



UNIVERSITAS INDONESIA

**PERBANDINGAN PENGUKURAN KEMAMPUAN MARKET
TIMING DAN KETEPATAN PENGUBAHAN KOMPONEN
PORTOFOLIO SEKURITAS PADA PORTOFOLIO REKSA
DANA SAHAM SYARIAH DAN KONVENSIONAL**

TESIS

**Diajukan Sebagai Syarat Untuk Memperoleh Gelar Magister Sains (M.Si)
Dalam Bidang Ilmu Ekonomi dan Keuangan Syariah Pada Program Studi
Timur Tengah dan Islam, Program Pascasarjana, Universitas Indonesia**

Oleh:

**Reza Priyambada
NPM: 0806450962**

**UNIVERSITAS INDONESIA
PROGRAM PASCA SARJANA
PROGRAM STUDI KAJIAN TIMUR TENGAH DAN ISLAM
KEKHUSUSAN EKONOMI DAN KEUANGAN SYARIAH
JAKARTA
2010**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

Tesis ini adalah hasil karya sendiri,
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk
telah saya nyatakan dengan benar.

Nama : Reza Priyambada

NPM : 0806450962

Tanggal : 29 Desember 2010

Tandatangan : 
.....

LEMBAR PERSETUJUAN TESIS

Nama : Reza Priyambada

NPM : 0806450962

Kekhususan : Ekonomi dan Keuangan Syariah

Konsentrasi : Investasi Syariah

Judul Tesis : Perbandingan Pengukuran Kemampuan *Market Timing* dan Ketepatan Perubahan Komponen Portofolio Sekuritas Pada Portofolio Reksa Dana Saham Syariah dan Konvensional.

Pembimbing Tesis



Salim Siagian, Drs, M.B.A

LEMBAR PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :

Nama : Reza Priyambada

NPM : 0806450962

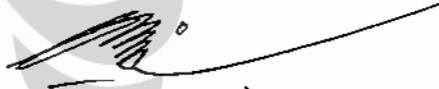
Program Studi : Ekonomi dan keuangan Islam

Judul Tesis : Perbandingan Pengukuran Kemampuan *Market Timing* dan Ketepatan Pengubahan Komponen Portofolio Sekuritas Pada Portofolio Reksa Dana Saham Syariah dan Konvensional.

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Sains pada Program Studi Timur Tengah dan Islam, Program Pascasarjana, Universitas Indonesia

DEWAN PENGUJI

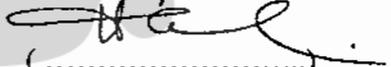
Ketua Sidang : Dr. A. Hanief Saha Ghafur, M.Si

()

Pembimbing : Salim Siagian, Drs, M.B.A

()

Penguji : Nurul Huda, S.E., M.M., M.Si

()

Pembaca Ahli/Reader : Else Fernanda, S.E., Ak., M.Sc

()

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 29 Desember 2010

KATA PENGANTAR

Bismillaahi Al-Rahmaan Al-Rahiim

Segala puji dan syukur kami panjatkan kepada Allah SWT, Sang Khalik, yang telah melimpahkan rahmat dan karuniaNya. Berbagai nikmat tiada terhingga selalu dilimpahkan kepada kami, semoga kami selalu *istiqomah* di jalan-Nya. *Shalawaat* dan *Salaam* semoga selalu tercurah kepada junjungan Nabi besar kita Muhammad SAW., keluarga beserta seluruh karib-kerabatnya, dan seluruh pengikutnya hingga akhir zaman.

Alhamdulillah, dalam penulisan tesis ini, meskipun penulis mengalami banyak kendala namun, banyak hal dan pelajaran yang dapat penulis petik sebagai hikmah dari pengalaman yang penulis alami sendiri. Sehingga pada akhirnya penulis dapat menyelesaikan tesis ini dengan baik meskipun disadari bahwa masih terdapat banyak kekurangan dalam tesis ini. Hal ini karena penulis sendiri hanyalah seorang manusia *dhaif* yang masih harus banyak belajar.

Oleh sebab itu, penulis ingin mengucapkan rasa syukur dan terima kasih yang mendalam kepada Allah SWT yang telah memberikan rahmatNya serta mengizinkan hamba-Nya untuk mampu menyelesaikan tesis ini dengan baik. Selain itu, penyelesaian tesis ini juga mendapat banyak dukungan dari berbagai pihak. Oleh karena banyak pihak yang mendukung penulisan tesis ini maka sudah sepantasnya penulis juga menghaturkan rasa ucapan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Prof. Dr. Lydia Freyani Hawadi, Psi selaku Ketua Program Studi PSTTI UI dan Dr. A. Hanief Saha Ghafur, M.Si selaku sekretaris Program Studi PSTTI UI sekaligus sebagai Ketua Sidang Tesis yang banyak memberikan dorongan, revisi, dan masukannya atas kesempurnaan penulisan tesis ini.
2. Bapak Salim Siagian, Drs, M.B.A atas kesediannya memberikan waktu luang kepada penulis untuk membimbing, mengarahkan dan memberikan berbagai petunjuk sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.
3. Bapak Nurul Huda, S.E., M.M., M.Si selaku penguji dan Bapak Else Fernanda, S.E., Ak., M.Sc selaku pembaca ahli tesis yang telah banyak

- membantu penulis dalam hal masukan dan revisinya demi kesempurnaan tesis ini.
4. Segenap bapak dan ibu dosen lainnya yang tak kenal lelah dan berkenan berdiskusi dan memberikan berbagai bekal ilmu kepada penulis sejak penulis duduk di bangku kuliah hingga lulus dari kampus tercinta ini.
 5. Seluruh kru sekretariat PSTTI – UI, Mbak Herlin, Mbak Tuti, Mas Hidayat, Mastenk, dan lainnya yang tidak dapat disebutkan satu per satu atas semua bantuan dan dorongan yang telah diberikan.
 6. Seluruh kru perpustakaan atas bantuan peminjaman jurnal dan buku – bukunya sehingga menunjang penyelesaian penulisan tesis ini.
 7. Ayahanda Drs. Agoes Basoeki dan Ibunda tercinta Eriene A. Melanie, atas kasih sayang yang tiada terkira, dukungan dan dorongan yang telah diberikan kepada ananda baik secara moriil dan materiil, sehingga penulis dapat menyelesaikan penulisan tesis ini.
 8. Adik-adikku tersayang, Nandra M. Kusumaningdyah, Prayogi Alm., Aryo W. Prabowo, Murti Kanti Parameshwari, dan Rama M. Dewandharu yang telah membantu penulis atas doanya.
 9. Kepala Biro Pengelola Investasi Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (KaBiro PI Bapepam-LK) beserta stafnya yang telah berkenan memberikan data – data nilai aktiva bersih (NAB) per unit Reksa Dana untuk keperluan penelitian ini.
 10. Bapak Achmad Bermawi selaku Direktur Asset Management dan Ibu Jane Surya Liem selaku Corporate Public Relation / Fund Head Marketing PT. Asjaya Indosurya Securities yang telah memberikan kesempatan untuk bekerja sekaligus belajar dan menyelesaikan tesis ini.
 11. Mas Akbar dan Mas Erwin selaku Fund Manager dan Marissa selaku Research Officer PT. Asjaya Indosurya Securities atas diskusi dan berbagi pengalamannya di bidang riset dan pengelolaan investasi Reksa Dana.
 12. Kepada para sohib dan teman diskusi Pak Zakik, Pak Muksin, Pak Tris, Ibu Sri Harumi, Mbak Heni, Mbak Yulia Nova, Mbak Amie, Mas Ketut Mas Fadli, dan teman-teman lainnya yang tidak dapat disebutkan satu per satu atas semua motivasi, masukan dan nasehat yang telah diberikan.

13. Seluruh rekan mahasiswa EKS PSTTI UI angkatan 15 dan 16 Pascasarjana Universitas Indonesia Jakarta yang telah ikut membantu dan mendukung penulis baik secara moriil maupun materiil selama penulis menjalani kuliah.

14. Kepada rekan-rekan PT. Finansial Bisnis Informasi (FBI), terutama Diana, Dewi, Desmon, Mas Agung, Dodi, Gerry, dan Arifin. Tak lupa rekan-rekan lainnya atas bantuan dan diskusinya yang telah dberikan.

Hanya kepada Allah SWT jualah akhirnya penulis memanjatkan doa, semoga Allah SWT memberikan balasan berupa amal yang berlipat. Tanpa dorongan dan dukungan mereka, penulis hanyalah hamba yang *dhaif*.

Jakarta, Desember 2010

Penulis

HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Reza Priyambada
NPM : 0806450962
Program Studi : Ekonomi dan Keuangan Syariah
Fakultas : Program Pasca Sarjana
Jenis karya : Tesis

demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty-Free Right*)** atas karya ilmiah saya yang berjudul:

Perbandingan Pengukuran Kemampuan *Market Timing* dan Ketepatan Pengubahan Komponen Portofolio Sekuritas Pada Portofolio Reksa Dana Saham Syariah dan Konvensional.

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat dan memublikasikan tugas akhir saya tanpa meminta izin dari saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta. Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta.....

Pada tanggal : Desember 2010

Yang menyatakan

(Reza Priyambada)

ABSTRAK

Nama : Reza Priyambada
Program Studi : Ekonomi dan Keuangan Syariah
Judul : Perbandingan Pengukuran Kemampuan *Market Timing* dan Ketepatan Pengubahan Komponen Portofolio Sekuritas Pada Portofolio Reksa Dana Saham Syariah dan Konvensional.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui seberapa besar kemampuan *Market Timing* sekaligus ketepatan pengubahan komponen portofolio sekuritas pada portofolio Reksa Dana Saham Syariah maupun konvensional yang dikelola Manajer Investasi. Dengan menggunakan analisis uji regresi berganda diperoleh kesimpulan bahwa dari sampel Reksa Dana yang berjumlah 22 (dua puluh dua) tersebut, hanya ada 2 (dua) Reksa Dana yang menggambarkan secara statistik memiliki kemampuan *Market Timing* dimana 1 (satu) Reksa Dana Syariah, yaitu Mega Dana Syariah, dan 1 (satu) Reksa Dana konvensional, yaitu Si Dana Saham. Kemampuan *Market Timing* dari suatu sampel Reksa Dana pada penelitian ini hanya dimiliki oleh Reksa Dana Saham yang memiliki umur periode pengamatan lebih pendek.

Sementara itu, dari taksiran konstanta α – yang menggambarkan kemampuan ketepatan mengubah komponen portofolio sekuritas – untuk keseluruhan sampel Reksa Dana ialah tidak signifikan atau tidak dapat dinilai dalam hal kemampuan ketepatan mengubah komponen portofolio sekuritas. Manajer Investasi baik pada sampel Reksa Dana Saham Syariah maupun Reksa Dana Konvensional pada penelitian ini belumlah memiliki kemampuan ketepatan mengubah komponen portofolio sekuritas

Kata Kunci: Reksa Dana, *Market Timing*, portofolio, syariah

ABSTRACT

Name : Reza Priyambada

Major : Islamic Economics and Finance

Title : Comparative Measurement of Market Timing Ability and Accuracy in Changing the Securities Portfolio Component on Shariah and Conventional Mutual Fund

This study aims to find out how much Market Timing capability as well as the accuracy of the changing the portfolio securities components on Sharia or even in conventional equity fund managed by the investment managers. By using multiple regression analysis, we concluded that the samples of the Mutual Fund which amounted to 22 (twenty two) is, there are only two (2) Mutual Funds which describe statistically have the ability to Market Timing whereby 1 (one) Sharia Fund, namely Mega Dana Syariah, and the other 1 (one) a conventional Mutual Fund, namely Si Dana Saham. Market Timing ability of Mutual Funds on a sample of this study is only held by the Equity Mutual Fund that have a shorter life period of observation.

Meanwhile, of the estimated constants α - which describes the ability of the accuracy of the changing the portfolio securities components - for the overall of Mutual Fund sample is not significant or the capability of accuracy to change components of portfolio securities could not be assessed. Investment Managers in both samples of Sharia Equity Mutual Funds and Conventional Mutual Funds in this study had not yet have the ability to change the precision of portofolio securities component.

Keywords: Mutual Funds, Market Timing, portfolio, sharia

التجريد

اسم □ Reza Priyambada

الدورات : الإسلامية المالية والاقتصادية

العنوان : نسبية القياس لقدرة السوق التوقيت والدقة في تغيير

مكونات محفظة الأوراق المالية استثمارات

صندوق الاسهم الاسلامية والتقليدية.

تهدف هذه الدراسة لمعرفة مدى قدرة بكثير فضلا عن دقة لتحويل سوق الأوراق المالية التوقيت عنصر في محفظة الصندوق محفظة الاسهم الاسلامية ، وكذلك التقليدية تدار من قبل مديري الاستثمار. باستخدام تحليل الانحدار المتعدد وخلصنا إلى أن هذه العينات للصندوق والبالغة ٢٢ هو ، لا يوجد سوى اثنين (٢) صناديق الاستثمار لديها القدرة على وصف التوقيت إحصائيا سوقي واحد (١) صناديق الاستثمار الشرعية ، ميجا وهي مع أحكام الشريعة الإسلامية والصناديق و ١ (واحد) صناديق الاستثمار المشترك التقليدية ، وهما سي أسهم الصندوق. ويقام السوق فقط القدرة توقيت صناديق الاستثمار على عينة من هذه البحوث من خلال صندوق أسهم التي لها فترة أقصر حياة المراقبة. وفي الوقت نفسه ، من الثوابت α المقتررة -- الذي يصف القدرة على تغيير دقة محفظة أوراق مالية مكون -- صندوق الاستثمار المشترك لمجمل العينة ليست كبيرة أو لا يمكن تقييمها من حيث الدقة والقدرة على تغيير مكونات محفظة الأوراق المالية. وكان مدراء الاستثمار في كل من مخزون عينات صناديق الاستثمار وصناديق الاستثمار الشرعية التقليدية في هذه الدراسة ليس لديها حتى الآن القدرة على تغيير دقة محفظة الأوراق المالية المكون.

الكلمات الرئيسية : صناديق الاستثمار ، توقيت السوق ، محفظة ، الشرعية

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
LEMBAR PERSETUJUAN TESIS.....	iii
LEMBAR PENGESAHAN.....	iv
KATA PENGANTAR.....	v
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS AKHIR UNTUK KEPERLUAN AKADEMIS.....	viii
ABSTRAK.....	ix
ABSTRACT.....	x
ABSTRAK (Arab).....	xi
DAFTAR ISI.....	xii
DAFTAR GRAFIK.....	xiv
DAFTAR GAMBAR.....	xv
DAFTAR TABEL.....	xvi
DAFTAR LAMPIRAN.....	xvii
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	10
1.3 Tujuan Penelitian.....	11
1.4 Manfaat Penelitian.....	11
1.5 Kerangka Pemikiran.....	12
1.6 Hipotesis Penelitian.....	14
1.7 Metode Penelitian.....	14
1.8 Sistematika Penulisan.....	15
BAB II KAJIAN TEORI.....	17
2.1 Investasi.....	17
2.1.1 Investasi dalam Perspektif Syariah.....	18
2.1.2 Investasi Syariah di Pasar Modal Indonesia.....	24
2.2 Reksa Dana.....	27
2.2.1 Klasifikasi Reksa Dana.....	28
2.2.2 Reksa Dana Syariah.....	30
2.3 <i>Return</i> dan Risiko Reksa Dana.....	32
2.4 Strategi Aktif <i>Market Timing</i>	38
2.5 Strategi Aktif Mengubah Komponen Portofolio Sekuritas....	45

2.6 Penelitian Terkait dengan Kemampuan Market Timing Dan Keberhasilan Pemilihan Sekuritas / Ketepatan Pengubahan Komponen Portofolio Sekuritas pada Portofolio Reksa Dana.....	49
BAB III METODE PENELITIAN.....	52
3.1 Data dan Sampel.....	52
3.2 Periode Pengamatan.....	53
3.3 Objek Pengamatan.....	53
3.4 Metode Pengambilan Sampel.....	54
3.5 Teknik Pengumpulan Data.....	54
3.6 Pengukuran Variabel.....	55
3.6.1 Imbal Hasil / <i>Return</i> Reksa Dana.....	55
3.6.2 Imbal Hasil / <i>Return</i> Pasar.....	56
3.6.3 Imbal Hasil / <i>Return</i> Aset Bebas Risiko.....	57
3.7 Metode Analisis Data.....	57
3.8 Tahapan – Tahapan Penelitian.....	59
BAB IV PERBANDINGAN PENGUKURAN KEMAMPUAN MARKET TIMING DAN KETEPATAN PENGUBAHAN KOMPONEN PORTOFOLIO SEKURITAS PADA PORTOFOLIO REKSA DANA SAHAM SYARIAH DAN KONVENSIONAL	60
4.1 Analisis Hasil Pengolahan Regresi.....	61
4.1.1 Analisis Kemampuan <i>Market Timing</i>	62
4.1.2 Analisis Kemampuan Ketepatan Mengubah Komponen Portofolio Sekuritas.....	81
4.1.2.1 Analisis Kemampuan Ketepatan Mengubah Komponen Portofolio Sekuritas Reksa Dana Saham Syariah.....	81
4.1.2.2 Analisis Kemampuan Ketepatan Mengubah Komponen Portofolio Sekuritas Reksa Dana Konvensional.....	86
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN.....	92
5.1 Kesimpulan	92
5.2 Saran.....	93
5.3 Implikasi Penelitian.....	95
DAFTAR PUSTAKA.....	98
LAMPIRAN.....	101

DAFTAR GRAFIK

Grafik 2.1	Pembagian Risiko: Risiko Sistematis dan Risiko Tidak Sistematis.....	33
------------	--	----



DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Kerangka Pemikiran Penelitian	13
Gambar 3.1 Tahapan – Tahapan Penelitian.....	59



DAFTAR TABEL

Tabel 4.1	Ringkasan Hasil Regresi <i>Market Timing</i> dan Ketepatan Pengubahan Komponen Portofolio Sekuritas (Waktu Terbit Desember 2006).....	63
Tabel 4.2	Ringkasan Hasil Regresi <i>Market Timing</i> dan Ketepatan Pengubahan Komponen Portofolio Sekuritas (Waktu Terbit Mei 2007).....	65
Tabel 4.3	Ringkasan Hasil Regresi <i>Market Timing</i> dan Ketepatan Pengubahan Komponen Portofolio Sekuritas (Waktu Terbit Agustus 2007).....	68
Tabel 4.4	Ringkasan Hasil Regresi <i>Market Timing</i> dan Ketepatan Pengubahan Komponen Portofolio Sekuritas (Waktu Terbit September 2007).....	71
Tabel 4.5	Ringkasan Hasil Regresi <i>Market Timing</i> dan Ketepatan Pengubahan Komponen Portofolio Sekuritas (Waktu Terbit Januari 2008).....	72
Tabel 4.6	Ringkasan Hasil Regresi <i>Market Timing</i> dan Ketepatan Pengubahan Komponen Portofolio Sekuritas (Waktu Terbit April 2008).....	76
Tabel 4.7	Ringkasan Hasil Regresi <i>Market Timing</i> dan Ketepatan Pengubahan Komponen Portofolio Sekuritas (Waktu Terbit September 2008).....	78
Tabel 4.8	Ringkasan Hasil Regresi <i>Market Timing</i> dan Ketepatan Pengubahan Komponen Portofolio Sekuritas (Waktu Terbit Januari 2009).....	79

DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran I Data IHSG dan SBIS 1 Bulan
- Lampiran II Data NAB/Unit Reksa Dana Saham Syariah
- Lampiran III Data NAB/Unit Reksa Dana Saham Konvensional
- Lampiran IV Hasil Output Regresi
- Lampiran V Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor: 20 / DSN – MUI / IV / 2001 Tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksa Dana Syariah



BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pasar Modal atau yang lebih dikenal dengan nama *Capital Market* merupakan salah satu tempat bertemunya para pihak yang membutuhkan dana dan pihak yang kelebihan dana dalam memperdagangkan Efek – Efek atau surat berharga diantara mereka. Dalam Undang – Undang No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal, mengatakan bahwa *Efek – Efek yang dapat diperdagangkan di dalam Pasar Modal ialah surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, Unit Penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas Efek, dan setiap derivatif dari Efek*. Kemudian Efek – Efek ini diperdagangkan melalui sistem yang terorganisir dimana pihak pembeli maupun penjual Efek – Efek tersebut memperdagangkan Efek – Efek tersebut melalui wakil – wakilnya atau yang lebih dikenal dengan sebutan *broker* atau *dealer* sehingga antara penjual maupun pembeli Efek – Efek tersebut tidak saling tatap muka atau tidak bertemu secara langsung dalam melakukan transaksi Efek ini.

Dalam cakupan yang lebih luas, Pasar Modal tidak hanya berhubungan dengan transaksi jual beli berbagai efek tersebut namun, juga berhubungan dengan kegiatan lainnya. Adapun kegiatan lainnya yang dilakukan di Pasar Modal antara lain ialah kegiatan yang berhubungan dengan penawaran umum, aksi korporasi (*corporate action*) yang dilakukan oleh emiten – emiten, serta kegiatan dari lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Luasnya cakupan dari kegiatan yang dilakukan di Pasar Modal menjadikan Pasar Modal begitu dinamis dan dapat mengalami perubahan seiring dengan berkembangnya pengetahuan masyarakat dan pelaku pasar terhadap produk – produk investasi baru, kebijakan – kebijakan yang mendukung berkembangnya Pasar Modal, dan aspek lainnya. Pasar Modal menjadi tempat yang menyediakan berbagai alternatif investasi bagi para investor

selain alternatif investasi lainnya seperti menabung di bank, membeli asuransi, serta membeli instrumen riil berupa emas, tanah, dan aset tetap lainnya.

Ahmad (2004) dalam bukunya membagi Pasar Modal ke dalam tiga definisi. Adapun tiga definisi tersebut ialah sebagai berikut:

- a. Definisi yang luas mengartikan Pasar Modal adalah kebutuhan sistem keuangan yang terorganisasi, termasuk bank – bank komersial dan semua perantara di bidang keuangan, serta surat – surat kertas berharga/klaim, jangka panjang dan jangka pendek, primer, dan yang tidak langsung.
- b. Definisi dalam arti menengah mengartikan Pasar Modal adalah semua pasar yang terorganisasi dan lembaga – lembaga yang memperdagangkan warkat – warkat kredit (biasanya yang berjangka waktu lebih dari satu tahun) termasuk saham – saham, obligasi – obligasi, pinjaman berjangka hipotek, dan tabungan serta deposito berjangka.
- c. Definisi dalam arti sempit mengartikan Pasar Modal adalah tempat pasar terorganisasi yang memperdagangkan saham – saham dan obligasi – obligasi dengan memakai jasa dari makelar, komisioner, dan para *underwriter* (penjamin)nya.

Pasar Modal Indonesia dalam beberapa tahun terakhir berkembang cukup pesat. Bila kita telusuri ke belakang, sebenarnya Pasar Modal bukan merupakan hal yang baru. Pasar Modal di Indonesia telah ada sejak jaman pemerintahan kolonial Belanda. Rusdin (2006) dalam bukunya menuliskan, tepatnya pada 14 Desember 1912, didirikan bursa efek di Batavia (Jakarta). Saat itu dinamakan *Vereniging voor de Effectenhandel*. Akan tetapi, saat itu hanya perusahaan – perusahaan Belanda yang menjadi anggota bursa yang aktif. Kemudian didirikan pula bursa efek di Semarang dan di Surabaya. Ketika terjadi perang dunia kedua, keseluruhan kegiatan perdagangan efek ditutup yang mengakibatkan terganggunya kegiatan bursa waktu itu. Pada tahun 1950 dimulainya kembali kegiatan Pasar Modal yang ditandai dengan diterbitkannya Obligasi Republik Indonesia yang dikeluarkan oleh Pemerintah.

