor memiliki kemampuan *market timing*, maka ia akan menyesuaikan alokasi aset pada portofolio saham dan SBI sesuai dengan kondisi pasar saat naik atau turun. Jika pasar naik maka ia akan menyesuaikan portofolio saham dengan saham-saham yang memiliki beta lebih dari satu sehingga beta portofolio akan meningkat. Sebaliknya jika pasar turun ia akan menyesuaikan portofolio saham dengan saham-saham yang memiliki beta kurang dari satu sehingga beta portofolio akan menurun, dengan demikian plot dari garis karakteristik akan tampak sebagai berikut ⁴⁹:



2.7.9.3. Pengukuran Selection dan Market Timing

Dalam menganalisis kemampuan *selection* dan *market timing*, Sharpe (1999) memberikan 2 metode regresi⁵⁰ :

(1) Metode regresi dengan model Henriksson-Merton (1981)

$$R_i = \alpha + R_f + \beta (R_m - R_f) + \gamma [D (R_m - R_f)] \dots\dots\dots(12)$$

Keterangan : R_i = *excess return* dari Reksa dana i pada saat t
 R_m = merupakan *market return* pada saat t
 R_f = merupakan *risk free rate*
 α = mengukur kemampuan *stock selection* dari Manajer investasi
 β = beta portofolio
 γ = mengukur kemampuan *market timing* dari Manajer investasi
 D = *variabel dummy* dimana diberikan nilai 1 ketika $R_m > R_f$ dan 0 ketika $R_m < R_f$

⁴⁹ Bodie, op. cit., hal : 593-594.

⁵⁰Prather, op. cit., hal : 383-384.

Model ini mengasumsikan bahwa prediksi manajer dengan kemampuan *market timing* memiliki 2 kemungkinan yaitu apakah saham akan mengungguli obligasi ataukah obligasi akan mengungguli saham. Merton menciptakan teori ekuilibrium yang menunjukkan bahwa pola *return* dari hasil strategi *market timing* sama dengan pola dari strategi opsi.

(2) Metode regresi dengan model Treynor-Mazuy (1966)

$$R_i = \alpha + R_f + \beta (R_m - R_f) + \gamma [(R_m - R_f)^2] \dots\dots\dots(13)$$

Keterangan : R_i = *excess return* dari Reksa dana i pada saat t
 R_m = merupakan *market return* pada saat t
 R_f = merupakan *risk free rate*
 α = mengukur kemampuan *stock selection* dari Manajer investasi
 β = beta portofolio
 γ = mengukur kemampuan *market timing* dari Manajer investasi

Ide yang mendasari model ini adalah bahwa jika manajer dapat memprediksi pergerakan pasar secara umum, mereka akan meningkatkan risiko portofolio ketika pasar sedang naik dan menurunkan risiko portofolio ketika pasar sedang turun.

2.7.10. Penelitian Sebelumnya

2.7.10.1 Timing and Selectivity in Portuguese Mutual Fund Performance

Penelitian ini dilakukan oleh Joao Carlos Romacho dan Maria Ceu Cortez yang diterbitkan pada tahun 2005⁵¹. Jurnal ini meneliti kemampuan *market timing* dan *selectivity* pada reksa dana di Portugal. Penelitian dalam jurnal ini dijabarkan sebagai berikut:

A. Data Penelitian

- Sampel reksa dana terdiri dari *return* bulanan 21 reksa dana terbuka Portugal selama periode 6 tahun yaitu Januari 1996 hingga Desember 2001.

⁵¹ Romacho, op.cit., hal : 348-366.

- Hanya reksa dana yang memiliki tujuan investasi lokal, Eropa, dan Internasional yang dipilih dalam penelitian.
- NAB bulanan reksa dana diperoleh dari *Euronext Lisbon*
- *Market return* dihitung menggunakan PSI-30 (Nasional), *Europe Index* (Eropa), dan *The World Index* (Internasional) yang diperoleh dari *Euronext Lisbon* dan *Morgan Stanley Capital International*.
- *Risk-free rate* merupakan *proxy* dengan Lisbor 6 bulan (*The Lisbon Interbank Offered Rate*) dari *Bank of Portugal*.

B. Model Henriksson-Merton

C. Hasil Penelitian

Kinerja Keseluruhan:

- Hasil penelitian menunjukkan secara rata-rata reksa dana mampu melampaui tingkat *risk-free rate*, tetapi tidak dapat melampaui pasar.
- Hasil pengolahan menggunakan model Jensen, menunjukkan pada keseluruhan periode reksa dana memiliki kinerja yang buruk, dimana untuk ketiga kriteria reksa dana rata-rata memiliki nilai α_p yang negatif, dengan 4 signifikan pada tingkat 5 % dan 2 pada tingkat 1%. Sehingga menunjukkan manajer reksa dana tidak memiliki kemampuan *selectivity*.
- Perhitungan juga menunjukkan tingkat risiko sistematis (β_p) yang tinggi dan signifikan, hal ini menunjukkan proporsi investasi yang tinggi pada saham.
- Hasil lainnya menunjukkan reksa dana cenderung meningkatkan ekspos mereka pada pasar pada periode 2, dimana pada reksa dana internasional memiliki rata-rata beta lebih dari 1.