Rusdin juga menambahkan sejak itu, kegiatan Pasar Modal kembali bergulir. Pasang surut kegiatan perdagangan mewarnai kondisi Pasar Modal yang memang saat itu terpengaruh oleh kondisi di dalam negeri. Pada masa orde baru, selama tahun 1977 hingga 1987 Pasar Modal mengalami kelesuan meskipun Pemerintah telah memberikan fasilitas kepada perusahaan-perusahaan yang memanfaatkan dana dari bursa efek. Tersendatnya perkembangan Pasar Modal selama periode itu disebabkan oleh beberapa masalah antara lain mengenai prosedur emisi saham dan obligasi yang terlalu ketat, adanya batasan fluktuasi harga saham, dan lain sebagainya. Untuk mengatasi masalah itu, Pemerintah mengeluarkan berbagai deregulasi yang berkaitan dengan perkembangan Pasar Modal yaitu, Paket Desember 1987 (Pakdes 87), Paket Oktober 1988 (Pakto 88), dan Paket Desember (Pakdes 88).

Hingga saat ini, tidak kurang dari berbagai peraturan baik dari Pemerintah antara lain Undang – undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal dan Peraturan Pemerintah Nomor 45 dan 46 Tahun 1995 tentang Pelaksanaan Kegiatan di Pasar Modal dan Tata Cara Pemeriksaan di Bidang Pasar Modal, dan Keputusan Menteri Keuangan maupun lembaga – lembaga terkait seperti, Bapepam dan Bursa Efek telah dikeluarkan dengan tujuan mewujudkan Pasar Modal yang teratur, wajar, dan efisien.

Kehadiran Pasar Modal telah memberi warna tersendiri dan menambah kedinamisan perekonomian. Kedinamisan tersebut ditandai dengan semakin banyaknya investor yang masuk ke Pasar Modal, mulai beragamnya produk – produk investasi yang diperdagangkan di Pasar Modal, hingga mulai banyaknya bermunculan Manajer Investasi baru. Bahkan pihak asing pun menjadikan Pasar Modal kita sebagai alternatif lahan investasi bagi mereka bila dibandingkan dengan Pasar Modal negara lain. Kondisi ini terlihat pada statistik Pasar Modal dimana transaksi asing yang mengalami peningkatan. Berdasarkan data statistik yang dikeluarkan Bapepam tercatat hingga akhir 2008 tercatat total volume perdagangan yang dilakukan asing mencapai 149,98 milyar kali dengan total nilai mencapai Rp 282 triliun. Sementara itu, bila dibandingkan dengan tahun 2007, total volume perdagangan asing mencapai 126,35 milyar kali dengan total nilai perdagangan mencapai Rp 227,5 triliun. Hal ini tentu saja hal yang

menggemirakan bagi kita semua terhadap perkembangan industri Pasar Modal. Sebagai informasi hingga akhir Desember 2009 total volume perdagangan yang dilakukan investor asing tercatat sebanyak 137,37 milyar kali dengan total nilai perdagangan mencapai Rp 248,77 triliun.

Di antara berbagai efek yang dapat diperdagangkan di Pasar Modal, salah satu produk investasi yang banyak diperdagangkan di Pasar Modal dan menjadi pilihan favorit investasi bagi masyarakat ialah produk Reksa Dana. Produk ini menjadi favorit karena instrumen investasi ini dapat menjangkau kalangan investor kecil dengan dana terbatas namun, ingin memiliki banyak Efek dalam portfolionya.

Reksa Dana yang merupakan produk kreatif pada Pasar Modal muncul karena umumnya pemodal merasakan adanya beberapa kesulitan. Adapun kesulitan – kesulitan tersebut ialah kesulitan untuk melakukan investasi pada Efek secara individual seperti pada Saham, Obligasi, dan Surat Utang lainnya dimana banyak ragamnya. Selain itu, investor juga merasa kesulitan untuk memantau perkembangannya dan menganalisis kondisi pasar secara terus menerus dimana sangat menyita waktu. Kesulitan lainnya ialah dibutuhkan dana yang relatif besar untuk melakukan investasi pada Efek – Efek tersebut secara individual. Di lain pihak, investor membutuhkan alternatif investasi yang dapat mengatasi kesulitan – kesulitan tersebut namun, dapat memberikan imbal hasil yang memadai bahkan bila memungkinkan dapat memberikan imbal hasil yang lebih baik dibandingkan produk perbankan. Untuk itulah, Reksa Dana diterbitkan.

Tidak hanya itu, imbal hasil yang diperolehnya pun juga diharapkan tidak termakan dengan tingkat inflasi. Investor akan semakin tertarik untuk memilih Reksa Dana apabila tingkat inflasi memperlihatkan tren penurunan karena dengan tingkat inflasi yang rendah investasi pada instrumen keuangan yang berbunga tetap (*fixed income*) seperti deposito menjadi semakin tidak menarik. Pada akhirnya *arbitrage theory* yang akan berbicara di sini, artinya kalau seorang pemilik dana ingin mencari *rate of return* yang lebih tinggi tentu dia akan memilih Reksa Dana sebagai instrumen investasinya dibandingkan pada deposito (Makalew, 2008). Hal ini dikarenakan *rate* dari deposito mengikuti perubahan

suku bunga yang ditetapkan Bank Indonesia (BI). Sementara itu, perubahan suku bunga BI dipengaruhi oleh perubahan tingkat inflasi.

Saat ini, Reksa Dana yang beredar dan berkembang secara pesat ialah Reksa Dana berbentuk kontrak investasi kolektif. Bila kita kembali ke sejarah dimana Reksa Dana pertama kali hadir pada tahun 1990 berdasarkan SK Menteri Keuangan No. 1548 Tahun 1990, pertama kali diperkenalkan BDNI Reksa Dana Tertutup dari PT. BDNI. Lalu, angin segar pun berhembus pada dunia Reksa Dana yang ditandai dengan dikeluarkannya Undang – Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. Di tahun ini, Reksa Dana mulai terlihat tumbuh secara aktif. Hal ini terlihat dari terdapatnya 4 (empat) Reksa Dana baru yang mendapat izin dari Bapepam untuk ditawarkan kepada masyarakat. Tiga Reksa Dana diterbitkan oleh PT. Danareksa, yang sewaktu itu merupakan satu – satunya Badan Usaha Milik Negara yang menjalankan usaha di bidang Sekuritas, dan satu Reksa Dana dengan jenis Reksa Dana Pasar Uang yang diterbitkan oleh PT. BDNI Securities. Dengan dikeluarkannya peraturan tersebut merupakan gebrakan baru pada industri Reksa Dana. Hal ini dikarenakan mulai diperkenalkannya Reksa Dana dengan jenis Reksa Dana Terbuka setelah sebelumnya masyarakat hanya mengetahui Reksa Dana Tertutup.

Perbedaan mendasar antara Reksa Dana tertutup dan terbuka ialah mengenai adanya kewajiban Manajer Investasi untuk membeli kembali Unit Reksa Dana bila investor menginginkan untuk menjual Reksa Dana tersebut kepada Manajer Investasi. Dalam perkembangannya telah hadir Reksa Dana Syariah. Kemunculan awal Reksa Dana Syariah ini ditengah – tengah gelombang lahirnya perbankan Syariah Indonesia. Adapun pada awal lahirnya Reksa Dana Syariah diawali dengan terbitnya Reksa Dana kelolaan PT. Danareksa Investment Management pada Juni 1997. Kemudian, Reksa Dana kedua lahir pada tahun 2000 yaitu Reksa Dana kelolaan PT. PNM Investment Management. Reksa Dana Syariah yaitu Reksa Dana yang khusus menginvestasikan dananya ke dalam saham – saham perusahaan yang tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip Islam. Dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) saham – saham yang tidak bertentangan dengan prinsip – prinsip Islam biasanya dikelompokkan ke dalam kelompok indeks Syariah. Dalam website Bursa Efek Indonesia dituliskan saham – saham

yang masuk dalam Indeks Syariah adalah emiten yang kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan syariah. Adapun kegiatan usaha tersebut tidak melakukan seperti usaha di bawah ini:

- Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
- Usaha lembaga keuangan konvensional (ribawi) termasuk perbankan dan asuransi konvensional.
- Usaha yang memproduksi, mendistribusi serta memperdagangkan makanan dan minuman yang tergolong haram.
- Usaha yang memproduksi, mendistribusi dan atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.

Reksa Dana ini dimaksudkan untuk memberi alternatif investasi yang lebih luas kepada masyarakat terutama kepada pemodal muslim. Timbulnya kegiatan investasi yang didasarkan pada prinsip – prinsip syariah Islam merupakan suatu langkah maju bagi industri jasa keuangan di Indonesia. Hal ini wajar saja mengingat mayoritas penduduk Indonesia ialah beragama Islam. Selain itu, kegiatan investasi berlandaskan Islam akan menarik karena akan memberi keyakinan bahwa kegiatan investasi juga merupakan bentuk dari kegiatan ibadah *muamalah*.

Berbicara mengenai perkembangan Reksa Dana, Nilai Aktiva Bersih (NAB) instrumen investasi ini pernah mencapai lebih dari Rp 100 triliun pada kuartal pertama tahun 2005 kemudian mengalami penurunan hingga jatuh di bawah Rp 40 triliun pada kuartal keempat tahun 2005 hingga kuartal ketiga tahun 2006 yang disebabkan penarikan besar-besaran (*redemption*) dari nasabah karena adanya krisis ekonomi dan mulai diterapkannya konsep "*marked to market*" yaitu suatu perhitungan NAB berdasarkan nilai pasar. Di lain pihak ada juga yang menyebutkan penyebab turunnya NAB ialah adanya surat edaran Bank Indonesia yang melarang bank memberikan jaminan terhadap Reksa Dana. Sejumlah bank yang sebelumnya aktif memasarkan Reksa Dana dan aktif menjadi penjamin memutuskan hubungan dengan Manajer Investasi. Dana kelolaan sejumlah Manajer Investasi yang terdiri dari NAB Reksa Dana dan *discretionary fund* pun

terpangkas. Faktor lainnya yang menyebabkan turunnya NAB Reksa Dana ialah rencana Pemerintah untuk menerapkan pajak terhadap Reksa Dana, baik terhadap instrumen investasinya maupun NAB per unitnya. Kondisi ini dapat mengakibatkan pengenaan pajak berganda. Jenis Reksa Dana yang akan lebih terasa dampaknya terutama ialah Reksa Dana Pendapatan Tetap dimana selama ini imbal hasil berupa bunga obligasi bukan merupakan objek pajak. 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 & LK, tidak dikenakan pemotongan pajak selama 5 (lima) tahun pertama sejak pernyataan efektif dari BAPEPAM & LK diperoleh.

Industri Reksa Dana secara perlahan mulai bangkit kembali dan nasabah kembali percaya untuk berinvestasi pada Reksa Dana. Pada akhir Desember 2009, NAB Reksa Dana telah mencapai angka Rp 112,98 triliun meningkat 52,54% dibandingkan akhir 2008 yang mencapai Rp 74,07 triliun. Jumlah Reksa Dana pada akhir Desember 2009 telah mencapai angka 610 meningkat 7,58% dibandingkan akhir 2008 yang mencapai 567 Reksa Dana. Jumlah unit yang beredar pun juga mengalami peningkatan mencapai 69,98 milyar unit penyertaan pada akhir Desember 2009. Dari total NAB tersebut, Reksa Dana Syariah berada pada angka Rp 3.670,72 milyar atau baru mencapai 3,24% dari porsi NAB yang ada. Hal ini bisa ditingkatkan seiring dengan berkembangnya ragam produk Reksa Dana Syariah.

Makin banyaknya jumlah Reksa Dana yang beroperasi memberikan indikasi makin bergairahnya industri Reksa Dana di Indonesia. Tentu saja hal ini diikuti oleh pengetahuan masyarakat terhadap produk ini yang juga semakin lama semakin tinggi. Lahan investasi pada Reksa Dana, khususnya Reksa Dana Pendapatan Tetap, semakin diminati oleh masyarakat karena produk ini bisa memberikan imbal hasil yang lebih tinggi dari imbal hasil deposito (Kaslani, 2004).

Manisnya industri Reksa Dana tidak hanya diminati oleh para investor saja. Para Manajer Investasi selaku pengelola dana terus berinovasi menciptakan produk barunya agar para investor mau menginvestasikan uangnya yang

selanjutnya dikelola oleh Manajer Investasi. Setiap produk yang ditawarkan oleh para Manajer Investasi memiliki tujuan dan kebijakan investasi yang berbeda satu sama lain. Perbedaan tersebut tidak hanya terjadi antar Manajer Investasi. Pada beberapa produk Reksa Dana yang dikelola oleh Manajer Investasi yang sama pun juga terjadi perbedaan pengelolaan.

Bagi para investor memilih Reksa Dana dari berbagai produk merupakan suatu keputusan penting karena investor akan memberi kepercayaan kepada Manajer Investasi untuk mengelola dananya. Terkait dengan kepercayaan yang akan diberikan maka sebagai kriteria awal sebelum membandingkan kinerja antar Reksa Dana maka perlu kiranya investor mengetahui lebih dalam Manajer Investasi tersebut. Kriteria ini berkaitan dengan risiko moral hazard dari sisi Manajer Investasi yang mungkin saja bisa terjadi. Kemampuan dalam mengelola dan menjaga kepercayaan yang diberikan dibuktikan dengan tidak adanya *track record* pengelolaan dana yang bermasalah. Kriteria lainnya ialah penilaian kinerja Reksa Dana dengan membandingkan kinerja antar Reksa Dana yang ada di pasar. Penilaian ini bisa saja dibandingkan antar kinerja Reksa Dana yang sejenis dan atau dibandingkan dengan imbal hasil yang diperoleh pada imbal hasil pasar atau bisa juga terhadap imbal hasil dari aset bebas risiko. Hasil dari penilaian ini tentu saja akan memberikan hasil yang berbeda pada setiap perhitungan per jenis Reksa Dana. Selain itu, hasil dari penilaian kinerja Reksa Dana juga ditentukan oleh kemampuan Manajer Investasi dalam mengelola portofolionya.

Kemampuan Manajer Investasi tersebut diharapkan dapat menghasilkan kinerja yang optimal yang tentunya tergantung dari strategi investasi yang dijalankannya. Strategi portofolio yang tepat perlu dipilih untuk mencapai konsistensi dengan tujuan dan kebijakan investasi yang telah ditetapkan karena tujuan dan kebijakan investasi memang memiliki pengaruh signifikan atas pemilihan strategi investasi (Achsien, 2000). Achsien juga mengungkapkan bahwa pada dasarnya ada dua strategi besar yang tersedia sebagai gaya dalam mengelola portofolio, yaitu strategi aktif dan strategi pasif.

Achsien mengatakan dalam pengelolaan Reksa Dana secara pasif yang mengasumsikan harga sekuritas berada pada level yang wajar dan pasar efisien, Manajer Investasi tidak melakukan analisis sekuritas (*security analysis*) untuk

mencari sekuritas yang *mispriced* (*undervalued* atau *overvalued*).⁶ Ia juga mengatakan bahwa strategi jenis ini mengkonstruksi portofolio untuk tidak *beat the market*, tetapi untuk *match the market*. Hal ini dimaksudkan bahwa Manajer Investasi tidak melakukan upaya untuk melawan pasar namun, mengikuti ritme pasar yang sedang terjadi. Yang dilakukan kemudian ialah *index tracking*, dengan *capital-weighted asset* yang sesuai dengan portofolio pasar. Ia menjelaskan bahwa *Index tracking* adalah inefisien karena sebenarnya dimungkinkan mendapatkan alternatif portofolio yang berisiko lebih rendah untuk *expected return* yang sama dengan portofolio pasar. Atau mencapai *return* yang lebih tinggi untuk tingkat risiko yang sama.

Sementara itu, pada pengelolaan portofolio yang dilakukan secara aktif, manajemen jenis ini merupakan usaha untuk *beat the market*, dimana Manajer Investasi menggunakan seluruh informasi yang tersedia atau juga teknik *forecasting* untuk memperoleh *abnormal return* dari portofolio. Manajer Investasi yang melakukan strategi ini biasanya melakukan metode analisis berupa analisis fundamental dan atau analisis teknikal. Penilaian kinerja Reksa Dana yang isi portofolionya dikelola secara aktif, dimana tingkat imbal hasil dan risiko yang mudah sekali untuk berubah – ubah, maka salah satunya dapat dilakukan dengan cara menilai kemampuan *Market Timing* dan ketepatan pengubahan komponen portofolio sekuritas atau keberhasilan pemilihan sekuritas (*stock selection ability*). Meskipun hampir seluruh pengelola dana menerapkan strategi pengelolaan aktif namun, akan memberikan hasil yang berbeda. Hal ini dikarenakan adanya perbedaan dalam kemampuan *Market Timing* dan ketepatan pengubahan komponen portofolio sekuritas. Ketepatan dalam membaca arah maupun gejala di pasar itulah yang dinamakan *Market Timing* dari Manajer Investasi.

Kemampuan menggunakan teknik *Market Timing* dan ketepatan pengubahan komponen portofolio sekuritas terhadap portofolio Reksa Dana yang dikelola oleh Manajer Investasi terutama pada Reksa Dana Syariah mendorong penulis untuk melakukan pengujian terhadap kemampuan *Market Timing* dan Ketepatan Pengubahan Komponen Portofolio Sekuritas Pada Portofolio Reksa Dana Saham Syariah.

1.2 Perumusan Masalah

Perhitungan kinerja Reksa Dana umumnya hanya berdasarkan pada penilaian *return* dan risiko yaitu dengan membandingkan nilai NAB/unit pada periode T_1 dengan nilai NAB/unit pada periode T_0 . Padahal selain itu, dapat juga diteliti mengenai kemampuan pengelolaan portofolio Reksa Dana melalui pendekatan *Market Timing* dan keberhasilan pemilihan sekuritas atau lebih tepatnya kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas. Penelitian mengenai *Market Timing* dan keberhasilan pemilihan sekuritas telah banyak dilakukan. Tidak hanya pada Reksa Dana Saham saja namun, juga dilakukan pada jenis Reksa Dana lainnya. Hasil yang diperoleh pun juga bervariasi untuk setiap jenis Reksa Dana maupun Manajer Investasinya dimana hampir sebagian besar Manajer Investasi belum sepenuhnya menerapkan strategi ini. Akan tetapi, penelitian yang dilakukan selama ini kebanyakan baru terbatas pada Reksa Dana konvensional pada umumnya seperti Reksa Dana Campuran, Reksa Dana Saham, dan Reksa Dana Pendapatan Tetap untuk berbagai periode antara lain oleh Kaslani (2004), Harahap (2006), dan Makalew (2008). Untuk itu, pada penelitian ini penulis mencoba untuk meneliti bagaimana *Market Timing* dan keberhasilan pemilihan sekuritas atau lebih tepatnya kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas pada Reksa Dana Syariah maupun konvensional. Terkait dengan data yang akan diambil yaitu berupa Reksa Dana Saham Syariah maka diharapkan dalam hal ini sekuritas yang dipilih tentu merupakan sekuritas yang telah sesuai dengan aturan – aturan yang ditetapkan secara syariah.

Merujuk pada rumusan masalah di atas maka pertanyaan-pertanyaan yang akan diajukan, yaitu:

- a. Seberapa besar kemampuan *Market Timing* pengelola dana dalam mengelola Reksa Dana Saham Syariah maupun konvensional?
- b. Seberapa besar tingkat keberhasilan pemilihan sekuritas atau ketepatan perubahan perubahan komponen portofolio sekuritas atas Reksa Dana Saham Syariah maupun konvensional yang dikelola oleh Manajer Investasi?

Meskipun dalam Pasar Modal telah berkembang Reksa Dana Pendapatan Tetap Syariah, Reksa Dana Campuran Syariah, dan Reksa Dana Saham Syariah namun, masalah dalam penelitian ini hanya akan terbatas pada Reksa Dana Saham Syariah yang dikelola oleh Manajer Investasi sekaligus nantinya akan diperbandingkan dengan Reksa Dana konvensional. Hal ini dikarenakan Reksa Dana Saham Syariah seperti pada umumnya jenis Reksa Dana Saham juga memiliki tingkat volatilitas yang lebih tinggi dibandingkan jenis Reksa Dana konvensional maupun Syariah lainnya.

1.3 Tujuan Penelitian

Sesuai dengan permasalahan yang akan dibahas dalam penelitian ini, penyusunan tesis ini memiliki tujuan sebagai berikut :

1. Mengetahui seberapa besar kemampuan *Market Timing* Reksa Dana Saham Syariah maupun konvensional yang dikelola Manajer Investasi.
2. Mengetahui seberapa besar ketepatan perubahan komponen portofolio sekuritas pada portofolio Reksa Dana Saham Syariah maupun konvensional.

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian yang akan dilakukan oleh penulis diharapkan dapat bermanfaat untuk sebagai berikut:

1. Teori, menjadi pertimbangan bagi perkembangan teori-teori keuangan, khususnya Pasar Modal terkait dengan perkembangan industri Reksa Dana.
2. Kebijakan, penelitian ini mendukung Fatwa DSN mengenai Pedoman Investasi untuk Reksa Dana Syariah.
3. Praktek, penelitian ini diharapkan dapat membantu dalam memahami kebijakan investasi dan pengelolaan portofolio dari Manajer Investasi dan pemilihan Reksa Dana, khususnya Reksa Dana Syariah.

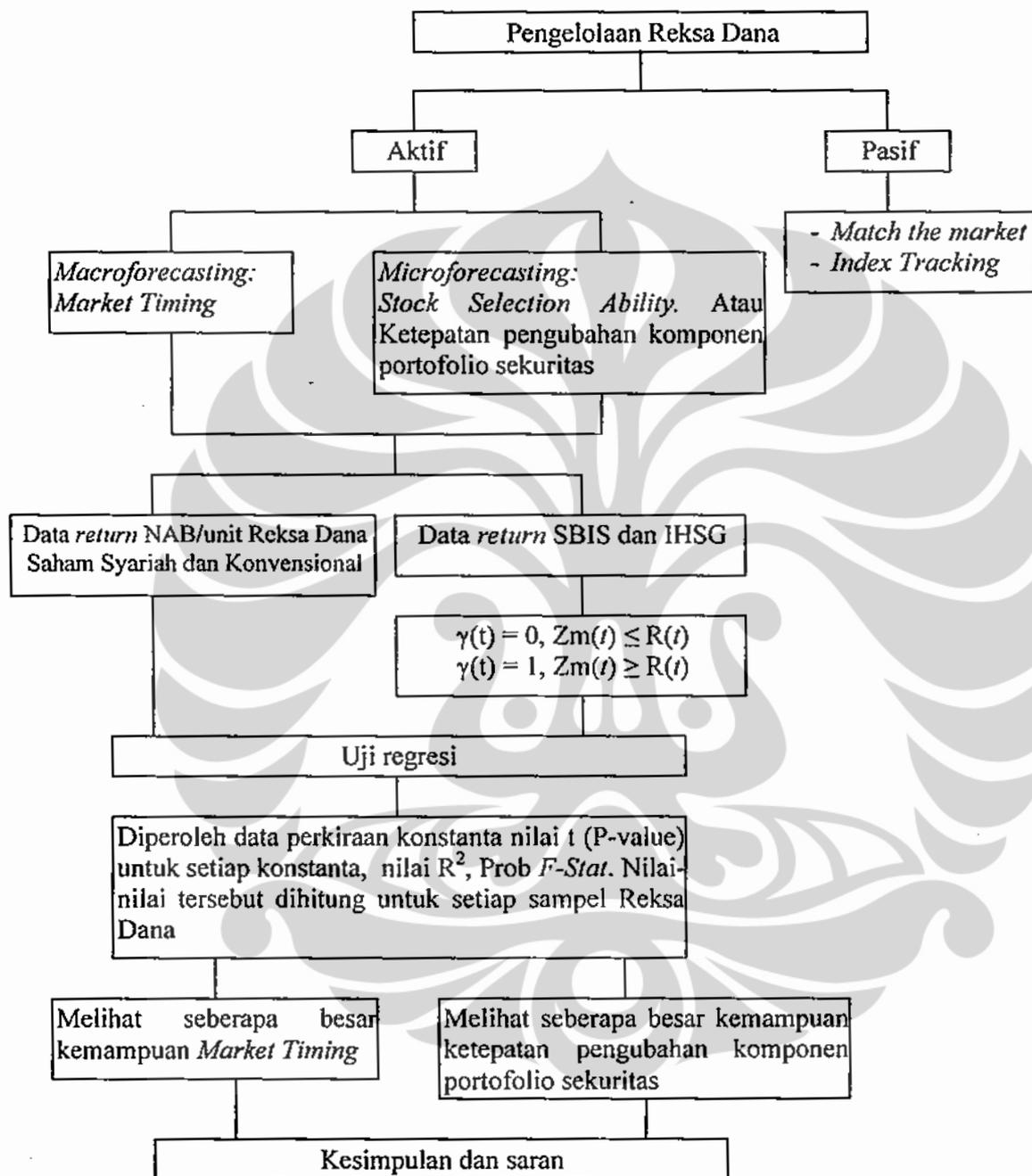
1.5 Kerangka Pemikiran

Market Timing merupakan strategi aktif dalam mengelola portofolio dimana Manajer Investasi memindahkan atau memperbesar bobot dana dalam suatu aktiva yang diperkirakan akan memberikan hasil investasi yang lebih tinggi. Sharpe dan Alexander (1990) dalam bukunya menuliskan, kesuksesan dari Manajer Investasi yang melakukan *market timing* (*a successful market timer*) memposisikan portofolionya untuk memiliki kecendrungan beta tinggi selama kondisi pasar naik dan ada kecendrungan memiliki beta rendah selama kondisi pasar sedang turun. *Market Timing* dapat juga menjelaskan apakah manajer investasi yang mengelola portofolio Reksa Dana secara aktif telah melakukan perubahan komposisi aset untuk portofolionya di waktu yang tepat. Sementara itu, Husnan (2005) mengemukakan penelitian yang dilakukan oleh McEnally dan Todd (1992) bahwa upaya untuk melakukan pemilihan saham tampaknya memang memiliki justifikasi. Pemodal yang berhasil memilih saham – saham yang termasuk 25% penghasil *return* tertinggi dan konsisten mempertahankan pilihannya akan berhasil menghindari tahun – tahun kerugian. Proses pemilihan saham – saham ini merupakan strategi aktif dari Manajer Investasi untuk mengubah komponen portofolio sekuritas sehingga diharapkan dapat memberikan *abnormal return*.

Dalam penelitian ini, akan dipakai empat variabel yaitu imbal hasil (*return*) portofolio Reksa Dana Saham Syariah dan konvensional yang didapat dari NAB/unit, imbal hasil pasar yang didapat dari Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), imbal hasil aset bebas risiko yang didapat dari SBI Syariah (SBIS) satu bulan, dan variabel *dummy*. Selisih antara imbal imbal hasil portofolio Reksa Dana Saham Syariah dan konvensional (r_{pt}) dengan imbal hasil aset bebas risiko (dalam penelitian ini dimana menggunakan sampel Reksa Dana Saham Syariah dan konvensional maka penulis menggunakan Sertifikat Bank Indonesia Syariah, SBIS) merupakan variabel *dependent* yang dipengaruhi oleh perhitungan selisih antara imbal hasil pasar (r_{mt}) dengan imbal hasil aset bebas risiko (r_{ft}) serta *dummy* sebagai variabel *independent*. Berdasarkan pada uraian di atas maka penulis gambarkan pada kerangka pemikiran sebagai berikut:

. Gambar 1.1

Kerangka Pemikiran Penelitian



1.6 Hipotesis Penelitian

Terkait dengan landasan teori di atas dan penelitian lebih lanjut mengenai *Market Timing* dan keberhasilan mengubah komponen portofolio sekuritas dimana berhubungan dengan imbal hasil yang akan didapat, dalam hal ini *excess return* maka penulis mencoba mengajukan hipotesis penelitian. Adapun hipotesis tersebut ialah sebagai berikut:

1. H01: Tidak ada pengaruh kenaikan dan penurunan pasar terhadap *excess return* Reksa Dana Saham Syariah maupun konvensional.
H11: Ada pengaruh kenaikan dan penurunan pasar terhadap *excess return* Reksa Dana Saham Syariah maupun konvensional.
2. H02 : Tidak ada perubahan *excess return* Reksa Dana Saham Syariah maupun konvensional dari proses pengubahan komponen portofolio sekuritas.
H12 : Ada perubahan *excess return* Reksa Dana Saham Syariah maupun konvensional dari proses pengubahan komponen portofolio sekuritas.

1.7 Metode Penelitian

1.7.1. Jenis data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa data *time series* NAB/unit Reksa Dana Saham Syariah maupun konvensional yang masih aktif selama kurun waktu tahun 2007 sampai 2009 yang diperoleh dari Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK). Selain itu juga didukung dengan data indeks harga saham gabungan (IHSG) dan data tingkat imbal hasil aset bebas risiko yaitu Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) satu bulan yang diperoleh dari *website* Bursa Efek Indonesia dan Bank Indonesia yang dipublikasikan.

1.7.2. Metode Analisis

Hipotesis yang telah dikemukakan sebelumnya akan diuji melalui regresi berganda (*Multiple Regression*), seperti yang telah digunakan dalam penelitian-penelitian sebelumnya. Dalam hal ini, untuk menentukan dan memprediksi seberapa besar kemampuan *Market Timing* dan tingkat

keberhasilan pemilihan sekuritas Reksa Dana Saham Syariah maupun konvensional yang dikelola Manajer Investasi maka penulis akan menggunakan regresi berganda dengan menggunakan variabel *dummy* seperti yang telah dikemukakan oleh Sharpe dan Alexander (1990) serta mencari tingkat signifikansinya.

1.8 Sistematika Penulisan

Pembahasan dalam penelitian ini akan dibagi menjadi beberapa bab dengan sistematika sebagai berikut:

Bab I Pendahuluan

Pada bab I, penulis akan menerangkan latar belakang, permasalahan dan pembatasan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, kerangka pemikiran, perumusan hipotesis, metode penelitian, serta sistematika penulisan.

Bab II Kajian Teori

Pada bab II, akan dijelaskan mengenai tinjauan pustaka yang akan dibahas melalui pendekatan kepustakaan. Adapun pembahasan kajian teori tersebut meliputi teori mengenai investasi, investasi syariah di Pasar Modal Indonesia, Reksa Dana Syariah, pengukuran kinerja Reksa Dana dari sisi *return* / imbal hasil dan risiko, strategi aktif *Market Timing*, dan penilaian keberhasilan mengubah portofolio sekuritas.

Bab III Metode Penelitian

Pada bab III akan dijelaskan mengenai Metode Penelitian yang meliputi populasi atau sampel penelitian, jenis dan metode pengumpulan data serta metode analisis yang digunakan.

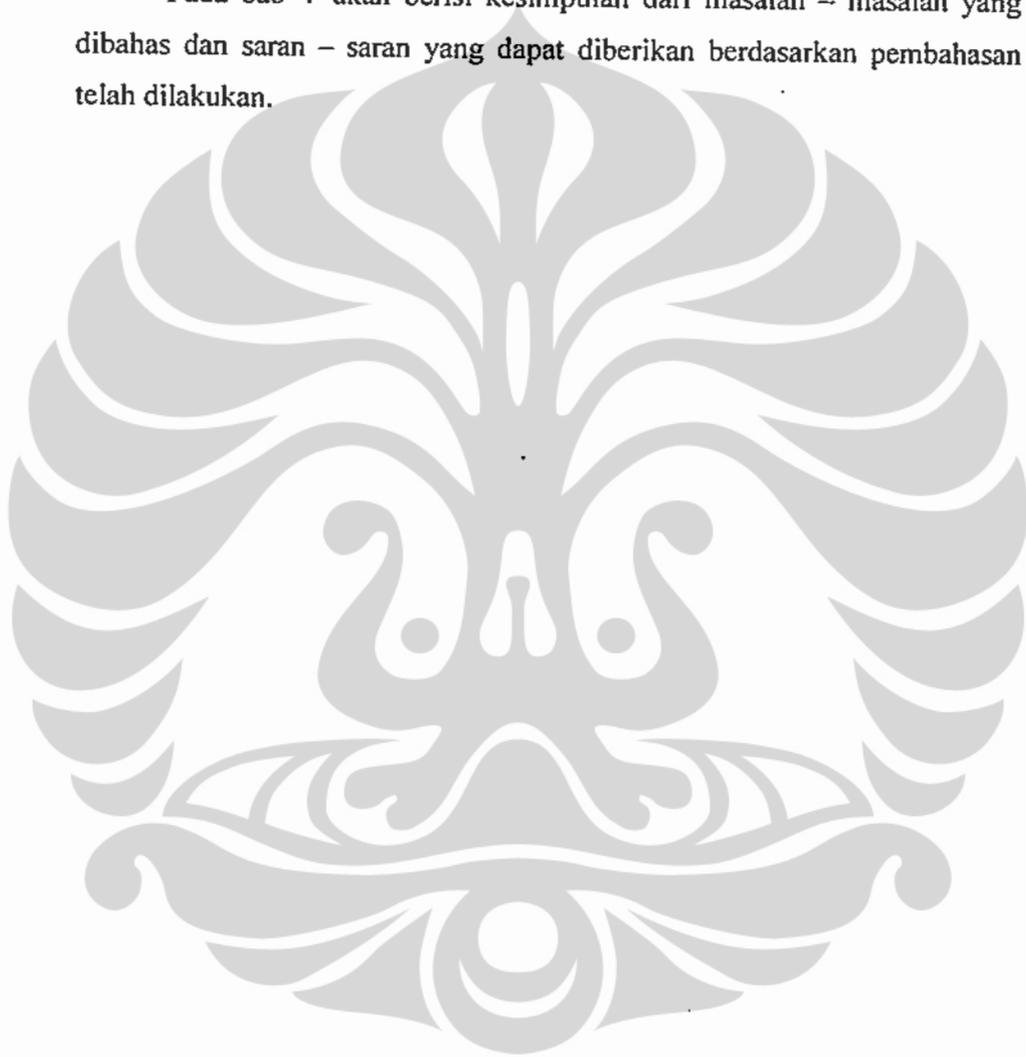
Bab IV Pembahasan

Pada bab IV akan dijelaskan mengenai analisis data dan pembahasan terhadap topik yang disebutkan dalam tujuan penelitian sekaligus membahas hasil perhitungan dari model regresi yang digunakan. Analisis ini menekankan pada

kemampuan Manajer Investasi dalam melakukan strategi aktif *market timing* dan tingkat keberhasilan pemilihan sekuritas atau ketepatan pengubahan komponen portofolio sekuritas pada Reksa Dana.

Bab V Kesimpulan dan Saran

Pada bab V akan berisi kesimpulan dari masalah – masalah yang telah dibahas dan saran – saran yang dapat diberikan berdasarkan pembahasan yang telah dilakukan.



BAB II

KAJIAN TEORI

2.1 Investasi

Berbicara mengenai Reksa Dana maka terlebih dahulu akan membahas mengenai investasi. Penggolongan investasi secara umum dibedakan menjadi dua, yaitu investasi riil dan investasi finansial. Investasi riil dapat dilakukan dengan pembelian aset-aset produktif, pendirian pabrik, pembukaan lahan, maupun investasi pada komoditas dan barang-barang berharga. Sedangkan investasi finansial dapat dilakukan dengan berinvestasi di Pasar Modal maupun Pasar Uang berupa saham, waran, obligasi, kontrak opsi saham, reksa dana, *commercial paper*, sertifikat deposito, *promissory notes*, dan lainnya. Perbedaan diantara keduanya terletak pada tingkat likuiditasnya. Aset riil secara umum kurang likuid daripada aset keuangan, hal ini disebabkan sifat heterogennya dan khusus kegunaannya. Di samping itu *return* aset riil biasanya sulit untuk diukur secara akurat, kepemilikan yang tidak luas, juga tidak tersedianya pasar yang aktif (Ahmad, 2004)

Pembahasan mengenai pengertian investasi telah banyak dikemukakan oleh berbagai pihak, baik melalui penelitian maupun teori-teori yang melahirkan pengertian investasi. Secara umum, investasi ialah mengorbankan sejumlah uang atau modal sekarang untuk mendapatkan sejumlah uang atau modal sebagai imbal hasil di masa mendatang. Pengorbanan yang dilakukan terjadi saat sekarang dan memiliki kepastian bahwa kita melakukan pengorbanan atas sejumlah tertentu. Kemudian hasil baru akan diperoleh yang besarnya tidak atau belum pasti. Dalam perekonomian konvensional, investasi dapat diterjemahkan sebagai komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang.

Dalam kamus investasi yang ditulis oleh Rosenberg (1993), "*Dictionary of Investing*", dikatakan bahwa investasi ialah penggunaan sejumlah uang untuk tujuan mendapatkan maupun membuat uang lebih banyak, untuk memperoleh

Universitas Indonesia

pendapatan (*income*) atau menambah modal (*capital*) atau keduanya. Sedangkan dalam Wikipedia dituliskan bahwa istilah tersebut (*investasi*) berkaitan dengan akumulasi suatu bentuk aktiva dengan suatu harapan mendapatkan keuntungan di masa depan.

Investasi juga dapat diartikan sebagai tindakan menanamkan uang dalam bentuk tunai, aset, surat-surat berharga lainnya dengan harapan akan mendapatkan keuntungan di masa yang akan datang sebagai pendapatan dari investasi tersebut (Ismanthono, 2006). Pendapat lain juga mengatakan bahwa investasi ialah persetujuan yang mengikat/komitmen saat ini dari sejumlah uang untuk suatu masa waktu untuk memperoleh pembayaran di masa mendatang yang akan memberikan kompensasi kepada investor atas (1) dilakukan pembayaran pada waktu yang telah ditentukan, (2) ekspektasi dari inflasi, dan (3) ketidak-pastian dari pembayaran masa depan (Reilly dan Brown, 2008). Pendapat sejenis lainnya mengatakan bahwa investasi ialah menempatkan uang atau dana dengan harapan untuk memperoleh tambahan atau keuntungan tertentu atas uang atau dana tersebut (Ahmad, 2004). Jadi, pada dasarnya investasi ialah adanya penempatan sejumlah kekayaan berupa aset untuk mendapatkan keuntungan maupun imbal hasil di masa yang akan datang.

Dari beberapa pengertian ini dapat kita cermati bahwa seseorang dalam melakukan investasi tentu mengharapkan imbal hasil yang lebih besar agar dapat dikonsumsi di masa yang akan datang. Selain itu, dengan melakukan investasi, seseorang berharap hasil yang akan diterima nantinya lebih besar dari tingkat investasi awal dan atau lebih tinggi dari tingkat inflasi.

2.1.1 Investasi dalam Perspektif Syariah

Investasi dalam Islam tidak sepenuhnya dijelaskan secara rinci. Akan tetapi, sebagai suatu kegiatan ekonomi, kegiatan tersebut dikategorikan sebagai kegiatan jual beli (*al ba'i*). Dengan demikian, untuk mengetahui apakah kegiatan investasi merupakan kegiatan yang dilarang atau tidak menurut ajaran Islam, perlu kiranya mengetahui hal-hal yang dilarang maupun diharamkan oleh ajaran agama Islam terkait dengan transaksi jual beli.

Dalam Huda dan Nasution (2008) menuliskan bahwa investasi merupakan salah satu ajaran dari konsep Islam yang memenuhi proses gradasi (*tadrij*) dari tahapan diskursus (*'ilmu al yaqin*), implementasi (*'ain al yaqin*), serta hakikat akan sebuah ilmu (*haqq al yaqin*). Kedua penulis juga menambahkan, selain itu juga memenuhi *trichotomy* yang dikemukakan oleh Scheller yaitu pengetahuan instrumental, pengetahuan intelektual, dan pengetahuan spiritual. Hal tersebut dapat dibuktikan bahwa konsep investasi selain sebagai pengetahuan juga bernuansa spiritual karena menggunakan norma syariah, sekaligus merupakan hakikat dari sebuah ilmu dan amal, oleh karenanya investasi sangat dianjurkan bagi setiap muslim.

Banyak pihak belum menyadari bahwa konsep investasi seperti yang telah disebutkan di atas, dimana umumnya kegiatan investasi merupakan penempatan sejumlah dana tertentu dengan harapan memperoleh tingkat pengembalian atau tambahan atas dana tersebut, telah dikemukakan dalam Al-Qur'an jauh sebelum para ekonom barat mengemukakan mengenai konsep investasi. Dalam Al-Qur'an, konsep investasi tidak hanya diartikan selalu dengan harta atau kekayaan secara fisik atau lahiriah yang dapat dikembangkan. Salah satu ayat dalam Al-Qur'an yang berhubungan dengan harta seperti pada surat Al-Kahf ayat 46 sebagai berikut:

المَالُ وَالْبَنُونَ زِينَةُ الْحَيَاةِ الدُّنْيَا وَالْبَاقِيَاتُ الصَّالِحَاتُ خَيْرٌ عِندَ رَبِّكَ ثَوَابًا وَخَيْرٌ أَمَلًا { ٤٦ }

"Harta dan anak-anak adalah perhiasan kehidupan dunia tetapi amal kebajikan yang terus menerus adalah lebih baik pahalanya di sisi Tuhanmu serta lebih baik untuk menjadi harapan".

Lafal ayat di atas mengandung makna bahwa Allah telah memberikan rejeki (harta) kepada manusia dan bila harta seseorang tersebut dapat dimanfaatkan untuk amal kebajikan maka akan memberikan dampak positif bagi orang tersebut dan diberikan tambahan pahala dari Allah SWT.

Selain itu, harta yang dimanfaatkan dengan baik akan dapat berkembang seperti halnya seseorang yang melakukan investasi dimana mengharapkan akan mendapatkan perolehan hasil yang lebih tinggi

dibandingkan investasi awal. Hal itu salah satunya dapat dijelaskan antara lain dalam Al-Qur'an surat Al-Baqarah ayat 261 sebagai berikut:

مَثَلُ الَّذِينَ يُنْفِقُونَ أَمْوَالَهُمْ فِي سَبِيلِ اللَّهِ كَمَثَلِ حَبَّةٍ أَنْبَتَتْ سَبْعَ سَنَابِلٍ فِي كُلِّ سُنْبُلَةٍ مِائَةٌ حَبَّةٌ وَاللَّهُ يُضَاعِفُ لِمَنْ يَشَاءُ وَاللَّهُ وَاسِعٌ عَلِيمٌ {٢٦١}

“Perumpamaan orang yang menginfakkan hartanya di jalan Allah seperti sebutir biji yang menumbuhkan tujuh tangkai, pada setiap tangkai ada ada seratus biji. Allah melipatgandakan bagi siapa yang Dia kehendaki, dan Allah Maha luas, Maha Mengetahui”.

Lafal ayat di bawah ini,

مَثَلُ الَّذِينَ يُنْفِقُونَ أَمْوَالَهُمْ فِي سَبِيلِ اللَّهِ كَمَثَلِ حَبَّةٍ أَنْبَتَتْ سَبْعَ سَنَابِلٍ فِي كُلِّ سُنْبُلَةٍ مِائَةٌ حَبَّةٌ

memiliki arti *“Perumpamaan orang yang menginfakkan hartanya di jalan Allah seperti sebutir biji yang menumbuhkan tujuh tangkai, pada setiap tangkai ada seratus biji”* dan mengandung makna bahwa seseorang yang melakukan investasi akan dapat menghasilkan atau akan menuai hasilnya di kemudian hari dimana hasil tersebut diharapkan akan bertambah atau lebih besar dari investasi awalnya.

Selain ayat Al-Qur'an di atas, hadis Nabi Muhammad SAW yang diriwayatkan oleh Ad-Dailami juga mengajak umat Islam agar mau menginvestasikan uangnya yang dalam hal ini dianalogikan dengan bersedekah sehingga dapat membuat harta yang disedekahkan (diinvestasikan) bertambah.

نُصِدُّ قَوْمًا رَزَقَكُمُ اللَّهُ فَإِنَّ الصَّدَقَةَ لَا تَنْقُصُ لَكِنْ تَزِيدُ

“Bersedekahlah dari sebagian apa yang Allah rezekikan padamu, karena sesungguhnya sedekah itu tidak mengurangi (harta) malah dia menambah”. (H.R. Ad-Dailami).

Lafal الصَّدَقَةُ لَا تَنْقُصُ لَكِنْ تَزِيدُ yang memiliki arti *“sedekah itu tidak mengurangi (harta) malah dia menambah”* memiliki pengertian bahwa

harta yang digunakan di jalan Allah dengan disedekahkan maka pada suatu saat akan diberikan penggantian oleh Allah SWT melebihi harta yang disedekahkan. Kegiatan berupa zakat, infaq, dan shadaqah sejalan dengan konsep investasi konvensional. Oleh sebab itu, kegiatan ini merupakan bagian dari kegiatan investasi dalam perspektif syariah. Salah satu hikmah dari kegiatan ini adalah mendorong setiap muslim untuk menginvestasikan hartanya agar bertambah. Dengan melakukan investasi atas harta tersebut maka harta tersebut akan dibudidayakan dimana hasilnya akan dapat menambah nilai harta tersebut.

Meskipun investasi tidak dijelaskan secara rinci dan dimasukkan ke dalam kegiatan jual beli namun, secara tidak langsung investasi pada perspektif syariah ialah berhubungan dengan harta dan bagaimana mengembangkan harta tersebut. Selain itu, pada dasarnya investasi merupakan bentuk aktif dari ekonomi syariah yang tak lain merupakan bagian dari kegiatan muamalah. Selain yang dilarang, semua kegiatan yang dilakukan dalam memfungsikan harta pada prinsipnya dibolehkan, baik dalam rangka pemenuhan kebutuhan individual maupun dalam rangka pemenuhan kebutuhan masyarakat (Suhendi, 2002). Hal ini diperkuat oleh Kaidah Ushul yang menyatakan "*Asal atau pokok dalam masalah transaksi dan muamalah adalah sah, sehingga ada dalil yang membatalkan dan ada yang mengharamkannya.*"

Oleh karena investasi dimasukkan ke dalam kegiatan *al ba'i* dan di dalam *al ba'i* terjadi pertukaran maka akan ada proses pembentukan harga. Harga adalah nilai jual atau beli dari sesuatu yang diperdagangkan. Selisih harga beli terhadap harga jual disebut margin keuntungan. Harga atas pertukaran tersebut akan terbentuk setelah terjadinya mekanisme pasar.

Dalam bukunya, Karim (2004) memaparkan salah satu pernyataan penting Al-Ghozali sebagai ulama besar terkait dengan laba/keuntungan adalah keuntungan/laba merupakan imbalan atas risiko dan ketidakpastian, karena pelaku usaha menanggung banyak kesulitan dalam mencari laba dan mengambil risiko, serta membahayakan kehidupan mereka dalam kafilah –

kafilah dagang. Sehingga sangat wajar seseorang memperoleh keuntungan yang merupakan kompensasi dari risiko yang ditanggungnya.

Oleh karena investasi merupakan bagian dari kegiatan muamalah maka kiranya perlu memperhatikan prinsip – prinsip yang berlaku. Setiawan (2008) dalam suatu situs website mengemukakan prinsip – prinsip Islam dalam muamalah yang harus diperhatikan oleh pelaku investasi syariah (pihak terkait) adalah:

1. Tidak mencari rizki pada hal yang haram, baik dari segi zatnya maupun cara mendapatkannya, serta tidak menggunakannya untuk hal-hal yang haram.
2. Tidak mendzalimi dan tidak didzalimi.
3. Keadilan pendistribusian kemakmuran.
4. Transaksi dilakukan atas dasar ridha sama ridha.
5. Tidak ada unsur riba, *maysir* (perjudian/spekulasi), dan *gharar* (ketidakjelasan/samar-samar).

Berdasarkan keterangan di atas, maka kegiatan di Pasar Modal mengacu pada hukum syariat yang berlaku. Perputaran modal pada kegiatan Pasar Modal Syariah tidak boleh disalurkan kepada jenis industri yang melaksanakan kegiatan-kegiatan yang diharamkan. Pembelian saham pabrik minuman keras, pembangunan penginapan untuk prostitusi dan lainnya yang bertentangan dengan syariah berarti diharamkan. Semua transaksi yang terjadi di bursa efek harus atas dasar suka sama suka, tidak ada unsur pemaksaan, tidak ada pihak yang didzalimi atau mendzalimi. Seperti goreng – menggoreng saham (*cornering*), transaksi marjin yang mengandung unsur riba, adanya spekulatif atau judi tidak diperkenankan. Selain itu, semua transaksi harus transparan, dan juga diharamkan adanya *insider trading* (perdagangan dengan menggunakan informasi orang dalam yang belum tersedia untuk publik dengan tujuan mendapatkan keuntungan).