- Hasil kinerja keseluruhan menunjukkan bahwa manajer merubah tingkat risiko dari satu sub periode pada sub periode berikutnya, yang kemungkinan menunjukkan manajer terlibat dalam strategi *timing*. Sayangnya peningkatan risiko sistematis tampaknya hanya sedikit berpengaruh pada peningkatan kemampuan *selectivity*.

Selectivity dan Timing :

- Pada keseluruhan periode untuk kemampuan *selectivity* menunjukkan kurang dari setengah yang memiliki α_p yang positif, dan hanya 1 yang signifikan pada tingkat 5 %. Sebaliknya sebagian besar menunjukkan α_p yang negatif.
- Hanya reksa dana nasional yang menunjukkan kemampuan *selectivity* yang positif (2,3% per tahun), dimana reksa dana internasional menunjukkan nilai σ_p yang negatif (-6,4% per tahun). Hal ini dikarenakan manajer reksa dana domestik memiliki keunggulan informasi ketika investasi pada saham lokal, sehingga mereka memiliki kemampuan *selectivity* yang lebih baik.
- Secara umum beta akan lebih besar ketika *timing* diabaikan (0,86 dengan Jensen dan 0,83 dengan persamaan HM). Sebaliknya α_p lebih kecil untuk Jensen (-3,6% per tahun) dibandingkan pada persamaan (9) (-1,6% per tahun). Hal ini dikarenakan metode Jensen cenderung mengabaikan kontribusi *selectivity* pada keseluruhan kinerja.
- Hasil *timing* menunjukkan lebih banyak nilai yang negatif dibandingkan positif. *Timing* negatif lebih banyak terjadi pada reksa dana nasional yang menunjukkan keunggulan manajer dalam berinvestasi pada saham lokal hanya direfleksikan dari kemampuan mereka memilih saham lokal dibandingkan untuk menilai waktu pasar. Karenanya manajer lokal yang berinvestasi pada pasar asing memiliki kemampuan *market timing* yang lebih baik.

- Adanya korelasi negatif yang kuat (-0,64) antara *selectivity* dan *market timing*, yang menunjukkan manajer yang memiliki kemampuan memilih saham biasanya tidak sukses dalam menilai waktu pasar. Dan semakin global suatu reksa dana maka korelasi keduanya menjadi semakin negatif.
- Pada kedua sub periode menunjukkan pergeseran strategi investasi melalui peningkatan tingkat risiko sistematis dan spesialisasi yang lebih tinggi pada salah satu keahlian. Sehingga tidak terbukti adanya kemampuan *timing* dan *selectivity* pada kedua sub periode maupun keseluruhan periode dan manajer reksa dana tidak berhasil baik dalam *timing* maupun *selectivity*.

D. Kesimpulan yang dihasilkan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Hasil kinerja melalui pengukuran tradisional dengan penyesuaian risiko menunjukkan secara keseluruhan adanya hasil yang netral ataupun negatif pada kinerja manajer reksa dana.
2. Dengan menggunakan model Heriksson dan Merton (1981) menunjukkan indikasi ketidakberhasilan manajer dalam hal *selectivity* dan *timing* pada uji parametrik dan menunjukkan korelasi negatif antara kedua komponen tersebut.
3. Semakin internasional suatu reksa dana maka kemampuan *selectivity* manajer cenderung semakin rendah. Sementara itu kemampuan *market timing*-nya semakin tinggi.

2.7.10.2 Are N+1 Heads Better Than 1? The Timing and Selectivity of Australian-Managed Investment Funds

Penelitian ini dilakukan oleh Larry J. Prather, Karen L. Middleton, dan Antony J. Cusack yang diterbitkan pada tahun 2001⁵². Jurnal ini meneliti kemampuan *market timing* dan

⁵² Prather, op.cit., hal : 379-397.

selectivity pada reksa dana di Australia yang dikelola seorang manajer investasi dibandingkan dengan suatu tim manajer investasi. Penelitian dalam jurnal ini dijabarkan sebagai berikut:

A. Data Penelitian

- Sampel reksa dana terdiri dari *return* bulanan 148 reksa dana terbuka Australia selama periode 5 tahun yaitu 1 Juni 1993 hingga 31 Mei 1998.
- 71 reksa dana dikelola oleh individual manajer investasi, 77 reksa dana dikelola oleh tim manajer investasi
- Data yang digunakan merupakan NAB bulanan reksa dana dan diolah membentuk suatu *index return* untuk kedua kategori reksa dana.