Dalam kegiatan investasi, umumnya terdapat pihak yang memiliki dana dan juga ada pihak yang mengelola dana untuk diinvestasikan ke dalam asset – asset produktif. Dalam Syariah dikenal adanya prinsip *mudharabah* yang merupakan istilah yang paling banyak digunakan oleh bank – bank syariah.

Prinsip ini juga dikenal sebagai *qiradh* atau *muqaradah*. Mudharabah adalah perjanjian atas suatu jenis perkongsian, dimana pihak pertama (*shahibul maal*) menyediakan dana dan pihak kedua (*mudharib*) bertanggungjawab atas pengelolaan usaha.

Orang-orang Madinah menyebut kontrak jenis ini dengan sebutan *muqaradah*, dimana perkataan ini diambil dari perkataan *qard* yang berarti menyerahkan. Dalam hal ini pemilik modal akan menyerahkan modalnya kepada pengelola dana. Keuntungan hasil usaha dibagikan sesuai dengan nisbah bagi hasil untung/rugi yang telah disepakati bersama sejak awal. Kalau terjadi kerugian maka pemilik modal akan kehilangan sebagian imbalan dari hasil upaya dan kerja keras selama proyek berlangsung. Dahulu kala, *Mudharabah* adalah suatu kerjasama kemitraan yang terdapat pada zaman jahiliah yang diakui oleh Islam. Di antara orang yang melakukan kegiatan *mudharabah* ialah Nabi Muhammad SAW sebelum beliau menjadi Rasul. Beliau bermudharabah dengan calon istrinya Khadijah dalam melakukan perniagaan antara Negeri Makkah dengan Negeri Syam.

Dalam transaksi mudharabah harus memenuhi rukun *mudharabah*. Menurut ulama Syafi'iyah dalam Suhendi (2002), rukun tersebut meliputi, yaitu:

1. *Shahibul maal* (pemilik dana/nasabah).
2. *Mudharib* (pengelola dana/pengelola dana/bank).
3. *Amal* (usaha/pekerjaan).
4. *Ijab dan Qabul*.
5. *Mal*, harta pokok atau modal.
6. Keuntungan.

Dilihat dari kuasa yang diberikan kepada pengelola dana, *mudharabah* terbagi menjadi 2 jenis, yaitu sebagai berikut:

1. *Mudharabah Muthlaqah* (investasi tidak terikat) yaitu pihak pengelola dana diberi kuasa penuh untuk menjalankan proyek tanpa larangan/gangguan apapun urusan dalam proyek tersebut, dan tidak terikat dengan waktu, tempat, jenis, perusahaan, pelanggan. Investasi tidak terikat

ini pada usaha perbankan syariah diaplikasikan pada tabungan dan deposito. Sementara pada Pasar Modal diaplikasikan pada Reksa Dana.

2. *Mudharabah Muqayyadah* (investasi terikat) yaitu pemilik dana (*shahibul maal*) membatasi/memberi syarat kepada *mudharib* dalam pengelolaan dana seperti, hanya untuk melakukan *mudharabah* bidang tertentu, cara, waktu, dan tempat tertentu saja. Pengelola dana dilarang mencampurkan rekening investasi terikat dengan dana bank atau dana rekening lainnya pada saat investasi. Pada pola investasi terikat dapat dilakukan dengan cara *channelling* dan *executing*, yakni:

1. *Channelling*, apabila semua risiko ditanggung oleh pemilik dana dan pengelola dana sebagai agen tidak menanggung risiko apapun.
2. *Executing*, apabila pengelola dana sebagai agen juga menanggung risiko dan hal ini banyak yang menganggap bahwa investasi terikat *executing* ini sudah tidak sesuai lagi dengan prinsip *mudharabah*, namun dalam akuntansi perbankan syariah diakomodir karena dalam praktiknya pola ini dijalankan oleh bank syariah.

2.1.2 Investasi Syariah di Pasar Modal Indonesia

Mencermati perkembangan industri perbankan syariah akhir-akhir ini sangat menggembirakan. Meskipun sampai dengan saat ini, target pencapaian pangsa pasar belum sepenuhnya tercapai namun, melihat perkembangan yang ada terasa bahwa industri perbankan syariah di tanah air menunjukkan perkembangan yang cukup berarti. Berdasarkan data yang tersedia, sampai dengan akhir Desember 2009 total aset perbankan Syariah baru mencapai 2,61% dari total aset perbankan umum. Sebagai informasi, hingga akhir Desember 2009, berdasarkan data yang tersedia, total aset Bank Umum Syariah (BUS) mencapai Rp. 48.014 milyar dan total aset Unit Usaha Syariah (UUS) Rp. 18.076 milyar. Meskipun demikian, dampak perkembangan industri perbankan syariah di tanah air ternyata membawa pengaruh positif bagi perkembangan sistem investasi yang sesuai dengan kaidah-kaidah syariah pada pasar modal Indonesia.

Dalam Studi Tentang Investasi Syariah di Pasar Modal yang dikeluarkan Bapepam (2004) dituliskan bahwa Pasar Modal Syariah

dikembangkan dalam rangka mengakomodir kebutuhan umat Islam di Indonesia yang ingin melakukan investasi di produk-produk pasar modal yang sesuai dengan prinsip dasar syariah. Dengan semakin beragamnya sarana dan produk investasi di Indonesia, diharapkan masyarakat akan memiliki alternatif berinvestasi yang dianggap sesuai dengan keinginannya, di samping investasi yang selama ini sudah dikenal dan berkembang di sektor perbankan.

Sebagaimana kita ketahui bahwa Indonesia merupakan suatu negara dengan penduduk yang mayoritas beragama Islam. Oleh sebab itu, diharapkan industri Pasar Modal dapat mengakomodir dan sekaligus melibatkan peran serta warga muslim secara langsung untuk ikut aktif menjadi pelaku utama pasar, tentunya adalah sebagai investor lokal di Pasar Modal tanah air. Sebagai upaya dalam merealisasikan hal tersebut, sudah sewajarnya disediakan dan dikembangkan produk – produk investasi di Pasar Modal Indonesia yang sesuai dengan prinsip dasar ajaran agama Islam. Pengembangan produk – produk berbasis prinsip ajaran agama Islam sekaligus pengenalan akan produk – produk tersebut menjadi penting mengingat masih adanya anggapan di kalangan umat Islam sendiri bahwa berinvestasi di sektor Pasar Modal di satu sisi adalah merupakan sesuatu yang tidak diperbolehkan (diharamkan) berdasarkan ajaran Islam. Sementara itu, di sisi lainnya bahwa Indonesia, sebagai Negara muslim terbesar, memiliki peluang dalam mengembangkan produk – produk keuangan tersebut. Selain itu, juga perlu diperhatikan untuk menarik minat investor mancanegara agar berinvestasi di Pasar Modal Indonesia. Terutama investor dari negara-negara Timur Tengah yang diyakini merupakan investor potensial.

Dengan dikembangkannya produk – produk investasi syariah di Pasar Modal Indonesia, diharapkan bisa mewujudkan Pasar Modal Indonesia menjadi suatu wadah investasi yang dapat menarik para investor yang ingin berinvestasi dengan memperhatikan kesesuaian produk dan atau instrumen yang sejalan dengan kaedah – kaedah ajaran Islam. Hal ini tidak hanya terhadap investor lokal namun, diharapkan pula bisa memberikan daya tarik tersendiri terhadap minat investor dari mancanegara. Dalam pembahasan

sebelumnya, telah diuraikan bahwa dalam ajaran agama Islam, kegiatan berinvestasi dapat dikategorikan sebagai kegiatan ekonomi yang sekaligus kegiatan tersebut termasuk kegiatan muamalah yaitu suatu kegiatan yang mengatur hubungan antar manusia. Sementara itu, berdasarkan kaidah fikih, bahwa hukum asal dari kegiatan muamalah itu adalah mubah (boleh) yaitu semua kegiatan dalam pola hubungan antar manusia adalah mubah (boleh) kecuali yang jelas ada larangannya (haram). Ini berarti ketika suatu kegiatan muamalah yang kegiatan tersebut baru muncul dan belum dikenal sebelumnya dalam ajaran islam maka kegiatan tersebut dianggap dapat diterima kecuali terdapat implikasi dari Al Qur'an dan Hadist yang melarangnya secara implisit maupun eksplisit.

Perkembangan Pasar Modal Syariah hingga saat ini tentu tidak terlepas dari peran serta berbagai pihak yang berkeinginan untuk memajukan Pasar Modal Syariah dan berbagai faktor lainnya. Dalam Studi Tentang Investasi Syariah di Pasar Modal yang dikeluarkan Bapepam (2004) dituliskan hal – hal yang mempengaruhi perkembangan Pasar Modal Syariah adalah antara lain sebagai berikut :

Pertama, Perkembangan macam instrumen pasar modal sesuai dengan syariah yang dikuatkan dengan fatwa DSN – MUI; *kedua*, Perkembangan transaksi sesuai syariah atas instrumen Pasar Modal Syariah; dan *ketiga*, Perkembangan kelembagaan yang memantau macam dan transaksi pasar modal syariah (termasuk Bapepam syariah, Lembaga Pemeringkat Efek Syariah dan Dewan Pengawas *Islamic Market/Index*).

Tidak semua instrumen yang diperdagangkan di Pasar Modal telah sesuai dengan kaedah Islam. Inilah rambu – rambu yang memang harus diperhatikan untuk menjamin kehalalan dalam bertransaksi di Pasar Modal Syariah. Studi yang dilakukan Bapepam juga memaparkan penelitian yang dilakukan oleh Karim Business Consulting pada tahun 2003. Penelitian tersebut mengeluarkan hasil riset bahwa mayoritas saham yang tercatat di Bursa Efek Jakarta (BEJ) terdiri dari 333 saham emiten yang tercatat dimana diantaranya 236 saham sesuai dengan prinsip syariah dan layak untuk ditransaksikan dalam Pasar Modal Syariah. Kesesuaian dalam prinsip tersebut

didasarkan kepada produk yang dihasilkan emiten dan transaksi sahamnya di BEJ. Sedangkan sisanya 59 saham tergolong “haram” atau tidak sesuai dengan prinsip syariah, seperti saham perbankan, *consumer product* (minuman keras) dan rokok. Sisanya 34 saham tergolong *subhat* seperti saham industri perhotelan dan 4 saham *mudharat*.

2.2 Reksa Dana

Memahami suatu Reksa Dana terasa kurang lengkap tanpa adanya penjelasan mengenai arti dari salah satu produk investasi ini. Dengan mengetahui pengertian Reksa Dana secara keseluruhan, investor akan dapat mengetahui secara mendalam karakteristik dari setiap produk reksa dana. Secara kosa kata, kata Reksa Dana terdiri dari dua kata yaitu kata “*Reksa*” yang memiliki arti “*pelihara*” dan kata “*Dana*” yang dapat diartikan “*(kumpulan) uang*”, sehingga Reksa Dana dapat diartikan sebagai “*kumpulan uang yang dipelihara (bersama untuk suatu kepentingan investasi)*”. Di lain pihak, terdapat perbedaan dalam penyebutan Reksa Dana secara istilah bahasa. Ahmad (2004) menuliskan *Mutual Fund*, *Unit Trust*, dan Reksa Dana pada prinsipnya ketiga istilah tersebut adalah sama, hanya sumber yang berlainan. Misalnya, *Mutual Fund* berasal dari istilah Amerika Serikat, *Unit Trusts* berasal dari istilah Inggris, sedangkan Reksa Dana lahir di Indonesia. Ahmad juga menambahkan bahwa demikian pula dalam kegiatannya, ketiga nama tersebut bisa dikatakan hampir serupa.

Berdasarkan Undang – Undang No. 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal, pada pasal 1 ayat (27) didefinisikan *Reksa Dana ialah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio Efek oleh Manajer Investasi*. Dalam Wikipedia, Reksa Dana adalah wadah dan pola pengelolaan dana/modal bagi sekumpulan investor untuk berinvestasi dalam instrumen-instrumen investasi yang tersedia di Pasar dengan cara membeli unit penyertaan reksadana. Dana ini kemudian dikelola oleh Manajer Investasi (MI) ke dalam portofolio investasi, baik berupa saham, obligasi, pasar uang ataupun efek/sekuriti lainnya.

Reilly dan Brown (2008) mengatakan bahwa Reksa Dana ialah pengumpulan sejumlah dana secara bersama – sama dari investor yang kemudian

diinvestasikan pada aset keuangan/finansial. Sehingga dapat diambil suatu kesimpulan bahwa Reksa Dana merupakan *kumpulan dana dari para pemodal atau para investor untuk kemudian dikelola secara profesional oleh Manajer Investasi untuk diinvestasikan pada berbagai jenis portofolio investasi Efek maupun produk keuangan lainnya.*

2.2.1 Klasifikasi Reksa Dana

Produk Reksa Dana ini dapat diklasifikasikan menurut beberapa hal. Mulai dari berdasarkan segi bentuknya atau sudut pandang hukumnya, sifatnya, jenisnya atau portofolio investasinya, serta tujuan investasinya. Pembagian Reksa Dana menurut Undang – Undang dan peraturan yang berlaku ialah sebagai berikut :

1) berdasarkan segi bentuknya atau sudut pandang hukumnya

- a) *Reksa Dana Perseroan*, yaitu perusahaan yang menghimpun dana dengan menerbitkan atau menjual saham dan kemudian dana tersebut diinvestasikan pada berbagai jenis efek yang diperdagangkan di Pasar Uang maupun Pasar Modal. Oleh karena dikelola oleh perusahaan penghimpun dana maka kontrak yang terbentuk ialah kontrak antara direksi dari perusahaan tersebut dengan Manajer Investasi. Sesuai dengan yang dikemukakan dalam Undang – Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal dalam Pasal 21 ayat 2 yang menyatakan bahwa *Kontrak pengelolaan Reksa Dana berbentuk Perseroan dibuat oleh direksi dengan Manajer Investasi.*
- b) *Reksa Dana Kontrak Investasi Kolektif*, yang merupakan kontrak atau perjanjian antara Manajer Investasi dengan Bank Kustodian yang mengikat pemegang Unit Penyertaan yang berisi wewenang kedua belah pihak. Sama halnya dengan Reksa Dana berbentuk Perseroan, kontrak Reksa Dana berbentuk Kontrak Investasi Kolektif juga diatur dalam Undang – Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal. Dalam Pasal yang sama pada ayat 3 yang menyatakan bahwa *Kontrak pengelolaan Reksa Dana*

terbuka berbentuk kontrak investasi kolektif dibuat antara Manajer Investasi dan Bank kustodian.

2) berdasarkan sifatnya

- a) *Reksa Dana Tertutup*, dimana Reksa Dana tidak dapat membeli kembali saham – saham yang telah dijual kepada para pemodal. Definisi lainnya, Reksa Dana yang melakukan emisi saham, namun saham yang telah dibeli pemodal itu tidak dapat dibeli kembali oleh perusahaan Reksa Dana dan hasil emisi itu diinvestasikan kembali ke dalam portofolio efek (Ismanthono, 2006)
- b) *Reksa Dana Terbuka*, ialah Reksa Dana yang menawarkan unit penyertaan modal kepada masyarakat, dan unit penyertaan tersebut wajib dibeli kembali oleh Manajer Investasi dengan harga yang sesuai NAB.

3) berdasarkan jenisnya

- a) *Reksa Dana Pendapatan Tetap*. Reksa Dana ini memiliki portofolio investasi dalam bentuk Efek surat utang dengan komposisi sekurang – kurangnya 80% dari keseluruhan total asetnya.
- b) *Reksa Dana Pasar Uang*. Pada Reksa Dana jenis ini memiliki portofolio investasi dalam bentuk Efek bersifat utang dengan jatuh tempo kurang dari 1 (satu) tahun.
- c) *Reksa Dana Saham*. Reksa Dana ini melakukan investasi sekurang – kurangnya 80% dari keseluruhan nilai aktivasinya dalam bentuk Efek bersifat Ekuitas.
- d) *Reksa Dana Kombinasi*. Reksa Dana ini merupakan campuran dari seluruh investasi Efek. Di dalamnya terdapat Efek bersifat ekuitas dan juga terdapat Efek bersifat utang.

4) berdasarkan tujuan investasi

- a) *Growth Fund*. Reksa Dana jenis ini berkonsentrasi pada usaha untuk mengejar serta mendapatkan pertumbuhan tingkat keuntungan yang tinggi. Jenis reksa dana ini biasanya mempunyai

tingkat volatilitas yang cukup tinggi. Oleh karena itu, fokus alokasi dana investasinya pada instrumen saham.

- b) *Income Fund*. Reksa Dana ini mengutamakan tingkat pertumbuhan pendapatan yang konstan dan stabil. Umumnya sasaran investasinya mempunyai tingkat volatilitas yang agak kurang dibandingkan saham, yaitu pada instrumen surat utang atau obligasi.
- c) *Safety Fund*. Pada Reksa Dana jenis ini lebih mengutamakan tingkat keamanan dibandingkan tingkat pertumbuhan dan mencegah adanya tingkat volatilitas harga terhadap instrumen investasinya. Biasanya mengalokasi dana investasinya pada pasar uang seperti sertifikat deposito, deposito berjangka, serta surat utang jangka pendek.

2.2.2 Reksa Dana Syariah

Dalam fatwa DSN (Dewan Syariah Nasional) MUI No. 20/DSN-MUI/IX/2001 dijelaskan bahwa Reksa Dana Syariah adalah Reksa Dana yang beroperasi menurut ketentuan dan prinsip Syariah Islam, baik dalam bentuk akad antara pemodal sebagai pemilik harta (*shahib al-mal/ Rabb al Mal*) dengan Manajer Investasi sebagai wakil *shahib al-mal*, maupun antara Manajer Investasi sebagai wakil *shahib al-mal* dengan pengguna investasi. Salah satu akad yang berlaku ialah *Mudharabah/qirad* adalah suatu akad atau sistem di mana seseorang memberikan hartanya kepada orang lain untuk dikelola dengan ketentuan bahwa keuntungan yang diperoleh (dari hasil pengelolaan tersebut) dibagi antara kedua pihak, sesuai dengan syarat-syarat yang disepakati oleh kedua belah pihak, sedangkan kerugian ditanggung oleh *shahib al-mal* sepanjang tidak ada kelalaian dari *mudharib*.

Dalam fatwa tersebut juga dikatakan bahwa salah satu bentuk *mu'amalah* pada masa kini adalah Reksa Dana. Di lain pihak terdapat penilaian, dalam Reksa Dana konvensional masih banyak terdapat unsur-unsur yang bertentangan dengan Syariah Islam, baik dari segi akad, pelaksanaan investasi, maupun dari segi pembagian keuntungan. Oleh karena

itu, perlu adanya Reksa Dana yang mengatur hal-hal tersebut sesuai dengan Syari'ah Islam.

Oleh karena kegiatan Reksa Dana merupakan bagian dari kegiatan muamalah maka pada prinsipnya setiap sesuatu dalam muamalah ialah diperbolehkan selama tidak bertentangan dengan syariah. Kaidah fiqh ini mengikuti kaidah yang dianut oleh mazhab Hambali yaitu: "Prinsip dasar dalam transaksi dan syarat-syarat yang berkenaan dengannya ialah boleh diadakan, selama tidak dilarang oleh syariah atau bertentangan dengan *nash* syariah."

Dalam penelitiannya, Yuliana (2005) menuliskan hasil dari Lokakarya Alim Ulama tentang Reksa Dana Syariah yang diselenggarakan oleh MUI di Jakarta, 29 – 30 Juli 1997 bahwa Reksa Dana dianggap memiliki andil yang sangat besar dalam pengembangan ekonomi karena dapat memobilisasi dana untuk pengembangan perusahaan – perusahaan. Selain itu, Reksa Dana juga memberikan keuntungan kepada masyarakat berupa keamanan dana dan keuntungan materi sehingga dianggap dapat meningkatkan kesejahteraan masyarakat.

Yuliana juga menambahkan hal – hal yang menjadi beberapa fungsi Reksa Dana Syariah terhadap pertimbangan – pertimbangan pada hasil lokakarya tersebut antara lain sebagai berikut:

1. Reksa Dana Syariah berfungsi sebagai lembaga yang mengelola harta dan memiliki kemampuan untuk mengembangkan harta yang dikelolanya.
2. Reksa Dana Syariah berfungsi sebagai penghimpun dana dari umat untuk diinvestasikan dalam bidang usaha yang halal.
3. Reksa Dana Syariah merupakan upaya untuk memberi jalan bagi umat Islam agar tidak bermuamalah dengan cara yang batil.
4. Reksa Dana Syariah menyediakan sarana bagi umat Islam untuk ikut serta dalam pembangunan melalui investasi yang sesuai dengan syariat Islam.

2.3 Return dan Risiko Reksa Dana

Dalam kamus investasi yang ditulis oleh Rosenberg (1993), "*Dictionary of Investing*", dikatakan bahwa *return* sama halnya dengan *yield* ialah tingkat pengembalian dari suatu investasi pada sekuritas atau bagian dari properti. Priyambada (2005) menuliskan *return* ialah suatu hasil yang diharapkan akan kembali pada suatu periode tertentu dengan persentase tertentu akibat dari proses investasi.

Salah satu cara untuk memilih sekuritas ialah dengan melihat imbal hasil (*return*) dan tingkat risikonya. Hal ini sejalan dengan yang dikemukakan Kaslani, 2004 bahwa salah satu cara untuk memilih sekuritas adalah melihat tingkat *return* yang dijanjikan sekuritas tersebut dan tingkat risikonya. *Return* atas investasi saham terdiri dari :

- a. Pendapatan dari *capital gain*,
- b. Penerimaan dividen, yaitu bagian dari laba perusahaan yang dibayarkan kepada investor.

Imbal hasil dari Reksa Dana dapat dituliskan sebagai berikut:

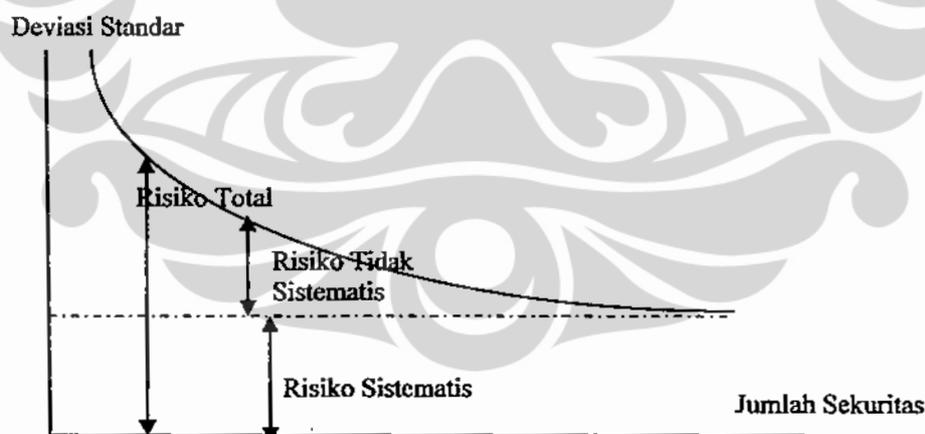
$$R_p = \frac{NAB/Unit_{,t} - NAB/Unit_{,0}}{NAB/Unit_{,0}} \dots\dots\dots(2-1)$$

Sebagai tambahan dari persamaan di atas, Reilly dan Brown (2008) mengatakan bahwa ketika melakukan investasi dengan harapan mendapatkan *return* atas investasi tersebut maka juga akan membahas mengenai perubahan atas hasil yang diperoleh (*change in wealth*). Perubahan ini berupa adanya aliran kas masuk (*cash inflows*) berupa bunga atau dividen yang bisa bernilai positif atau negatif. Untuk mendapatkan *return* tersebut terdapat periode waktu. Periode dimana investor memegang investasi tersebut dinamakan *holding period* dan return yang akan didapatkan dari periode memegang investasi tersebut dinamakan *holding period return* (HPR). Adapun persamaan HPR dapat dituliskan sebagai berikut:

$$HPR = \frac{Ending\ Valu\ eof\ investm\ ent}{Beginning\ V\ alue\ of\ Inve\ stment} \dots\dots\dots(2-2)$$

Selanjutnya, risiko dapat dibagi menjadi risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Risiko sistematis atau disebut juga risiko pasar ialah risiko yang tidak dapat dihindari karena terpengaruh perubahan kondisi perekonomian baik nasional, regional, dan global yang tidak sesuai harapan investor. Meskipun risiko ini tidak dapat dihindari namun, perlu kiranya bagi investor untuk dapat memprediksi kondisi perekonomian nasional, regional, dan global tersebut melalui serangkaian alat analisis dan formula. Hal ini dikarenakan aktivitas ekonomi tersebut akan mempengaruhi industri dan perusahaan dalam pencapaian kinerja terbaiknya yang pada akhirnya akan mempengaruhi fluktuasi dari harga saham perusahaan. Sementara itu, risiko tidak sistematis ialah risiko yang timbul dari faktor eksternal dan internal perusahaan. Adanya persaingan usaha, risiko bisnis, perkembangan teknologi yang digunakan, dan bahkan adanya penyimpangan yang dilakukan manajemen perusahaan akan mempengaruhi kinerja perusahaan dan harga sahamnya.

Grafik 2.1. Pembagian Risiko: Risiko Sistematis dan Risiko Tidak Sistematis



Sumber : Husnan (2005)

Oleh karena sebagian risiko dapat dihilangkan dengan diversifikasi, yaitu risiko tidak sistematis maka ukuran risiko dari suatu portofolio bukan lagi deviasi standar (risiko total) melainkan hanya risiko sistematis. Husnan (2005) menuliskan pemodal akan cenderung melakukan diversifikasi. Sebagai akibatnya semua pemodal akan melakukan hal yang sama, dengan demikian risiko yang

hilang karena diversifikasi tersebut menjadi tidak relevan dalam perhitungan risiko. Hanya risiko yang tidak bisa hilang dengan diversifikasilah yang menjadi relevan dalam perhitungan risiko. Sehingga dapat kita katakan pada umumnya seorang investor lebih memilih untuk melakukan diversifikasi dengan tujuan mengurangi sebagian risiko yang akan ditanggungnya. Oleh karena risiko tidak sistematis dapat dihilangkan dengan diversifikasi maka risiko sistematis yang diukur dengan beta (β) menjadi lebih relevan bagi investor.

Melihat dari penjelasan di atas maka melakukan investasi pastilah ada risikonya. Hal ini dikarenakan adanya ketidakpastian di masa mendatang. Untuk menghadapi ketidakpastian tersebut maka risiko perlu diukur. Rusdin (2006) menuliskan pada dasarnya tidak satupun bidang investasi yang sepenuhnya bebas dari risiko.

Seperti halnya wahana investasi lainnya, disamping mendatangkan berbagai peluang keuntungan, Reksa Dana pun mengandung berbagai peluang risiko, antara lain sebagai berikut:

a. Risiko Berkurangnya Nilai Unit Penyertaan.

Risiko ini dipengaruhi oleh turunnya harga dari Efek (saham, obligasi, dan surat berharga lainnya) yang masuk dalam portfolio Reksa Dana tersebut.

b. Risiko Likuiditas.

Risiko ini menyangkut kesulitan yang dihadapi oleh Manajer Investasi jika sebagian besar pemegang unit melakukan penjualan kembali (*redemption*) atas unit-unit yang dipegangnya. Manajer Investasi kesulitan dalam menyediakan uang tunai atas *redemption* tersebut.

c. Risiko Wanprestasi.

Risiko ini merupakan risiko terburuk, dimana risiko ini dapat timbul ketika perusahaan asuransi yang mengasuransikan kekayaan Reksa Dana tidak segera membayar ganti rugi atau membayar lebih rendah dari nilai pertanggungan saat terjadi hal-hal yang tidak diinginkan, seperti wanprestasi dari pihak-pihak yang terkait dengan Reksa Dana, pialang, bank kustodian, agen pembayaran, atau bencana alam, yang dapat menyebabkan penurunan NAB (Nilai Aktiva Bersih) Reksa Dana.

Selain risiko – risiko tersebut di atas, Achsien dalam bukunya menambahkan adanya risiko – risiko lain yang terdapat pada instrumen Reksa Dana. Risiko yang ditanggung suatu *funds* selalu diuraikan dan dijelaskan dalam prospektusnya, sehingga dapat menjadi pertimbangan para pemodal sebelum melakukan investasi. Adapun risiko – risiko lainnya ialah sebagai berikut:

a. Risiko Politik dan Ekonomi.

Risiko ini dipengaruhi oleh kebijakan ekonomi dan politik yang berimplikasi pada perubahan iklim usaha dan politik. Perubahan ini mempengaruhi kinerja bursa dan perusahaan sekaligus. Harga sekuritas pun akan terpengaruh yang kemudian mempengaruhi portofolio yang dimiliki Reksa Dana.

b. Risiko Pasar

Risiko ini terjadi dikarenakan adanya fluktuasi dari pergerakan harga instrumen – instrumen efek yang menjadi portofolio dari Reksa Dana. Fluktuasi di pasar efek ini akan berpengaruh langsung pada nilai bersih portofolio. Terlebih jika terjadi koreksi atau *bearish* (kondisi bursa saham sedang turun yang ditandai dengan menurunnya harga – harga saham sehingga menyebabkan indeks harga saham gabungan mengalami minus).

c. Risiko Inflasi

Risiko ini terjadi dikarenakan meningkatnya tingkat inflasi. Pendapatan yang diterima dari investasi dalam Reksa Dana dimungkinkan tidak dapat menutup kehilangan karena menurunnya daya beli.

d. Risiko Nilai Tukar

Risiko ini biasanya terjadi jika terdapat sekuritas yang berdenominasi luar negeri. Pergerakan nilai tukar akan mempengaruhi nilai sekuritas yang termasuk dalam investasi asing (*foreign investment*) setelah dilakukannya konversi dalam mata uang domestik.

e. Risiko Spesifik/bisnis

Risiko ini ialah risiko dari setiap efek yang dimiliki. Setiap sekuritas dapat menurun nilainya jika kinerja perusahaannya sedang tidak bagus, atau juga adanya kemungkinan mengalami *default* atau gagal bayar.

Selain risiko – risiko yang telah disebutkan di atas, kiranya perlu juga untuk memasukkan risiko moral hazard yang mungkin saja dialami oleh para investor. Risiko ini berkaitan dengan penyimpangan dan penyelewengan sifat, karakter, dan perilaku dari pengelola dana. Pengelola dana yang tidak baik bisa saja menyelewengkan dana para investor sehingga investor tidak dapat menikmati hasil dari dana yang diinvestasikan. Dengan demikian, investor telah dirugikan.

Umumnya ukuran yang biasa dipakai untuk mengukur risiko ialah besarnya penyimpangan *return* aktual terhadap *return* yang diharapkan oleh investor sebagai kompensasi atas terjadinya kemungkinan sukses atau gagal atas investasi yang dilakukan. Risiko juga biasanya diukur dengan menggunakan pengukuran varians atau deviasi standar. Oleh karena itu, adanya unsur ketidakpastian dalam investasi membuat investor tidak hanya memikirkan semata-mata *return* saja namun, juga mempertimbangkan adanya risiko investasi yang umumnya dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Risiko} = \sigma = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^N (x - \bar{x})^2}{n-1}} \dots\dots\dots(2-3)$$

Dalam pandangan Islam, risiko atau disebut *gharar* (sesuatu yang bersifat pertaruhan, ketidakyakinan/keraguan, ketidaktahuan atau ketidakpastian dalam bertransaksi, baik antara dua pihak yang bertransaksi maupun terhadap objek yang ditransaksikan) timbul karena adanya ketidakpastian waktu dan besarnya *return* yang akan diterima investor. Nafik (2009) dalam bukunya menuliskan, oleh karena mengandung unsur ketidakpastian hasil di masa yang akan datang, tidak adil jika salah satu pihak yang mendapat kepastian hasil sementara pihak lainnya tidak pasti mendapat hasil. Setiap pihak yang memberikan investasi maupun yang menerima dan mengelola investasi harus menanggung bersama setiap risiko (ketidakpastian hasil) investasi untuk menghindari eksploitasi, predatori, maupun intimidasi oleh salah satu pihak. Ketiga sifat itu merupakan ciri – ciri praktik riba, yang secara tegas diharamkan oleh Islam. Di lain pihak, ia juga mengemukakan bahwa ketidakpastian memperoleh *return* investasi tidak termasuk *gharar* maupun *maysir* (suatu perbuatan memperoleh sesuatu (keuntungan) dari probabilitas yang

di satu sisi menimbulkan kerugian di pihak lain. Biasanya diidentikan dengan perjudian maupun spekulasi) karena hal itu merupakan konsekuensi suatu investasi. Ketidakpastian *return* itu mendorong Islam untuk mengajarkan *win win solution* dalam kontrak investasi yang dilakukan oleh dua atau beberapa pihak, yaitu sistem bagi hasil (*profit and loss sharing*).

Selain itu, berkaitan dengan ketidakpastian ini, dalam Al-Qur'an surat Lukman ayat 34 juga dijelaskan bahwa tidak ada seorangpun yang mengetahui apa yang akan terjadi di masa depan. Oleh karena itu, pentingnya untuk mempersiapkan segala sesuatunya – dalam hal ini amal saleh – sebagai bekal di masa depan. Terutama bekal di akhirat nanti.

إِنَّ اللَّهَ عِنْدَهُ عِلْمُ السَّاعَةِ وَيُنزِلُ الْغَيْثَ وَيَعْلَمُ مَا فِي الْأَرْحَامِ
وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ مَّاذَا تَكْسِبُ غَدًا وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ بِأَيِّ أَرْضٍ تَمُوتُ إِنَّ
اللَّهَ عَلِيمٌ خَبِيرٌ {٣٤}

“Sesungguhnya Allah, hanya pada sisi-Nya sajalah pengetahuan tentang Hari Kiamat; dan Dia-lah Yang menurunkan hujan, dan mengetahui apa yang ada dalam rahim. Dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui (dengan pasti) apa yang akan diusahakannya besok. Dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui di bumi mana dia akan mati. Sesungguhnya Allah Maha Mengetahui lagi Maha Mengenal”.

Pada ayat di atas, lafal وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ مَّاذَا تَكْسِبُ غَدًا yang memiliki arti *“Dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui (dengan pasti) apa yang akan diusahakannya besok”* mengandung makna secara implisit bahwa masa depan hanyalah Allah SWT yang mengetahuinya dan adanya ketidakpastian di masa mendatang. Manusia sebagai khalifah dituntut untuk berusaha dengan sebaik-baiknya dan hendaklah selalu mengerjakan amal kebaikan untuk mempersiapkan hari esok yang tidak pasti. Selain itu, dengan akal dan pikirannya manusia dapat menggunakannya untuk hal-hal yang baik sebagai usaha untuk mengantisipasi adanya ketidakpastian dalam kehidupannya sehingga tidak terlalu berpangku tangan atau pasrah terhadap keadaan.

Sejalan dengan Husnan (2005), Huda dan Nasution (2008) menuliskan pada umumnya risiko dalam transaksi saham di pasar modal diukur dengan beta saham. Akan tetapi, Huda dan Nasution (2008) juga menambahkan bahwa besaran (beta saham) tersebut tidak mampu memberikan petunjuk mana transaksi yang *gharar* dan mana transaksi yang bukan *gharar*. Dengan demikian, menjadi catatan penting bahwa kesediaan menanggung risiko merupakan hal yang tidak dapat dihindarkan, tetapi risiko yang boleh dihadapi adalah risiko yang melibatkan pengetahuan dan kejelasan informasi, adanya objek yang jelas, dan dapat dikontrol, serta sebagai *game of skill*, dan bukannya *game of chance*.

2.4 Strategi Aktif Market Timing

Market Timing merupakan strategi aktif dalam mengelola portofolio dimana Manajer Investasi memindahkan atau memperbesar bobot dana dalam suatu aktiva yang diperkirakan akan memberikan hasil investasi yang lebih tinggi. Perubahan ini bisa dilakukan antara aset bebas risiko di pasar uang dan aset bebas risiko di pasar modal. Perubahan pembobotan ini secara otomatis akan mengubah beta portofolio dan harapan hasil investasi. Sharpe dan Alexander (1990) dalam bukunya menuliskan, kesuksesan dari Manajer Investasi yang melakukan *market timing (a successful market timer)* memposisikan portofolionya untuk memiliki kecenderungan beta tinggi selama kondisi pasar naik dan ada kecenderungan memiliki beta rendah selama kondisi pasar sedang turun. Hal ini dikarenakan *expected return* dari portofolio merupakan fungsi linear dari *beta*, sebagaimana tertulis pada rumus di bawah ini:

$$\bar{r}_p = \alpha_p + r_f + (\bar{r}_M - r_f)\beta_p \quad \dots\dots\dots(2-4)$$

dimana :

\bar{r}_p ialah *return* portofolio

r_f ialah *return* asset bebas risiko (*risk free rate*)

\bar{r}_M ialah *return* pasar dari portofolio (*return of market portfolio*)

$$\beta_p \text{ ialah beta portofolio} = \beta_p = \sum_{i=1}^N X_i \beta_i \quad \dots\dots\dots(2-5)$$

Beta dari portofolio merupakan rata – rata tertimbang dari masing – masing *beta* sekuritas dimana secara proporsional diinvestasikan pada sekuritas – sekuritas yang telah dibobot masing – masing. Adapun *beta* dari setiap sekuritas tersebut dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\beta_i = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M^2} \dots\dots\dots(2-6)$$

dimana :

β_i ialah *beta* untuk sekuritas *i*

σ_{iM} ialah kovarians dari risiko sekuritas dan risiko pasar

σ_M^2 ialah varians dari risiko pasar

Hal ini berarti portofolio dengan *beta* tinggi akan cenderung memiliki imbal hasil diekspektasi (*expected return*) yang tinggi bila kondisi pasar sedang naik ($\bar{r}_M > r_f$) telah diantisipasi. Sama halnya, portofolio dengan *beta* rendah akan cenderung memiliki imbal hasil diekspektasi (*expected return*) yang turunnya lebih rendah (kecil) bila kondisi pasar sedang turun ($\bar{r}_M < r_f$) telah diantisipasi. Pada akhirnya, portofolio dari pengguna *Market Timing* yang berhasil akan lebih unggul dibandingkan dengan tolok ukur (*benchmark*) portofolio pasar.

Pembentukan portofolio yang terdapat dalam penelitian ini difokuskan pada pembentukan portofolio dari Reksa Dana. Pembentukan dan pengelolaan Reksa Dana tentu berbeda dengan pembentukan dan pengelolaan portofolio yang dibentuk oleh investor individual, baik perorangan maupun korporasi yang memiliki kebijakan investasi berbeda dengan Manajer Investasi sebagai pengelola Reksa Dana. Sebagai contoh, jika pada investor individual, bila melihat kondisi pasar akan mengalami penurunan maka akan lebih leluasa untuk keluar sementara waktu dan kembali masuk ketika kondisi pasar mulai mengalami kenaikan. Tetapi, tidak demikian halnya dengan Reksa Dana. Bila Manajer Investasi juga mengikuti dan memutuskan untuk keluar di saat pasar sedang turun dengan alasan melindungi penurunan hasil investasi maka dikhawatirkan akan berpengaruh pada NAB/Unit dimana kemungkinan akan bernilai sama dengan NAB/Unit

sebelumnya. Dengan demikian, imbal hasil yang didapat bukan positif maupun negatif namun, nol atau dengan kata lain tidak terdapat perubahan nilai. Hal yang dapat dilakukan oleh para Manajer Investasi ialah mengubah isi atau komponen portofolionya.

Strategi *Market Timing* dapat menjelaskan kapan saat yang tepat untuk berada di dalam pasar dan di luar pasar. Strategi ini dapat pula diartikan kapan saat yang tepat untuk membeli aset serta saat yang tepat juga untuk menjual aset. Selain itu, juga menjelaskan apakah Manajer Investasi yang mengelola portofolio Reksa Dana secara aktif telah melakukan perubahan komposisi aset untuk portofolionya di waktu yang tepat. Husnan (2005) dalam bukunya telah menuliskan bahwa *Market Timing* pada dasarnya menentukan kapan seharusnya pemodal membeli atau menjual atau melakukan *short selling*. Dengan demikian analisis ini merupakan variasi dari analisis teknikal.

Tingkat keberhasilan menerapkan strategi ini ditentukan oleh keberhasilan memperkirakan tingkat pengembalian di pasar uang dan pasar modal. Oleh karena itu, diperlukan proporsi peramalan mengenai kondisi pasar sedang naik dimana hasil investasi pada portofolio indeks di pasar modal lebih besar daripada tingkat imbal hasil aset bebas risiko di pasar uang. Dalam *Financial Benchmark Return (FBR)* yang dikeluarkan oleh Tim Riset FBI menuliskan bahwa salah satu pola kebiasaan dalam berinvestasi dari investor aktif maupun manajer aktif adalah melakukan *time picking*. *Time picking* dapat menjelaskan kapan saat yang tepat untuk berada di dalam dan di luar pasar atau dapat diartikan kapan saat yang tepat untuk membeli aset serta saat yang tepat juga untuk menjual aset. *Time picking* secara umum lebih dikenal dengan sebutan *Market Timing*. Selain penjelasan yang sudah disebutkan sebelumnya, *Market Timing* dapat juga menjelaskan apakah Manajer Investasi yang mengelola portofolio Reksa Dana secara aktif telah melakukan perubahan aset untuk portofolionya di waktu yang tepat.

Bagi para Manajer Investasi dalam mengelola portofolio Reksa Dana tentunya sudah terdapat kebijakan investasi yang mengatur berapa besar bobot atau proporsi atau komposisi instrumen investasi yang akan menjadi portofolio Reksa Dananya. Hal ini telah jelas diatur dalam Peraturan Bapepam No. IV. C. 3 tentang Pedoman Harian Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana Terbuka. Bagi para

Manajer Investasi yang melakukan teknik *Market Timing* dengan tujuan mendapatkan imbal hasil diekspektasi (*expected return*) yang sudah direncanakan maka tidak serta merta dapat merubah komposisi portofolionya namun, hanya dapat merubah aset yang akan dimasukkan ke dalam portofolionya tanpa merubah komposisi dari kebijakan investasi yang telah ditentukan.

Perubahan aset-aset ini tentu diharapkan dapat mencapai imbal hasil terekspektasi yang sudah direncanakan. Untuk itu, proses perubahan aset ini tentunya harus memperhatikan waktu yang tepat untuk merubahnya. Proses perubahan aset ini ditentukan oleh kemampuan Manajer Investasi dalam memanfaatkan strategi *Market Timing* ini karena berhubungan dengan kondisi yang sedang terjadi di pasar, apakah dalam kondisi *bearish* atau *bullish*. Dengan demikian, pada akhirnya kendala yang nantinya akan ditemui bukanlah kendala untuk merubah komposisi portofolio pada kondisi pasar yang berbeda – karena hal ini dipastikan tidak dapat dilakukan. Akan tetapi, kendala yang nantinya akan ditemui ialah kapan waktu yang tepat untuk merubah aset – aset dalam portofolio pada berbagai kondisi pasar yang berbeda sehingga imbal hasil terekspektasi yang sudah direncanakan dapat tercapai.

Salah satu teknik konvensional dari pemodelan *Market Timing* yang populer adalah model Henriksson dan Merton (1981). Dalam penelitiannya mereka mengemukakan model peramalan *Market Timing* yang disajikannya berbeda dengan penelitian – penelitian sebelumnya dimana mereka mengasumsikan pengguna peramalan *Market Timing* (*forecasters*) mengikuti pendekatan yang lebih kualitatif terhadap *Market Timing*, yaitu kita mengasumsikan mereka (*forecasters*) juga melakukan peramalan terhadap kondisi $Z_M(t) > R(t)$ atau peramalan terhadap kondisi $Z_M(t) \leq R(t)$. Untuk penyederhaan akan simbol tersebut maka penulis mencoba menafsirkan dan mengartikan bahwa $Z_M(t)$ ialah imbal hasil diharapkan dari portofolio indeks pasar dan $R(t)$ ialah tingkat imbal hasil aset bebas risiko.

Adapun beberapa penelitian sebelumnya yang dituliskan kembali oleh Henriksson dan Merton (1981) dalam jurnalnya antara lain, Fama (1972) dan Jensen (1972b) yang mengembangkan struktur secara teoritis untuk mengevaluasi kinerja *micro* dan *macroforecasting* dimana basis (dasar) untuk mengevaluasi

tersebut ialah perbandingan antara kinerja *ex post* dana Manajer Investasi dengan imbal hasil di pasar. Pada analisis Jensen, pengguna *Market Timing* (*market timer*) diasumsikan memperkirakan (*to forecast*) imbal hasil aktual (*actual return*) pada portofolio pasar. Imbal hasil diperkirakan (*forecasted return*) dan imbal hasil aktual pada pasar diasumsikan memiliki distribusi normal bersamaan (*joint normal distribution*). Dengan asumsi ini, Jensen menunjukkan kemampuan memperkirakan dari pengguna *Market Timing* dapat diukur dengan korelasi antara prakiraan pengguna *Market Timing* dan imbal hasil direalisasi (*realized return*) pada pasar. Bagaimanapun, Jensen juga menunjukkan bahwa kontribusi terpisah dari *micro* dan *macroforecasting* tidak dapat diidentifikasi menggunakan struktur *microforecasting* kecuali untuk masing-masing periode, prakiraan *Market Timing*; penyesuaian portofolio yang sesuai dengan perkiraan tersebut; dan imbal hasil diekspektasi pada pasar di ketahui.

Penelitian lainnya ialah penelitian Grant (1977) yang menjelaskan bagaimana tindakan *Market Timing* akan mempengaruhi hasil dari pengujian empiris yang fokus hanya pada keterampilan *microforecasting*. Grant menunjukkan bahwa kemampuan *Market Timing* akan menyebabkan estimasi regresi dari α_i pada *microforecasting* menjadi pengukuran yang bias atas kelebihan imbal hasil (*excess return*) dari hasil kemampuan *microforecasting*. Sementara pada penelitian Treynor dan Mazuy (1966) dimana mereka menambahkan termin kuadratik untuk pengujian pada kemampuan *Market Timing*. Mereka berpendapat bila Manajer Investasi (MI) dapat memperkirakan imbal hasil pasar, MI akan memegang proporsi lebih besar dari portofolio pasar ketika imbal hasil pada pasar ialah tinggi dan proporsi lebih kecil ketika imbal hasil pasar ialah rendah.

Henriksson dan Merton juga menuliskan penelitian yang dilakukan Kon dan Jen (1979) yang menggunakan cara Quandt (1972) untuk memindahkan teknik regresi ke dalam kerangka kerja (*framework*) CAPM untuk meneliti kemungkinan perubahan level dari pasar terkait dengan tingkat risiko (*market-related risk*) dari waktu ke waktu untuk portofolio Reksa Dana. Dengan menggunakan pengujian maksimum *likelihood*, mereka membagi data sampelnya ke dalam bagian risiko yang berbeda. Mereka menemukan bukti bahwa banyak

Reksa Dana yang memiliki perubahan tersendiri pada level pasar terkait dengan tingkat risiko yang mereka pilih dimana konsisten dengan pandangan bahwa MI melakukan upaya untuk menggabungkan *Market Timing* ke dalam strategi investasinya.

Oleh karena pengujian yang dilakukan pada penelitian-penelitian tersebut sangatlah rumit maka Henriksson dan Merton dalam jurnalnya mencoba menyederhanakannya (*less sophisticated*). Pada *The Journal of Business*, Vol. 54, No. 4, Henriksson dan Merton (1981) menuliskan misalkan $\gamma(t)$ adalah variabel peramalan *Market Timing* (Manajer Investasi yang menerapkan strategi *Market Timing*), dimana $\gamma(t) = 1$ bila peramalan yang dibuat pada saat $(t-1)$ untuk periode t , benar terjadi bahwa $Z_M(t) > R(t)$, dan $\gamma(t) = 0$ untuk peramalan yang benar terjadi bahwa $Z_M(t) \leq R(t)$, sehingga probabilitas untuk $\gamma(t)$ yang bersyarat pada tingkat kembalian hasil investasi pasar didefinisikan sebagai :

$$P_1(t) = \text{prob} [\gamma(t) = 0 \mid Z_M(t) \leq R(t)]$$

$$1 - P_1(t) = \text{prob} [\gamma(t) = 1 \mid Z_M(t) \leq R(t)]$$

dan

$$P_2(t) = \text{prob}[\gamma(t) = 1 \mid Z_M(t) > R(t)]$$

$$1 - P_2(t) = \text{prob} [\gamma(t) = 0 \mid Z_M(t) > R(t)] \dots\dots\dots(2-7)$$

Dengan demikian $P_1(t)$ ialah probabilitas bersyarat dari peramalan yang benar dengan syarat $Z_M(t) \leq R(t)$. Sedangkan $P_2(t)$ ialah probabilitas bersyarat dari peramalan yang benar dengan syarat $Z_M(t) > R(t)$. Dalam hal ini diasumsikan bahwa $P_1(t)$ dan $P_2(t)$ tidak tergantung pada besarnya $\{ Z_M(t) - R(t) \}$, sehingga $P_1(t) + P_2(t)$ dapat digunakan untuk mengukur tingkat keberhasilan peramalan dalam strategi *Market Timing*.