B. Model Henriksson-Merton dan Treynor-Mazuy

C. Hasil Penelitian

Model Treynor-Mazuy

- Hasil penelitian bagi individual manajer menunjukkan nilai γ yang negatif, namun tidak ada yang signifikan baik pada tingkat 1%, 5%, ataupun 10%. Begitu pula dengan hasil α . Dengan demikian tidak dapat mendeteksi kemampuan *selectivity* dan *market timing* pada kategori ini. Selain itu hasil β untuk kategori ini sebesar 0.4 menunjukkan risiko sistematis yang rendah.
- Hasil penelitian bagi tim manajer investasi menunjukkan nilai γ yang positif, namun tidak ada yang signifikan baik pada tingkat 1%, 5%, ataupun 10%. Begitu pula dengan hasil perhitungan α . Dengan demikian tidak ada perbedaan kemampuan *selectivity* dan *market timing* pada tim dan individual manajer investasi. Namun pada kategori ini menunjukkan hasil β yang secara signifikan lebih besar dari 1, dimana risiko sistematis pada pengelolaan oleh tim lebih besar dibandingkan pengelolaan individu.

Model Henriksson-Merton

- Hasil penelitian bagi individual manajer menggunakan model ini menunjukkan hasil yang hampir serupa dengan model sebelumnya. Dimana tidak ada bukti yang cukup untuk membuktikan adanya kemampuan *selectivity* dan *market timing*.
- Hasil penelitian bagi tim manajer investasi menunjukkan hasil yang hampir serupa dengan model sebelumnya. Dengan demikian tidak ada bukti yang cukup atas perbedaan kemampuan *selectivity* dan *market timing* pada tim dan individual manajer investasi. Selain itu hasil pada kategori ini juga menunjukkan hasil β yang lebih besar dari 1, namun tidak signifikan pada ketiga tingkat kepercayaan.

D. Kesimpulan yang dihasilkan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Hasil yang diperoleh dari penelitian ini adalah tidak ada cukupnya bukti bahwa hasil keputusan pada reksa dana kelolaan suatu tim manajer investasi memberikan hasil kemampuan *selectivity* dan *market timing* yang lebih baik dibandingkan reksa dana kelolaan individual manajer investasi.
2. Namun penelitian ini berhasil membuktikan menggunakan model Treynor-Mazuy bahwa β pada reksa dana kelolaan tim manajer investasi lebih besar dibandingkan reksa dana kelolaan individual manajer investasi. Dengan demikian menunjukkan bahwa reksa dana kelolaan tim lebih berani dalam berinvestasi pada saham dengan risiko yang lebih tinggi dibandingkan reksa dana kelolaan individual manajer investasi.

2.7.10.3 Berburu Manajer Investasi yang Menghasilkan Alfa Positif : Evaluasi Monthly Return Reksa Dana Saham Tahun 2004-2006

Penelitian ini dilakukan Rahman Untung yang diterbitkan pada tahun 2007⁵³. Penelitian ini meneliti kemampuan *market timing* dan *selectivity* pada reksa dana di Indonesia. Penelitian ini dijabarkan sebagai berikut:

A. Data Penelitian

- Sampel reksa dana terdiri dari *return* bulanan 17 reksa dana saham di Indonesia selama periode 3 tahun yaitu Desember 2003 hingga Desember 2006.
- Data NAB reksa dana serta unit penyertaan diperoleh dari *website* Bapepam.
- Data Indeks Harga Saham Gabungan diperoleh dari *website yahoofinance*.
- Data Sertifikat Bank Indonesia 1 bulan diperoleh dari *website* Bank Indonesia.

B. Model Treynor-Mazuy

C. Hasil Penelitian

- Hipotesa manajer investasi reksa dana tidak memiliki alpha positif gagal ditolak dengan tingkat keyakinan 99%. Dengan demikian tidak ada alasan untuk percaya manajer investasi reksa dana saham di Indonesia memiliki kemampuan pemilihan saham yang superior.
- Hipotesa manajer investasi reksa dana tidak memiliki chi positif gagal ditolak dengan tingkat keyakinan 99%. Dengan demikian tidak ada alasan untuk percaya manajer investasi reksa dana saham di Indonesia memiliki kemampuan antisipasi waktu yang superior.

⁵³ Rahman Untung. *Berburu Manajer investasi yang Menghasilkan Alfa Positif :Evaluasi Monthly Return Reksa dana Saham Tahun 2004-2006*, dalam Usahawan No.4 Th. XXXVI April 2007. Hal : 18-21.

- Hipotesa manager investasi reksa dana mengelola portofolionya mendekati risiko pasar ($\beta=1$) ditolak dengan tingkat keyakinan 99%. Hasil penelitian memperlihatkan bahwa beta rata-rata reksa dana saham kurang dari 1.
- Hasil penelitian memperlihatkan ada 11 reksa dana dengan alpha positif, namun hanya 1 yang signifikan. Dan ada 10 reksa dana dengan chi positif dan tidak ada yang signifikan.

D. Kesimpulan yang dihasilkan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Manajer investasi reksa dana di Indonesia secara rata-rata tidak memiliki kemampuan *selectivity* dan *market timing* yang superior.
2. Ternyata ada manajer investasi reksa dana saham di Indonesia dengan alpha positif atau memiliki kemampuan *selectivity* yang superior.
3. Tidak ada manajer investasi reksa dana saham di Indonesia yang memiliki kemampuan *market timing* yang superior.