Mereka juga menambahkan, pengembangan prosedur statistik untuk menilai kemampuan *Market Timing* dilakukan dengan test parametrik dan non-parametrik. Bila peramalan – peramalan yang dilakukan oleh Manajer Investasi bisa diamati maka prosedur non – parametrik dapat digunakan tanpa harus memperhitungkan distribusi tingkat hasil investasi. Akan tetapi, bila peramalan – peramalan tersebut tidak dapat diamati maka prosedur parametrik dapat digunakan dengan asumsi pada model CAPM ataupun model multifaktor.

Prosedur parametrik dapat digunakan untuk mengukur kemampuan *Market Timing* dengan menggunakan data – data tingkat hasil investasi portfolio di masa lalu secara runtut waktu (*time series*). Dengan penggunaan kerangka CAPM, dimana bentuk keseimbangan tingkat hasil investasi sekuritas akan konsisten dengan *Security Market Line* maka persamaan regresi untuk tingkat hasil investasi dapat dinyatakan sebagai berikut :

$$Z_p(t) - R(t) = \alpha + \beta x(t) + \varepsilon(t) \quad \dots\dots\dots(2-8)$$

dimana :

$Z_p(t)$ ialah *realized return* dari portofolio

$R(t)$ ialah tingkat imbal hasil aset bebas risiko

$x(t) = Z_M(t) - R(t)$ adalah *realized excess return* dari portfolio indeks pasar

$\varepsilon(t)$ adalah bentuk acak *residual*, yang diasumsikan memenuhi kondisi sebagai berikut :

$$E[\varepsilon(t)] = 0,$$

$$E[\varepsilon(t) | x(t)] = 0,$$

$$E[\varepsilon(t) | \varepsilon(t - i)] = 0, \text{ dimana } i = 1, 2, 3 \quad \dots\dots\dots(2-9)$$

Dengan demikian dapat pula ditulis persamaan sebagai berikut:

$$Z_p(t) - R(t) = \alpha + \beta[Z_M(t) - R(t)] + \varepsilon(t) \quad \dots\dots\dots(2-10)$$

Model Henriksson dan Merton mengasumsikan bahwa perbedaan tingkat risiko sistematis portfolio yang dipilih oleh Manajer Investasi merupakan fungsi dari peramalan. Berdasarkan asumsi tersebut, maka model ini mengasumsikan ada dua target tingkat risiko yang tergantung pada peramalan apakah tingkat imbal hasil diekspektasi investasi pada portfolio indeks pasar lebih besar daripada tingkat imbal hasil aset bebas risiko. Jadi ada satu target tingkat risiko bila diperkirakan $Z_M(t) > R(t)$ dan satu target tingkat risiko lainnya untuk $Z_M(t) \leq R(t)$.

Dengan adanya perbedaan antara $Z_M(t) > R(t)$ dan $Z_M(t) \leq R(t)$ yang digunakan dalam menentukan kemampuan *Market Timing* maka secara sederhana investor bisa mengetahui adanya kemampuan *Market Timing* dari dua persamaan tersebut. Bila hasil perhitungan ialah $Z_M(t) > R(t)$ maka terdapat *Market Timing* dan sebaliknya bila hasil perhitungan ialah $Z_M(t) \leq R(t)$ maka tidak terdapat

Universitas Indonesia

Market Timing. Tetapi, akan lebih detil lagi bila menggunakan persamaan regresi. Dalam Sharpe dan Alexander (1990), untuk mengukur kemampuan keberhasilan manajer investasi yang melakukan *Market Timing*, terkadang dilakukan dengan cara yang lebih kompleks dibandingkan metode persamaan garis lurus dimana terlihat dari diagram sebaran (*scatter diagrams*). Untuk pengukuran secara statistik digunakan parameter pengukuran a, b dan c yaitu sebagaimana tertulis di bawah ini:

- Regresi Kuadratik :

$$r_{pt} - r_{ft} = a + b(r_{Mt} - r_{ft}) + c[(r_{Mt} - r_{ft})^2] + \varepsilon_{pt} \quad \dots\dots\dots(2-11)$$

- Regresi Variabel Dummy :

$$r_{pt} - r_{ft} = a + b(r_{Mt} - r_{ft}) + c[D_t(r_{Mt} - r_{ft})] + \varepsilon_{pt} \quad \dots\dots\dots(2-12)$$

dimana:

r_{pt} ialah imbal hasil portofolio

r_{Mt} ialah imbal hasil pasar (*return* IHSG)

r_{ft} ialah imbal hasil dari aset bebas risiko

c ialah koefisien regresi untuk variabel *dummy* atau menjelaskan *market timing ability*

D_t ialah *dummy* variabel, dengan memberikan nilai satu (1) untuk setiap periode t ketika $r_{Mt} > r_{ft}$ dan bernilai nol (0) untuk setiap periode t ketika $r_{Mt} < r_{ft}$

ε_{pt} ialah *random error term*

2.5 Strategi Aktif Mengubah Komponen Portofolio Sekuritas

Bentuk lain dari strategi aktif ialah pemilihan sekuritas untuk mengubah komponen portofolio sekuritas. Strategi ini dilakukan terhadap saham – saham yang diperkirakan akan memberikan *excess return* positif. Biasanya dilakukan dengan pendekatan analisis fundamental. Namun, terkadang juga menggunakan analisis teknikal ataupun keduanya sebagai kombinasi strategi perdagangan.

Dalam bukunya, Husnan (2005) menuliskan *upaya untuk melakukan pemilihan saham tampaknya memang memiliki justifikasi, karena studi dari*

McEnally dan Todd (1992) menunjukkan bahwa pemodal yang ternyata berhasil memilih saham – saham yang termasuk 25% penghasil return tertinggi, dan konsisten mempertahankan pilihannya, akan berhasil menghindari tahun – tahun kerugian. Sebaliknya apabila seorang pemodal ternyata salah memilih saham – saham yang termasuk 25% terburuk dan tidak merubahnya, akan berada dalam posisi memperoleh kerugian yang cukup berarti terutama pada tahun – tahun yang buruk.

Dalam kutipan di atas ada beberapa hal yang sekiranya perlu diluruskan untuk menjelaskan aksi yang idealnya akan diambil investor dalam membentuk portofolionya. Seorang investor, idealnya akan memilih saham – saham yang dapat memberikan keuntungan kepadanya atau kiranya sesuai dengan perhitungan imbal hasil diekspektasinya. Bila investor merasa bahwa saham – saham yang berada pada portofolionya tidak sesuai dengan perhitungan imbal hasil diekspektasinya maka ia akan segera merubahnya. Bila ia tetap bertahan pada saham – saham yang telah dipilihnya dan saham – saham itu tidak memberikan keuntungan yang diekspektasinya maka nilai portofolionya akan turun. Jadi, yang dilakukan ialah menyesuaikan komposisi portofolio pilihannya untuk menghindari tahun – tahun kerugian. Selain itu, tidak ada satupun investor yang akan memilih saham – saham yang tidak memberikan keuntungan diekspektasi sehingga kutipan akhir di atas yang lebih sesuai ialah apabila pilihan saham – saham seorang pemodal ternyata termasuk dalam 25% terburuk. Keuntungan maupun kerugian aktual baru dapat dirasakan setelah investor memegang saham tersebut dan menghitungnya dengan membandingkan antara harga beli dan harga jual.

Dalam jurnal yang ditulis oleh Henriksson dan Merton (1981) persamaan (2-8) dikembangkan sedemikian rupa hingga didapatkan metode peramalan *return* per periode dengan persamaan berikut:

$$Z_p(t) = R(t) + [b + \theta(t)]x(t) + \lambda + \varepsilon_p(t) \dots\dots\dots(2-13)$$

dimana:

$Z_p(t)$ ialah *realized return* dari portofolio

$R(t)$ ialah tingkat imbal hasil aset bebas risiko

$\theta(t)$ ialah variabel acak yang dirumuskan $[\beta(t) - b]$

λ ialah ekspektasi penambahan tingkat hasil investasi pada portfolio dari proses pemilihan/analisis sekuritas (*microforecasting*)

$\varepsilon_p(t)$ ialah bentuk acak residual sebagaimana telah dijelaskan pada persamaan (2-9)

Henriksson dan Merton (1981) menambahkan, berdasarkan persamaan (2-13) yang telah dituliskan dikatakan bahwa melalui analisis regresi kuadrat terkecil (*least – squares regression analysis*) dapat dilakukan pengukuran secara terpisah terhadap peningkatan kinerja portofolio yang disumbangkan oleh proses pemilihan sekuritas (*microforecasting*) dengan aktivitas *Market Timing* (*macroforecasting*).

Adapun persamaan regresi tersebut dirumuskan sebagai berikut:

$$Z_p(t) - R(t) = \alpha + \beta_1 x(t) + \beta_2 y(t) + \varepsilon(t) \quad \dots\dots\dots(2-14)$$

dimana :

$$y(t) = \max [0, R(t) - Z_M(t)] = \max [0, -x(t)].$$

Dari persamaan (2-13), nilai imbal hasil diekspektasi investasi portofolio yang bersyarat pada $x(t) > 0$, dapat dinyatakan sebagai berikut :

$$E(Z_p | x > 0) = R + (b + \bar{\theta}_2)E(x | x > 0) + \lambda \quad \dots\dots\dots(2-15)$$

Sedangkan nilai imbal hasil diekspektasi investasi yang bersyarat pada $x \leq 0$, ditulis sebagai berikut :

$$E(Z_p | x \leq 0) = R + (b + \bar{\theta}_1)E(x | x \leq 0) + \lambda \quad \dots\dots\dots(2-16)$$

Dimana tanda bar pada variabel random (acak) dinotasikan sebagai nilai diekspektasi.

Kemampuan *Market Timing* dari manajer investasi diekspresikan dengan β_2 . Nilai β_2 akan bernilai 0 ketika pelaku peramalan (*forecasters*) tidak memiliki kemampuan *timing*. Secara formal dapat diinterpretasikan nilai negatif pada pengestimasi β_2 akan berimplikasi pada negatifnya *Market Timing*.

Peningkatan kinerja portofolio dari proses pemilihan sekuritas (*microforecasting*) juga dapat diukur dengan menggunakan persamaan (2-13 dan

Universitas Indonesia

2-14). Perkiraan kuadrat terkecil (*least - square*) terhadap sampel besar dari α dapat dinyatakan sebagai berikut :

$$p \lim \hat{\alpha} = E(Z_p) - R - p \lim \hat{\beta}_1 \bar{x} - p \lim \hat{\beta}_2 \bar{y} = \lambda \quad \dots\dots\dots(2-17)$$

Hendrikson dan Merton mengatakan, dengan demikian, dari persamaan (2-13), (2-14), dan (2-17), dapat digunakan untuk mengidentifikasi dan memperkirakan kontribusi dari *microforecasting* (proses pemilihan sekuritas) dan *macroforecasting* (*Market Timing*) pada kinerja portfolio secara keseluruhan.

Selanjutnya, dengan transformasi linier persamaan (2-14) kita dapat tuliskan persamaan regresi alternatif dalam bentuk lain sebagai berikut :

$$Z_p(t) - R(t) = \alpha + \beta_1 x_1(t) + \beta_2 x_2(t) + \varepsilon \quad \dots\dots\dots(2-18)$$

Dimana :

$$\begin{aligned} x_1(t) &= \min [0, x(t)] \\ x_2(t) &= \max [0, x(t)] \end{aligned} \quad \dots\dots\dots(2-19)$$

Oleh karena $x_1(t) = 0$ dan $x_2(t) = x(t)$ dan bila $x(t) > 0$, maka β_2 memiliki interpretasi intuitif dari *beta* portofolio untuk *up-market*. Sama halnya, oleh karena $x_1(t) = x(t)$ dan $x_2(t) = 0$ dan bila $x(t) \leq 0$, maka β_1 dapat diinterpretasikan sebagai *beta* portofolio untuk *down-market*.

Dalam Sharpe dan Alexander (1990), penentuan periode *up-markets* ialah ketika suatu sekuritas yang berisiko berkinerja melebihi (*outperform*) sekuritas bebas risiko (*risk-free securities*) dimana $r_{Mt} > r_{ft}$. Sebaliknya, penentuan periode *down-markets* ialah ketika suatu sekuritas yang berisiko berkinerja di bawah (*underperform*) sekuritas bebas risiko (*risk-free securities*) dimana $r_{Mt} < r_{ft}$.

Sharpe dan Alexander (1990) juga menuliskan, sama halnya dengan *Market Timing*, tingkat keberhasilan pemilihan sekuritas dapat pula dihitung dengan menggunakan persamaan (2-12). Nilai dari parameter b berhubungan dengan *beta* portofolio saat *up-market*. Sementara nilai $(b - c)$ berhubungan dengan *beta* portofolio saat *down-market*. Jadi, nilai parameter c mengindikasikan perbedaan antara dua *beta* dan bernilai positif bagi *market timer* yang berhasil (*successful market timer*). Selain parameter yang telah disebutkan, nilai parameter

a menyajikan pengukuran kemampuan manajer investasi dalam melakukan pemilihan sekuritas. Nilai dari parameter c juga menyajikan pengukuran dari kemampuan manajer investasi dalam melakukan *Market Timing*. Dengan demikian, analisis regresi terhadap tingkat keberhasilan pemilihan sekuritas dapat pula kita formulasikan sebagai berikut:

$$r_{pt} - r_{ft} = a + b(r_{Mt} - r_{ft}) + c[D_t(r_{Mt} - r_{ft})] + \varepsilon_{pt} \quad \dots\dots\dots(2-20)$$

dimana:

- r_{pt} ialah imbal hasil portofolio
 r_{Mt} ialah imbal hasil pasar (*return* IHSG)
 r_{ft} ialah imbal hasil dari aset bebas risiko
 a ialah *security selection ability* atau ukuran statistik untuk tingkat keberhasilan pemilihan sekuritas
 b ialah estimasi / taksiran untuk mengukur pengaruh *excess return* pasar
 c ialah estimasi untuk pengukuran *Market Timing*
 D_t ialah *dummy* variabel, dengan memberikan nilai nol (0) untuk setiap periode t ketika $r_{Mt} < r_{ft}$ dan nilai satu (1) untuk setiap periode t ketika $r_{Mt} > r_{ft}$
 ε_{pt} ialah *random error term*

2.6 Penelitian Terkait dengan Kemampuan Market Timing dan Keberhasilan Pemilihan Sekuritas / Ketepatan Pengubahan Komponen Portofolio Sekuritas pada Portofolio Reksa Dana

Penelitian mengenai *Market Timing* dan keberhasilan pemilihan sekuritas telah banyak dilakukan. Tidak hanya pada Reksa Dana Saham saja namun, juga dilakukan pada jenis Reksa Dana lainnya. Hasil yang diperoleh pun juga bervariasi untuk setiap jenis Reksa Dana maupun Manajer Investasinya dimana hampir sebagian besar Manajer Investasi belum sepenuhnya menerapkan strategi ini. Akan tetapi, penelitian yang dilakukan selama ini kebanyakan baru terbatas pada Reksa Dana konvensional pada umumnya seperti Reksa Dana Campuran,

Reksa Dana Saham, dan Reksa Dana Pendapatan Tetap untuk berbagai periode. Antara lain oleh Kaslani (2004), Harahap (2006), dan Makalew (2008).

Terkait penelitian *Market Timing* dan kemampuan pengubahan komponen portofolio sekuritas Reksa Dana, Kaslani (2004) mengambil judul penelitian "Pengukuran Kemampuan Market Timing dan Tingkat Keberhasilan Pemilihan Sekuritas Pada Portofolio Reksa Dana Saham". Variabel yang dipakai ialah NAB/unit Reksa Dana Saham dengan periode bulanan selama lima tahun sejak Januari 1999 hingga Desember 2003; data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) bulanan dengan periode yang sama seperti periode pengamatan pada Reksa Dana Saham; dan tingkat suku bunga *risk free*, dimana digunakan Sertifikat Bank Indonesia (SBI) bulanan dengan periode yang juga sama. Metode penelitian yang dipakai ialah metode regresi berganda dengan menggunakan variabel boneka (*dummy*) seperti yang dilakukan oleh Henriksson dan Merton (1981). Dari penelitian yang dilakukannya didapatkan hasil bahwa dari 12 Reksa Dana Saham yang dijadikan sampel hanya terdapat 4 Reksa Dana Saham yang memiliki nilai β_1 dan β_2 yang signifikan secara statistik atau dengan kata lain memiliki kemampuan *Market Timing*. Sementara itu bila dilihat dari kemampuan pemilihan sekuritas (*stock selection ability*) maka seluruh sampel tersebut hanya ada 1 sampel yang menghasilkan hasil yang signifikan secara statistik.

Sementara itu, Harahap (2006) mengambil judul penelitian "Strategi Kemampuan Market Timing Reksa Dana Saham Di Indonesia". Tentu saja variabel yang dipakai ialah NAB/unit Reksa Dana Saham dengan periode harian sejak terbit (diluncurkan) pada tahun 2003 hingga 30 Juni 2006; data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) harian dengan periode yang sama seperti periode pengamatan pada Reksa Dana Saham; dan tingkat suku bunga *risk free*, dimana digunakan Sertifikat Bank Indonesia (SBI) mingguan dengan periode yang juga sama. Metode penelitian yang dipakai ialah metode regresi berganda dengan menggunakan variabel boneka (*dummy*) seperti yang dilakukan oleh Henriksson dan Merton (1981). Dari penelitian yang dilakukannya didapatkan hasil bahwa dari 32 Reksa Dana Saham yang dijadikan sampel hanya terdapat 2 Reksa Dana Saham yang memiliki nilai β_1 dan β_2 yang signifikan secara statistik atau dengan kata lain memiliki kemampuan *Market Timing*. Sementara itu bila dilihat dari

kemampuan pemilihan sekuritas maka seluruh sampel tersebut tidak ada yang menghasilkan hasil yang signifikan secara statistik.

Pada penelitian Makalew (2008) mengambil judul penelitian “Analisa Kemampuan *Market Timing*, *Stock Selection*, *Risk* dan *Return* Reksa Dana Campuran Di Indonesia Periode 2005 - 2006”. Variabel yang dipakai ialah NAB/unit Reksa Dana Campuran dengan periode harian sejak efektif pada 1 Januari 2005 – 31 Desember 2007 dan data lainnya yang sama digunakan pada penelitian Kaslani (2004) dan Harahap (2006) ditambah data indeks obligasi bulanan. Metode penelitian yang dipakai ialah metode regresi berganda dengan menggunakan variabel boneka (*dummy*) seperti yang dilakukan oleh Henriksson dan Merton (1981). Dari penelitian yang dilakukannya didapatkan hasil bahwa dari 35 Reksa Dana Campuran yang dijadikan sampel hanya terdapat 10 Reksa Dana Campuran yang memiliki nilai β_1 dan β_2 yang signifikan secara statistik atau dengan kata lain memiliki kemampuan *Market Timing*. Sementara itu bila dilihat dari kemampuan pemilihan sekuritas maka seluruh sampel tersebut hanya ada 5 sampel yang menghasilkan hasil yang signifikan secara statistik.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Data dan Sampel

Seperti yang telah diuraikan dalam hipotesis pada bab sebelumnya bahwa penelitian ini akan mencoba menguji pengaruh hubungan kenaikan dan penurunan pasar terhadap *excess return* Reksa Dana Saham Syariah untuk menentukan ada tidaknya proses *Market Timing* pada Reksa Dana Saham Syariah yang menjadi sampel penelitian. Selain itu, juga mencari ada tidaknya pengaruh *excess return* Reksa Dana Saham Syariah terhadap proses pemilihan sekuritas.

Proses *Market Timing* merupakan strategi aktif dalam mengelola portofolio dimana manajer investasi melakukan perubahan bobot dana dalam suatu aset yang diperkirakan dapat memberikan hasil yang lebih tinggi. Selain itu, *Market Timing* juga merupakan strategi para manajer investasi dalam membuat keputusan kapan waktu yang tepat untuk membeli atau menjual instrumen sekuritas. Sementara itu, tingkat keberhasilan pemilihan sekuritas merupakan strategi aktif dari pengelola portofolio untuk mengoptimalkan varians rata – rata dari suatu portofolio yang berisiko. Tentunya dari sekuritas – sekuritas yang ada maka akan dipilih sekuritas – sekuritas yang masih bernilai rendah (*undervalued*) dengan harapan nantinya akan memberikan tingkat pengembalian lebih (*excess return*).

Sumber data yang diperoleh dan digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder berupa nilai aktiva bersih per unit dari Reksa Dana Saham Syariah yang menjadi sampel utamanya dan sampel Reksa Dana konvensional sebagai sampel tambahan. Data yang dapat diperoleh ialah data bulanan. Berdasarkan sumber berupa nilai aktiva bersih per unit yang dipublikasikan, hingga akhir 2009 telah berjumlah sepuluh Reksa Dana Saham Syariah. Selain itu, penulis juga melakukan perbandingan hasil kinerja yang didapat pada Reksa Dana Saham Syariah dengan Reksa Dana Saham Konvensional yang memiliki umur terbit kurang lebih sama dengan kesepuluh

Universitas Indonesia

*Reksa Dana Saham Syariah dalam hal *Market Timing* dan ketepatan perubahan komponen portofolio sekuritas serta perbandingan antar waktu periode pengamatan untuk mengetahui perbedaan hasil yang didapat antar periode pengamatan.

Selain data berupa nilai aktiva bersih per unit dari sampel Reksa Dana Saham Syariah dan Reksa Dana Konvensional, pada penelitian ini juga menggunakan data – data tambahan lainnya berupa sebagai berikut:

- a. Data indeks harga saham gabungan (IHSG) harian dengan periode pengamatan sama dengan periode pengamatan Reksa Dana Saham Syariah.
- b. Data tingkat imbal hasil dari aset bebas risiko. Oleh karena penelitian ini berkaitan dengan syariah maka akan lebih tepat jika menggunakan imbal hasil dari aset bebas risiko berupa Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) yang sebelumnya dikenal dengan sebutan Sertifikat Wadiah Bank Indonesia (SWBI). Data yang diambil pun sama periodenya yakni sama dengan periode pengamatan Reksa Dana Saham Syariah

3.2 Periode Pengamatan

Berbeda dengan penelitian – penelitian sebelumnya, penelitian ini mengambil rentang waktu hingga waktu terkini selama tiga tahun ke belakang yakni dari tahun Januari 2007 hingga Desember 2009. Oleh karena ketersediaan data yang bersifat bulanan maka data – data tersebut digunakan periode secara bulanan. Dengan melihat penggunaan rentang waktu pada penelitian ini maka penelitian ini termasuk ke dalam penelitian yang hanya melibatkan urutan waktu (*time series*).

3.3 Obyek Pengamatan

Sesuai dengan hal yang telah diungkapkan pada Bab Pendahuluan, pada penelitian ini akan memfokuskan obyek penelitian hanya pada Reksa Dana Saham, baik Syariah maupun konvensional yang memiliki waktu terbit kurang lebih sama . Hal ini dikarenakan penelitian yang dilakukan selama ini kebanyakan

Universitas Indonesia

baru terbatas pada Reksa Dana konvensional serta membandingkan raihan kinerja dari masing – masing Reksa Dana Saham. Oleh karena itu, pada penelitian ini penulis mencoba untuk melakukan penelitian yang sama yang telah dilakukan sebelumnya namun, dengan tambahan sampel berupa Reksa Dana Saham Syariah dengan pertimbangan Reksa Dana Saham Syariah seperti pada umumnya jenis Reksa Dana Saham memiliki tingkat volatilitas yang lebih tinggi dibandingkan jenis Reksa Dana konvensional maupun Syariah lainnya.

3.4 Metode Pengambilan Sampel

Pemilihan sampel ini menggunakan metode pengambilan sampel bertujuan (*purposive sampling*). Dalam Jogiyanto (2004) dijelaskan pengambilan sampel bertujuan (*purposive sampling*) dilakukan dengan mengambil sampel dari populasi berdasarkan suatu kriteria tertentu. Kriteria yang digunakan dapat berdasarkan pertimbangan (*judgement*) tertentu atau jatah (*quota*) tertentu. Sampel yang diambil ialah Reksa Dana Saham Syariah dan Reksa Dana Saham Konvensional yang memiliki waktu terbit kurang lebih sama. Hal ini dilakukan agar perbandingan tersebut bersifat sebanding atau *apple to apple* dengan waktu terbit yang sama.

Adapun kriteria yang digunakan dalam pemilihan sampel penelitian ini ialah sebagai berikut: (1) Reksa Dana Saham Syariah dan konvensional tersebut telah dan masih dinyatakan efektif pada awal tahun 2007, (2) Reksa Dana Saham Syariah dan konvensional tersebut masih aktif selama periode pengamatan, (3) Manajer Investasi yang mengelola Reksa Dana Saham Syariah dan konvensional tersebut juga masih aktif dan beroperasi selama periode pengamatan, (4) Reksa Dana saham yang diperbandingkan, baik Reksa Dana Saham Syariah maupun Reksa Dana Saham Konvensional memiliki waktu (umur) terbit yang sama, dan (5) ketersediaan data sesuai dengan periode pengamatan pada penelitian ini.

3.5 Teknik Pengumpulan Data

Pengumpulan data merupakan salah satu bagian dari penelitian yang tidak kalah penting. Ketersediaan data dapat membantu peneliti untuk melakukan proses pengolahan dan analisis data selanjutnya. Dengan demikian, diharapkan

dalam pengumpulan data ini harus dilakukan dengan cara yang benar sehingga data yang didapat merupakan data yang benar yang dapat dipakai untuk bahan penelitian, akurat, dan dapat dipertanggungjawabkan, serta diperoleh dari sumber yang reliabel sehingga hasil pengolahan dan analisis data tidak bias.

Seperti yang telah disinggung sebelumnya, data -- data yang digunakan pada penelitian ini merupakan data sekunder yang diperoleh dari berbagai sumber. Adapun teknik pengumpulan data sebagai berikut:

a. Studi Pustaka

Hal ini dilakukan untuk membantu memahami konsep – konsep yang berkaitan dengan penelitian. Sumber – sumber studi pustaka tidak hanya berasal dari buku maupun jurnal saja namun, ada pula sumber bacaan yang diambil dari internet.

b. Penelitian Lapangan

Hal ini dilakukan dengan mengambil data baik secara langsung maupun tidak langsung dari berbagai sumber data. Beberapa data yang dilakukan dengan cara tidak langsung yaitu dengan mengunduh (*download*) dari website yang menyediakan data – data tersebut. Data – data untuk mendukung penelitian ini diperoleh dari database PT. Finansial Bisnis Informasi, Bapepam, koran Tempo, koran Kontan, Bank Indonesia, dan Bursa Efek Indonesia.

3.6 Pengukuran Variabel

3.6.1 Imbal Hasil/*Return* Reksa Dana

Imbal hasil/*return* dari suatu sekuritas, dalam hal ini Reksa Dana merupakan hasil yang diperoleh oleh seorang investor oleh karena perubahan NAB per unit dari Reksa Dana yang dipegangnya. Nilai tersebut dapat positif maupun negatif. Bila *return* Reksa Dana bernilai positif berarti investor tersebut memperoleh kenaikan aset atau hasil dari Reksa Dana yang dipegangnya atau dengan kata lain memperoleh *capital gain*. Sebaliknya, bila bernilai negatif maka investor tersebut mengalami penurunan aset / hasil atau dengan kata lain mendapatkan *capital loss*. Kinerja dari harga Reksa Dana atau dengan kata lain *return* Reksa Dana dapat digunakan sebagai patokan

bagi investor untuk menilai Reksa Dana mana saja yang dapat memberikan hasil yang optimal bagi investor tersebut.

Oleh karena pada penelitian ini bersifat bulanan maka variabel imbal hasil/*return* diukur dengan cara membandingkan nilai aktiva bersih per unit secara bulanan. Dalam penelitian ini, tingkat imbal hasil Reksa Dana ditentukan berdasarkan periode pengamatan secara bulanan sesuai dengan ketersediaan data. Mudah-mudahan, *return* Reksa Dana ialah perubahan harga NAB / unit selama periode pengamatan atau dapat dirumuskan secara sistematis dengan cara berikut:

$$R_p = \frac{NAB/Unit_{t1} - NAB/Unit_{t0}}{NAB/Unit_{t0}}$$

3.6.2 Imbal Hasil / Return Pasar

Return pasar dalam hal ini ialah hasil yang diperoleh dari sekuritas yang dijadikan *benchmark* atau tolok ukur. Oleh karena sampel pada penelitian ini ialah Reksa Dana Saham Syariah maka akan lebih cocok sebagai pembanding atau *benchmarknya* ialah *return* dari indeks harga saham gabungan (IHSG).

Sama halnya dengan imbal hasil pada Reksa Dana, imbal hasil atau *return* pasar (IHSG) menghitung berapa hasil yang dapat diperoleh investor dengan asumsi investor melakukan investasi pada semua aset (dalam hal ini saham – saham) yang membentuk IHSG tersebut. Ketika investor mengalokasikan dananya untuk melakukan investasi pada semua sekuritas yang membentuk IHSG maka hasil yang diperolehnya akan cenderung sama dengan kinerja dari IHSG tersebut.

Adapun *return* pasar (IHSG) pada penelitian ini digunakan data bulanan sehingga perubahan harga IHSG selama periode pengamatan diambil dari data nilai IHSG pada akhir bulan dan diperbandingkan dengan akhir bulan sebelumnya atau dapat dirumuskan secara sistematis dengan cara berikut:

$$R_{it} = \frac{IHSG_{t1} - IHSG_{t0}}{IHSG_{t0}}$$

3.6.3 Imbal Hasil / Return Aset Bebas Risiko

Return aset bebas risiko dalam hal ini ialah hasil yang diperoleh dari sekuritas berupa Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS). SBIS pada penelitian ini akan menggunakan SBIS berjangka waktu 1 (satu) bulan. Penentuan *rate* imbal hasil dari SBIS bersifat tahunan yang ditetapkan untuk jangka waktu 1 (satu) bulan. Oleh karena menyesuaikan dengan ketersediaan data dan periode pengamatan maka perlu ada penyesuaian terhadap perhitungan *return* SBIS.

Adapun *return* aset bebas risiko (SBIS) ialah perolehan hasil selama periode pengamatan atau dapat dirumuskan secara sistematis dengan cara berikut:

$$R_{SBIS_t} = \frac{SBIS_t}{12}$$

3.7 Metode Analisis Data

Penelitian ini merupakan penelitian dengan jenis pengujian untuk pengujian hipotesis (*hypothesis testing*) dan bersifat replikasi. Jogiyanto (2004) menuliskan penelitian yang tipe risetnya pengujian hipotesis (*hypothesis testing*) menggunakan hipotesis karena sudah dapat ditentukan di awal riset. Sama seperti yang dilakukan pada penelitian ini ialah pengujian untuk pengujian hipotesis (*hypothesis testing*). Penelitian ini bersifat replikasi karena penelitian ini dilakukan dengan berdasar pada penelitian – penelitian terdahulu yang juga melakukan penelitian terhadap *Market Timing* dan ketepatan pengubahan komponen portofolio Sekuritas (*security selection*) Reksa Dana. Tetapi, seperti yang telah diungkapkan pada obyek penelitian dimana penelitian ini ialah penelitian yang sama yang telah dilakukan sebelumnya namun, dengan sampel yang berbeda yakni Reksa Dana Saham Syariah sebagai sampel utama dan Reksa Dana Saham Konvensional sebagai sampel tambahan.

Oleh karena penelitian ini merupakan jenis pengujian untuk pengujian hipotesis (*hypothesis testing*) maka penelitian ini berkategori penelitian deskriptif. Penelitian ini bertujuan untuk menggambarkan atau mendefinisikan siapa yang

terlibat di dalam suatu kegiatan, apa yang dilakukan, dimana dan bagaimana melakukannya, Jogiyanto (2004).

Hipotesis yang telah dikemukakan sebelumnya akan diuji melalui regresi berganda (*Multiple Regression*), seperti yang pernah digunakan dalam penelitian-penelitian sebelumnya. Dalam hal ini, untuk memudahkan pengolahan data maka penulis akan menggunakan regresi berganda dengan menggunakan variabel *dummy* seperti yang telah dikemukakan oleh Sharpe dan Alexander (1990).

Untuk menguji hipotesis pertama dan kedua, akan digunakan metode analisis yang sama sebagai berikut:

$$r_{pt} - r_{ft} = a + b(r_{Mt} - r_{ft}) + c[D_t(r_{Mt} - r_{ft})] + \varepsilon_{pt} \quad \dots\dots\dots(2-18)$$

dimana:

- r_{pt} ialah imbal hasil portofolio
- r_{Mt} ialah imbal hasil pasar (*return* IHSG)
- r_{ft} ialah imbal hasil dari aset bebas risiko
- a ialah *security selection ability* atau ukuran statistik untuk tingkat keberhasilan pemilihan sekuritas
- D_t ialah *dummy* variabel, dengan memberikan nilai nol (0) untuk setiap periode t ketika $r_m < r_f$ dan nilai satu (1) untuk setiap periode t ketika $r_m > r_f$
- ε_{pt} ialah *random error term*

Dalam Nachrowi dan Hardius (2002) dicontohkan penggunaan persamaan dengan menggunakan variabel *dummy*. Pada penelitian ini, diasumsikan Y ialah variabel terikat dimana merupakan selisih antara *return* portofolio dengan *return* aset bebas risiko atau dengan kata lain ialah *excess return* dari NAB per unit Reksa Dana Saham Syariah (RDSS). X ialah variabel bebas yang merupakan *market excess return* yaitu selisih antara *return* market dengan *return* aset bebas risiko. Sementara C ialah variabel *dummy* dimana bernilai 0 (sebagai *reference*) untuk $r_m < r_f$ dan bernilai 1 saat $r_m > r_f$. Berdasarkan persamaan yang dicontohkan dalam buku mereka maka persamaan di atas dapat kita tulis sebagai berikut:

$$y_i = \alpha_1 + \alpha_2 C + \beta X + \varepsilon_{pt} \quad \dots\dots\dots(2-19)$$

Dari model di atas dapat dilihat bahwa:

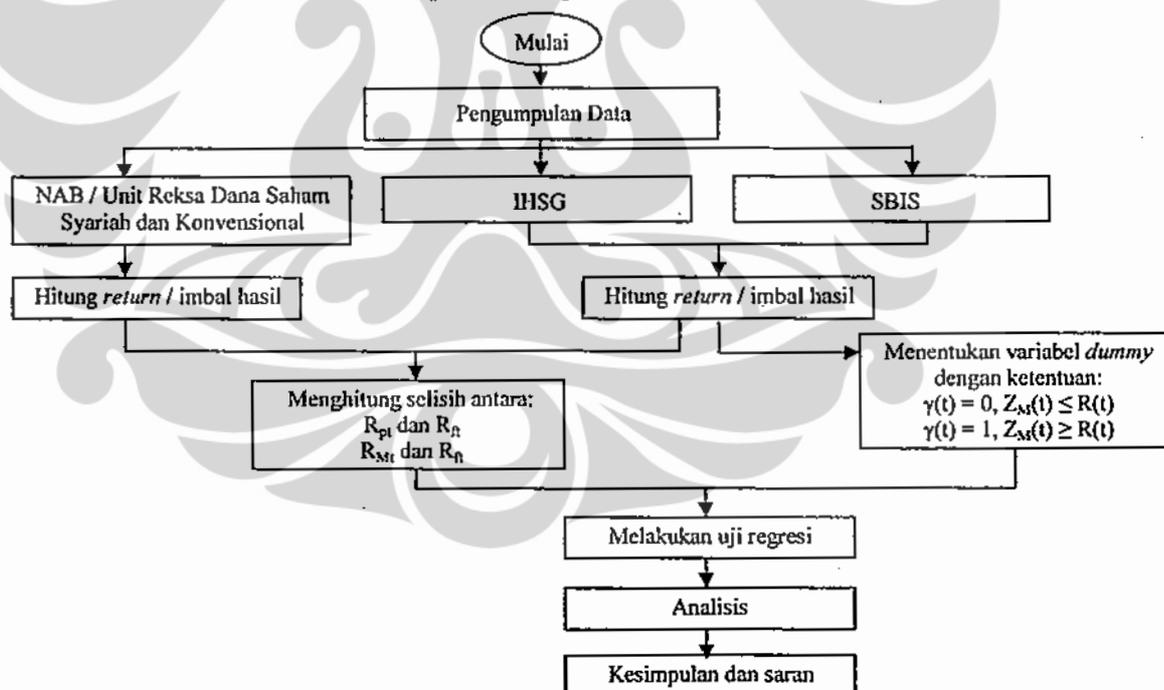
- *Excess Return* NAB/Unit RDSS saat *down market* = $\alpha_1 + \beta X$
- *Excess Return* NAB/Unit RDSS saat *up market* = $\alpha_1 + \alpha_2 + \beta X$

Untuk melakukan analisis regresi dari sampel Reksa Dana Saham Syariah dan konvensional tersebut akan digunakan program excel pada menu *data analysis* dan program statistik SPSS 15.0 for Windows.

3.8 Tahapan – tahapan Penelitian

Untuk memberikan gambaran yang lebih jelas mengenai penelitian ini maka penulis gambarkan tahapan-tahapan penelitian tersebut dalam gambar sebagai berikut.

Gambar 3.1
Tahapan - tahapan Penelitian



BAB IV

PERBANDINGAN PENGUKURAN KEMAMPUAN MARKET TIMING DAN KETEPATAN PENGUBAHAN KOMPONEN PORTOFOLIO SEKURITAS PADA PORTOFOLIO REKSA DANA SAHAM SYARIAH DAN KONVENSIONAL

Pada penelitian ini akan dilakukan analisis terhadap Reksa Dana Saham, baik yang bersifat syariah maupun konvensional, yang mana melakukan investasi portofolionya pada efek saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) maupun Badan Pengawas Pasar Modal – Lembaga Keuangan (Bapepam – LK). Seperti yang telah diungkapkan pada bab sebelumnya dimana data – data yang diperlukan untuk penelitian ini ialah data nilai aktiva bersih per unit, data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), dan data tingkat imbal hasil (*rate*) dari Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS). Regresi yang akan digunakan pada sampel Reksa Dana pada penelitian ini terbagi menjadi beberapa rentang waktu. Hal ini mengingat selama kurun waktu yang digunakan pada penelitian ini, tidak semua Reksa Dana Saham berdiri atau terbit tepat pada awal tahun 2007. Dari sampel Reksa Dana Saham Syariah hanya Reksa Dana BNIS Saham Syariah yang tidak dimasukkan ke dalam proses analisis karena hanya berumur tiga bulan dan tidak aktif hingga akhir periode penelitian.

Hasil dari proses analisis pada penelitian ini akan melihat seberapa besar kemampuan *Market Timing* dan ketepatan perubahan komponen portofolio sekuritas pada portofolio Reksa Dana Saham Syariah dan konvensional yang dimiliki oleh para Manajer Investasi dengan meregresi antara hasil selisih portofolio ($Z_{pt} - R_t$) atau selisih antara imbal hasil portofolio dan imbal hasil aset bebas risiko sebagai variabel dependen dengan hasil selisih pasar ($Z_{mt} - R_t$) variabel *dummy* yang telah dikalikan dengan imbal hasil pasar sebagai variabel independen. Sementara itu, untuk mengetahui suatu Reksa Dana Saham memiliki kemampuan *Market Timing* objek penelitian akan membandingkan tingkat imbal

Universitas Indonesia

hasil Reksa Dana dengan imbal hasil pasar atau IHSG. Tingkat imbal hasil aset bebas risiko digunakan *ekuivalen rate* SBI Syariah satu bulan.

4.1 Analisis Hasil Pengolahan Regresi

Pada analisis regresi yang dilakukan terkait dengan kemampuan *Market Timing* dan kemampuan ketepatan pengubahan komponen portofolio sekuritas maka perlu diketahui apakah suatu variabel bebas yang ada signifikan secara bersamaan dapat menjelaskan variabel dependen atau variabel terikatnya. Untuk mengetahui apakah variabel tersebut dapat memberikan hasil yang baik maka dapat dilihat dari uji F yang terlihat pada hasil perolehan *F-Stat* dengan ketentuan apabila besarnya probabilitas *F-Stat* lebih kecil dari 0,05 (5%) maka dapat disimpulkan bahwa model tersebut telah benar. Sementara itu, R^2 atau dikenal juga dengan istilah *coefficient of determination* atau *coefficient of explanation* atau daya jelas menunjukkan seberapa besar variasi dari variabel terikat dapat dijelaskan oleh variasi variabel bebas. Selain itu, R^2 sering digunakan sebagai titik statistik baik buruknya kecocokan (*goodness of fit*) satu model regresi menjelaskan seberapa besar variabel bebas tersebut dapat menjelaskan model regresi.

Berdasarkan tabel 4.1 hingga 4.8 di bawah, dari 22 (dua puluh dua) Reksa Dana Saham baik syariah maupun konvensional yang menjadi sampel terdapat 3 (tiga) Reksa Dana Saham yang memiliki probabilitas *F-Stat* dengan nilai di atas 0,05. Adapun ketiga Reksa Dana Saham yang memiliki probabilitas *F-Stat* di atas 0,05 terdiri dari dua Reksa Dana Saham Syariah dan satu Reksa Dana konvensional, yaitu Batasa Equity Syariah, Cipta Syariah Equity, dan Reksa Dana Millenium Equity. Sementara sisanya sebanyak 19 (sembilan belas) Reksa Dana Saham memiliki nilai *F-Stat* di bawah 0,05. Adapun kesembilanbelas Reksa Dana Saham yang memiliki *F-Stat* dengan nilai di bawah 0,05 terdiri dari 8 (delapan) Reksa Dana Syariah dan 11 (sebelas) Reksa Dana konvensional. Adapun kedelapan Reksa Dana Syariah yaitu TRIM Syariah Saham, Syariah Fortis Pesona Amanah, PNM Ekuitas Syariah, Reksa Dana Batavia Dana Saham Syariah, Reksa Dana CIMB Islamic Equity Growth Syariah, Reksa Dana Mandiri Investa Atraktif Syariah, Mega Dana Syariah, dan Manulife Syariah Sektoral

Amanah. Sementara itu, kesebelas Reksa Dana konvensional yaitu, Reksa Dana Paramitra Premium, Si Dana Saham Optimal, AAA Blue Chip Value Fund, Capital Equity Fund, Mega Dana Saham, Danareksa Mawar Agresif, Jisawi Saham, NISP Indeks Saham Progresif, Panin Dana Prima, Reksa Dana Mega Dana Ekuitas, dan Si Dana Batavia Saham.

Nilai R^2 menerangkan seberapa besar variabel bebas dapat menjelaskan model regresi. Nilai R^2 terbesar diperoleh Reksa Dana NISP Indeks Saham Progresif sebesar 0,978 (97,8%) yang memiliki pengertian bahwa sebanyak 0,978 (97,8%) dari variabel bebasnya dapat menjelaskan persamaan regresi tersebut. Sedangkan nilai perolehan R^2 terkecil diperoleh Reksa Dana Cipta Syariah Equity sebesar 0,00083 (0,083%) yang memiliki pengertian hanya sebanyak 0,00083 (0,083%) dari variabel bebasnya dapat menjelaskan persamaan regresi tersebut.

4.1.1 Analisis Kemampuan *Market Timing*

Untuk melakukan analisis pada kemampuan *Market Timing* pada regresi yang telah dilakukan maka dapat dilihat dari dua variabel secara berurutan, yaitu dari probabilitas β_2 yang bernilai lebih kecil dari 0,05 ($< 5\%$) dan dari koefisien β_2 yang memiliki nilai positif. Kedua syarat tersebut harus terpenuhi. Sebagai langkah pertama ialah dengan melihat probabilitas β_2 . Apabila memenuhi syarat dengan memiliki nilai kurang dari 0,05 selanjutnya melihat variabel ke dua, yaitu koefisien koefisien β_2 . Nilai koefisien β_2 haruslah memiliki nilai positif. Bila kedua variabel tersebut telah dipenuhi pada masing – masing Reksa Dana Saham yang menjadi sampel pada penelitian ini maka dapat dikatakan Reksa Dana Saham tersebut telah memiliki kemampuan *Market Timing*. Berikut ini akan diuraikan satu persatu sampel Reksa Dana Saham yang telah dianalisis terkait dengan kemampuan *Market Timing* berdasarkan tabel 4.1 hingga tabel 4.8 di atas dimana akan dibagi menjadi dua macam antara Reksa Dana Syariah dan Reksa Dana konvensional sebagai berikut.

Tabel 4.1 Ringkasan Hasil Regresi Market Timing dan Ketepatan Pengubahan Komponen Portofolio Sekuritas (Waktu Terbit Desember 2006)

Reksadana Saham	α	β_1	β_2	R^2	Sig. Model	nObs
Trim Syariah Saham	-0.0054841	1.3040043	-0.1729230	0.8956030	0.0000000	36
P-value	0.6003743	0.0000000	0.4503050			
Reksa Dana Paramitra Premium	-0.0453348	0.9338379	0.9261892	0.6525748	0.0000000	36
P-value	0.0713400	0.0021573	0.0905249			
Si Dana Saham Optimal	-0.0097814	1.0941673	0.1695229	0.9002820	0.0000000	36
P-value	0.3135846	0.0000000	0.4223865			

Sumber: Bapepam, diolah

Signifikan pada $\alpha = 5\%$

Reksa Dana TRIM Syariah Saham

Dari hasil analisis regresi, Reksa Dana TRIM Syariah Saham memiliki probabilita *F-Stat* yang lebih kecil dari 0,05 (5%), yaitu sebesar 0,00. Dari hasil ini dapat disimpulkan bahwa model tersebut signifikan secara statistik dan dapat dikatakan bahwa model regresi tersebut telah benar. Sementara itu, R^2 menunjukkan seberapa besar variabel bebas tersebut dapat menjelaskan model regresi. Pada Reksa Dana TRIM Syariah Saham memiliki R^2 sebesar 0,896 (89,6%) yang memiliki arti bahwa variabel bebasnya dapat menjelaskan persamaan regresi tersebut sebesar 89,6%.

Reksa Dana TRIM Syariah Saham memiliki nilai probabilita dari koefisien β_2 sebesar 0,450. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari *Market Timing* yang mengharuskan $\beta_2 < 0,05$. Oleh karena memiliki β_2 yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari *Market Timing* Reksa Dana TRIM Syariah Saham tidak terpenuhi. Reksa Dana TRIM Syariah Saham memiliki koefisien β_2 sebesar -0,173 dan bernilai negatif yang menandakan kemampuan *Market Timing*nya masih negatif. Dengan demikian, kemampuan *Market Timing* TRIM Syariah Saham mengurangi tingkat pengembalian portofolio sebesar -0,173. Dari hasil perolehan analisis regresi terhadap variabel ini dapat dikatakan bahwa Reksa Dana TRIM Syariah Saham tidak memiliki kemampuan *Market Timing*.

Universitas Indonesia

Reksa Dana Paramitra Premium

Dari hasil analisis regresi, Reksa Dana Paramitra Premium memiliki probabilita *F-Stat* yang lebih kecil dari 0,05 (5%), yaitu sebesar 0,00. Dari hasil ini dapat disimpulkan bahwa model tersebut signifikan secara statistik dan dapat dikatakan bahwa model regresi tersebut telah benar. Sementara itu, R^2 menunjukkan seberapa besar variabel bebas tersebut dapat menjelaskan model regresi. Pada Reksa Dana Paramitra Premium memiliki R^2 sebesar 0,652 (65,2%) yang memiliki arti bahwa variabel bebasnya dapat menjelaskan persamaan regresi tersebut sebesar 65,2%.

Reksa Dana Paramitra Premium memiliki nilai probabilita dari koefisien β_2 sebesar 0,090. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari *Market Timing* yang mengharuskan $\beta_2 < 0,05$. Oleh karena memiliki β_2 yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari *Market Timing* Reksa Dana Paramitra Premium tidak terpenuhi. Reksa Dana Paramitra Premium memiliki koefisien β_2 sebesar 0,926 dan bernilai positif. Meskipun koefisien β_2 bernilai positif namun, syarat pertama dari *Market Timing* ini tidak terpenuhi sehingga secara keseluruhan dari variabel yang ada dapat dikatakan bahwa Reksa Dana Paramitra Premium tidak memiliki kemampuan *Market Timing*.

Reksa Dana Si Dana Saham Optimal

Dari hasil analisis regresi, Reksa Dana Si Dana Saham Optimal memiliki probabilita *F-Stat* yang lebih kecil dari 0,05 (5%), yaitu sebesar 0,00. Dari hasil ini dapat disimpulkan bahwa model tersebut signifikan secara statistik dan dapat dikatakan bahwa model regresi tersebut telah benar. Sementara itu, R^2 menunjukkan seberapa besar variabel bebas tersebut dapat menjelaskan model regresi. Pada Reksa Dana Si Dana Saham Optimal memiliki R^2 sebesar 0,900 (90,0%) yang memiliki arti bahwa variabel bebasnya dapat menjelaskan persamaan regresi tersebut sebesar 90,0%.

Universitas Indonesia

Reksa Dana Si Dana Saham Optimal memiliki nilai probabilita dari koefisien β_2 sebesar 0,422. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari *Market Timing* yang mengharuskan $\beta_2 < 0,05$. Oleh karena memiliki β_2 yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari *Market Timing* Reksa Dana Si Dana Saham Optimal tidak terpenuhi. Reksa Dana Si Dana Saham Optimal memiliki koefisien β_2 sebesar 0,169 dan bernilai positif. Meskipun koefisien β_2 bernilai positif namun, syarat pertama dari *Market Timing* ini tidak terpenuhi sehingga secara keseluruhan dari variabel yang ada dapat dikatakan bahwa Reksa Dana Si Dana Saham Optimal tidak memiliki kemampuan *Market Timing*.

Tabel 4.2 Ringkasan Hasil Regresi Market Timing dan Ketepatan Pengubahan Komponen Portofolio Sekuritas (Waktu Terbit Mei 2007)

Reksadana Saham	A	β_2	D	R ²	Sig. Model	Obs
Syariah Fortis Pesona Amanah	0.0043570	1.0891680	-0.0779585	0.9209918	0.0000000	31
P-value	0.6240153	0.0000000	0.6730000			
AAA Top Gainer Equity Fund/AAA Blue Chip Value Fund	0.0029436	1.0628960	-0.0850980	0.9464956	0.0000000	31
P-value	0.6746588	0.0000000	0.5600655			
Capital Equity Fund	-0.0181953	1.0245505	0.0966949	0.8954821	0.0000000	31
P-value	0.0889512	0.0000000	0.6559031			
Mega Dana Saham	-0.0010721	1.2748015	-0.1805179	0.8503093	0.0000000	31
P-value	0.9408255	0.0000000	0.5490603			

Sumber: Bapepam, diolah

Signifikan pada $\alpha = 5\%$

Reksa Dana Syariah Fortis Pesona Amanah

Dari hasil analisis regresi, Reksa Dana Syariah Fortis Pesona Amanah memiliki probabilita *F-Stat* yang lebih kecil dari 0,05 (5%), yaitu sebesar 0,00. Dari hasil ini dapat disimpulkan bahwa model tersebut signifikan secara statistik dan dapat dikatakan bahwa model regresi tersebut telah benar. Sementara itu, R^2 menunjukkan seberapa besar variabel bebas tersebut dapat menjelaskan model regresi. Pada Reksa Dana Syariah Fortis Pesona Amanah memiliki R^2 sebesar 0,921 (92,1%) yang memiliki arti bahwa variabel bebasnya dapat menjelaskan persamaan regresi tersebut sebesar 92,1%.

Universitas Indonesia

Reksa Dana Syariah Fortis Pesona Amanah memiliki nilai probabilita dari koefisien β_2 sebesar 0,673. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari *Market Timing* yang mengharuskan $\beta_2 < 0,05$. Oleh karena memiliki β_2 yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari *Market Timing* Reksa Dana Syariah Fortis Pesona Amanah tidak terpenuhi. Reksa Dana Syariah Fortis Pesona Amanah memiliki koefisien β_2 sebesar -0,078 dan bernilai negatif yang menandakan kemampuan *Market Timing*nya masih negatif. Dengan demikian, kemampuan *Market Timing* Syariah Fortis Pesona Amanah mengurangi tingkat pengembalian portofolio sebesar -0,078. Dari hasil perolehan analisis regresi terhadap variabel ini dapat dikatakan bahwa Reksa Dana Syariah Fortis Pesona Amanah tidak memiliki kemampuan *Market Timing*.

Reksa Dana AAA Blue Chip Value Fund

Dari hasil analisis regresi, Reksa Dana AAA Blue Chip Value Fund memiliki probabilita *F-Stat* yang lebih kecil dari 0,05 (5%), yaitu sebesar 0,00. Dari hasil ini dapat disimpulkan bahwa model tersebut signifikan secara statistik dan dapat dikatakan bahwa model regresi tersebut telah benar. Sementara itu, R^2 menunjukkan seberapa besar variabel bebas tersebut dapat menjelaskan model regresi. Pada Reksa Dana AAA Blue Chip Value Fund memiliki R^2 sebesar 0,946 (94,6%) yang memiliki arti bahwa variabel bebasnya dapat menjelaskan persamaan regresi tersebut sebesar 94,6%.

Reksa Dana AAA Blue Chip Value Fund memiliki nilai probabilita dari koefisien β_2 sebesar 0,560. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari *Market Timing* yang mengharuskan $\beta_2 < 0,05$. Oleh karena memiliki β_2 yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari *Market Timing* Reksa Dana AAA Blue Chip Value Fund tidak terpenuhi. Reksa Dana AAA Blue Chip Value Fund memiliki koefisien β_2 sebesar -0,085 dan bernilai negatif yang menandakan kemampuan *Market Timing*nya masih negatif. Dengan

Universitas Indonesia

demikian, kemampuan *Market Timing* Reksa Dana AAA Blue Chip Value Fund mengurangi tingkat pengembalian portofolio sebesar -0,085. Koefisien β_2 yang bernilai negatif dan syarat pertama dari *Market Timing* ini tidak terpenuhi sehingga secara keseluruhan dari variabel yang ada dapat dikatakan bahwa Reksa Dana AAA Blue Chip Value Fund tidak memiliki kemampuan *Market Timing*.

Reksa Dana Capital Equity Fund

Dari hasil analisis regresi, Reksa Dana Capital Equity Fund memiliki probabilita *F-Stat* yang lebih kecil dari 0,05 (5%), yaitu sebesar 0,00. Dari hasil ini dapat disimpulkan bahwa model tersebut signifikan secara statistik dan dapat dikatakan bahwa model regresi tersebut telah benar. Sementara itu, R^2 menunjukkan seberapa besar variabel bebas tersebut dapat menjelaskan model regresi. Pada Reksa Dana Capital Equity Fund memiliki R^2 sebesar 0,895 (89,5%) yang memiliki arti bahwa variabel bebasnya dapat menjelaskan persamaan regresi tersebut sebesar 89,5%.

Reksa Dana Capital Equity Fund memiliki nilai probabilita dari koefisien β_2 sebesar 0,656. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari *Market Timing* yang mengharuskan $\beta_2 < 0,05$. Oleh karena memiliki β_2 yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari *Market Timing* Reksa Dana Capital Equity Fund tidak terpenuhi. Reksa Dana Capital Equity Fund memiliki koefisien β_2 sebesar 0,097 dan bernilai positif. Meskipun koefisien β_2 bernilai positif namun, syarat pertama dari *Market Timing* ini tidak terpenuhi sehingga secara keseluruhan dari variabel yang ada dapat dikatakan bahwa Reksa Dana Capital Equity Fund tidak memiliki kemampuan *Market Timing*.

Reksa Dana Mega Dana Saham

Dari hasil analisis regresi, Reksa Dana Mega Dana Saham memiliki probabilita *F-Stat* yang lebih kecil dari 0,05 (5%), yaitu

Universitas Indonesia

sebesar 0,00. Dari hasil ini dapat disimpulkan bahwa model tersebut signifikan secara statistik dan dapat dikatakan bahwa model regresi tersebut telah benar. Sementara itu, R^2 menunjukkan seberapa besar variabel bebas tersebut dapat menjelaskan model regresi. Pada Reksa Dana Mega Dana Saham memiliki R^2 sebesar 0,850 (85,0%) yang memiliki arti bahwa variabel bebasnya dapat menjelaskan persamaan regresi tersebut sebesar 85,0%.

Reksa Dana Mega Dana Saham memiliki nilai probabilita dari koefisien β_2 sebesar 0,549. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari *Market Timing* yang mengharuskan $\beta_2 < 0,05$. Oleh karena memiliki β_2 yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari *Market Timing* Reksa Dana Mega Dana Saham tidak terpenuhi. Reksa Dana Mega Dana Saham memiliki koefisien β_2 sebesar -0,180 dan bernilai negatif yang menandakan kemampuan *Market Timing*nya masih negatif. Dengan demikian, kemampuan *Market Timing* Reksa Dana Mega Dana Saham mengurangi tingkat pengembalian portofolio sebesar -0,180. Koefisien β_2 yang bernilai negatif dan syarat pertama dari *Market Timing* ini tidak terpenuhi sehingga secara keseluruhan dari variabel yang ada dapat dikatakan bahwa Reksa Dana Mega Dana Saham tidak memiliki kemampuan *Market Timing*.

Tabel 4.3 Ringkasan Hasil Regresi Market Timing dan Ketepatan Perubahan Komponen Portofolio Sekuritas (Waktu Terbit Agustus 2007)

Reksadana Saham	A	β_2	ϕ	R^2	Sig. Model	Obs
PNM Ekuitas Syariah	0.0167103	1.1748638	-0.2545968	0.8616033	0.0000000	28
P-value	0.2153948	0.0000000	0.3496549			
Danareksa Mawar Agresif	-0.0183046	1.1245031	0.3107742	0.8820258	0.0000000	28
P-value	0.2030761	0.0000001	0.2851713			
Jisawi Saham	0.0096131	1.1348205	-0.1586641	0.9266812	0.0000000	28
P-value	0.3060880	0.0000000	0.4040831			
RD Batavia Dana Saham Syariah d/h Si Dana Saham Syariah	-0.0049369	1.0638911	0.3087878	0.8419458	0.0000000	28
P-value	0.7569874	0.0000011	0.3447542			

Sumber: Bapepam, diolah

Signifikan pada $\alpha = 5\%$

Reksa Dana PNM Ekuitas Syariah *

Dari hasil analisis regresi, Reksa Dana PNM Ekuitas Syariah memiliki probabilita *F-Stat* yang lebih kecil dari 0,05 (5%), yaitu sebesar 0,00. Dari hasil ini dapat disimpulkan bahwa model tersebut signifikan secara statistik dan dapat dikatakan bahwa model regresi tersebut telah benar. Sementara itu, R^2 menunjukkan seberapa besar variabel bebas tersebut dapat menjelaskan model regresi. Pada Reksa Dana Syariah PNM Ekuitas Syariah memiliki R^2 sebesar 0,862 (86,2%) yang memiliki arti bahwa variabel bebasnya dapat menjelaskan persamaan regresi tersebut sebesar 86,2%.

Reksa Dana PNM Ekuitas Syariah memiliki nilai probabilita dari koefisien β_2 sebesar 0,349. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari *Market Timing* yang mengharuskan $\beta_2 < 0,05$. Oleh karena memiliki β_2 yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari *Market Timing* Reksa Dana PNM Ekuitas Syariah tidak terpenuhi. Reksa Dana PNM Ekuitas Syariah memiliki koefisien β_2 sebesar -0,255 dan bernilai negatif yang menandakan kemampuan *Market Timing*nya masih negatif. Dengan demikian, kemampuan *Market Timing* PNM Ekuitas Syariah mengurangi tingkat peembalian portofolio sebesar -0,255. Dari hasil perolehan analisis regresi terhadap variabel ini dapat dikatakan bahwa Reksa Dana PNM Ekuitas Syariah tidak memiliki kemampuan *Market Timing*.

Reksa Dana Batavia Dana Saham Syariah (Si Dana Saham)

Dari hasil analisis regresi, Reksa Dana Batavia Dana Saham Syariah memiliki probabilita *F-Stat* yang lebih kecil dari 0,05 (5%), yaitu sebesar 0,00. Dari hasil ini dapat disimpulkan bahwa model tersebut signifikan secara statistik dan dapat dikatakan bahwa model regresi tersebut telah benar. Sementara itu, R^2 menunjukkan seberapa besar variabel bebas tersebut dapat menjelaskan model regresi. Pada Reksa Dana Batavia Dana Saham Syariah memiliki R^2 sebesar 0,842

(84,2%) yang memiliki arti bahwa variabel bebasnya dapat menjelaskan persamaan regresi tersebut sebesar 84,2%.

Reksa Dana Batavia Dana Saham Syariah memiliki nilai probabilita dari koefisien β_2 sebesar 0,345. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari *Market Timing* yang mengharuskan $\beta_2 < 0,05$. Oleh karena memiliki β_2 yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari *Market Timing* Reksa Dana Batavia Dana Saham Syariah tidak terpenuhi. Reksa Dana Batavia Dana Saham Syariah memiliki koefisien β_2 sebesar 0,309 dan bernilai positif. Meskipun koefisien β_2 bernilai positif namun, syarat pertama dari *Market Timing* ini tidak terpenuhi sehingga secara keseluruhan dari variabel yang ada dapat dikatakan bahwa Reksa Dana Batavia Dana Saham Syariah tidak memiliki kemampuan *Market Timing*.

Reksa Dana Danareksa Mawar Agresif

Dari hasil analisis regresi, Reksa Dana Danareksa Mawar Agresif memiliki probabilita *F-Stat* yang lebih kecil dari 0,05 (5%), yaitu sebesar 0,00. Dari hasil ini dapat disimpulkan bahwa model tersebut signifikan secara statistik dan dapat dikatakan bahwa model regresi tersebut telah benar. Sementara itu, R^2 menunjukkan seberapa besar variabel bebas tersebut dapat menjelaskan model regresi. Pada Reksa Dana Mega Dana Saham memiliki R^2 sebesar 0,882 (88,2%) yang memiliki arti bahwa variabel bebasnya dapat menjelaskan persamaan regresi tersebut sebesar 88,2%.

Reksa Dana Danareksa Mawar Agresif memiliki nilai probabilita dari koefisien β_2 sebesar 0,285. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari *Market Timing* yang mengharuskan $\beta_2 < 0,05$. Oleh karena memiliki β_2 yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari *Market Timing* Reksa Dana Danareksa Mawar Agresif tidak terpenuhi. Reksa Dana Danareksa Mawar Agresif memiliki koefisien β_2 sebesar 0,311 dan bernilai positif. Meskipun koefisien β_2 bernilai positif namun, syarat pertama dari *Market Timing*

Universitas Indonesia

ini tidak terpenuhi sehingga secara keseluruhan dari variabel yang ada dapat dikatakan bahwa Reksa Dana Danareksa Mawar Agresif tidak memiliki kemampuan *Market Timing*.

Reksa Dana Jisawi Saham

Dari hasil analisis regresi, Reksa Dana Jisawi Saham memiliki probabilita *F-Stat* yang lebih kecil dari 0,05 (5%), yaitu sebesar 0,00. Dari hasil ini dapat disimpulkan bahwa model tersebut signifikan secara statistik dan dapat dikatakan bahwa model regresi tersebut telah benar. Sementara itu, R^2 menunjukkan seberapa besar variabel bebas tersebut dapat menjelaskan model regresi. Pada Reksa Dana Jisawi Saham memiliki R^2 sebesar 0,927 (92,7%) yang memiliki arti bahwa variabel bebasnya dapat menjelaskan persamaan regresi tersebut sebesar 92,7%.

Reksa Dana Jisawi Saham memiliki nilai probabilita dari koefisien β_2 sebesar 0,404. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari *Market Timing* yang mengharuskan $\beta_2 < 0,05$. Oleh karena memiliki β_2 yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari *Market Timing* Reksa Dana Jisawi Saham tidak terpenuhi. Reksa Dana Jisawi Saham memiliki koefisien β_2 sebesar -0,159 dan bernilai negatif yang menandakan kemampuan *Market Timing*nya masih negatif. Dengan demikian, kemampuan *Market Timing* Reksa Dana Jisawi Saham mengurangi tingkat pengembalian portofolio sebesar -0,159. Koefisien β_2 yang bernilai negatif dan syarat pertama dari *Market Timing* ini tidak terpenuhi sehingga secara keseluruhan dari variabel yang ada dapat dikatakan bahwa Reksa Dana Jisawi Saham tidak memiliki kemampuan *Market Timing*.

Tabel 4.4 Ringkasan Hasil Regresi Market Timing dan Ketepatan Pengubahan Komponen Portofolio Sekuritas (Waktu Terbit September 2007)

Reksadana Saham	α	β	ϕ	R^2	Slg. Model	Obs
RD CIMB Islamic Equity Growth Syariah	-0.0114377	0.9544120	0.2405018	0.8934623	0.0000000	27

Universitas Indonesia

P-value	0.3224738	0.0000000	0.8035712		
---------	-----------	-----------	-----------	--	--

Sumber: Bapepam, diolah

Signifikan pada $\alpha = 5\%$

Reksa Dana CIMB Islamic Equity Growth Syariah

Dari hasil analisis regresi, Reksa Dana CIMB Islamic Equity Growth Syariah memiliki probabilita *F-Stat* yang lebih kecil dari 0,05 (5%), yaitu sebesar 0,00. Dari hasil ini dapat disimpulkan bahwa model tersebut signifikan secara statistik dan dapat dikatakan bahwa model regresi tersebut telah benar. Sementara itu, R^2 menunjukkan seberapa besar variabel bebas tersebut dapat menjelaskan model regresi. Pada Reksa Dana CIMB Islamic Equity Growth Syariah memiliki R^2 sebesar 0,893 (89,3%) yang memiliki arti bahwa variabel bebasnya dapat menjelaskan persamaan regresi tersebut sebesar 89,3%.

Reksa Dana CIMB Islamic Equity Growth Syariah memiliki nilai probabilita dari koefisien β_2 sebesar 0,303. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari *Market Timing* yang mengharuskan $\beta_2 < 0,05$. Oleh karena memiliki β_2 yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari *Market Timing* Reksa Dana CIMB Islamic Equity Growth Syariah tidak terpenuhi. Reksa Dana CIMB Islamic Equity Growth Syariah memiliki koefisien β_2 sebesar 0,241 dan bernilai positif. Meskipun koefisien β_2 bernilai positif namun, syarat pertama dari *Market Timing* ini tidak terpenuhi sehingga secara keseluruhan dari variabel yang ada dapat dikatakan bahwa Reksa Dana CIMB Islamic Equity Growth Syariah tidak memiliki kemampuan *Market Timing*.

Tabel 4.5 Ringkasan Hasil Regresi Market Timing dan Ketepatan Pengubahan Komponen Portofolio Sekuritas (Waktu Terbit Januari 2008)

Reksadana Saham	A	β_2	α	R^2	Sig. Model	Obs
Reksa Dana Mandiri Investa Atraktif Syariah	0.0077650	1.0833396	-0.1677895	0.9321593	0.0000000	23
P-value	0.4469922	0.0000000	0.3984233			
NISP Indeks Saham Progresif	0.0067098	0.9759516	0.0891098	0.9782081	0.0000000	23
P-value	0.2363196	0.0000000	0.4137419			

Universitas Indonesia

Panin Dana Prima	0.0154603	1.0641497	0.1532988	0.9045704	0.0000000	23
P-value	0.2590056	0.0000001	0.5598069			
Reksa Dana Mega Dana Ekuitas	-0.0109539	0.9851380	0.1413083	0.8391475	0.0000000	23
P-value	0.5169131	0.0000062	0.6659607			

Sumber: Bapepam, diolah

Signifikan pada $\alpha = 5\%$

Reksa Dana Mandiri Investa Atraktif Syariah

Dari hasil analisis regresi, Reksa Dana Mandiri Investa Atraktif Syariah memiliki probabilita *F-Stat* yang lebih kecil dari 0,05 (5%), yaitu sebesar 0,00. Dari hasil ini dapat disimpulkan bahwa model tersebut signifikan secara statistik dan dapat dikatakan bahwa model regresi tersebut telah benar. Sementara itu, R^2 menunjukkan seberapa besar variabel bebas tersebut dapat menjelaskan model regresi. Pada Reksa Dana Mandiri Investa Atraktif Syariah memiliki R^2 sebesar 0,932 (93,2%) yang memiliki arti bahwa variabel bebasnya dapat menjelaskan persamaan regresi tersebut sebesar 93,2%.

Reksa Dana Mandiri Investa Atraktif Syariah memiliki nilai probabilita dari koefisien β_2 sebesar 0,398. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari *Market Timing* yang mengharuskan $\beta_2 < 0,05$. Oleh karena memiliki β_2 yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari *Market Timing* Reksa Dana Mandiri Investa Atraktif Syariah tidak terpenuhi. Reksa Dana Mandiri Investa Atraktif Syariah memiliki koefisien β_2 sebesar -0,168 dan bernilai negatif yang menandakan kemampuan *Market Timing*nya masih negatif. Dengan demikian, kemampuan *Market Timing* TRIM Syariah Saham mengurangi tingkat pengembalian portofolio sebesar -0,168. Koefisien β_2 yang bernilai negatif dan syarat pertama dari *Market Timing* ini tidak terpenuhi sehingga secara keseluruhan dari variabel yang ada dapat dikatakan bahwa Reksa Dana Mandiri Investa Atraktif Syariah tidak memiliki kemampuan *Market Timing*.

Reksa Dana NISP Indeks Saham Progresif

Dari hasil analisis regresi, Reksa Dana NISP Indeks Saham Progresif memiliki probabilita *F-Stat* yang lebih kecil dari 0,05 (5%), yaitu sebesar 0,00. Dari hasil ini dapat disimpulkan bahwa model tersebut signifikan secara statistik dan dapat dikatakan bahwa model regresi tersebut telah benar. Sementara itu, R^2 menunjukkan seberapa besar variabel bebas tersebut dapat menjelaskan model regresi. Pada Reksa Dana NISP Indeks Saham Progresif memiliki R^2 sebesar 0,978 (97,8%) yang memiliki arti bahwa variabel bebasnya dapat menjelaskan persamaan regresi tersebut sebesar 97,8%.

Reksa Dana NISP Indeks Saham Progresif memiliki nilai probabilita dari koefisien β_2 sebesar 0,414. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari *Market Timing* yang mengharuskan $\beta_2 < 0,05$. Oleh karena memiliki β_2 yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari *Market Timing* Reksa Dana NISP Indeks Saham Progresif tidak terpenuhi. Reksa Dana NISP Indeks Saham Progresif memiliki koefisien β_2 sebesar 0,089 dan bernilai positif. Meskipun koefisien β_2 bernilai positif namun, syarat pertama dari *Market Timing* ini tidak terpenuhi sehingga secara keseluruhan dari variabel yang ada dapat dikatakan bahwa Reksa Dana NISP Indeks Saham Progresif tidak memiliki kemampuan *Market Timing*.

Reksa Dana Panin Dana Prima

Dari hasil analisis regresi, Reksa Dana Panin Dana Prima memiliki probabilita *F-Stat* yang lebih kecil dari 0,05 (5%), yaitu sebesar 0,00. Dari hasil ini dapat disimpulkan bahwa model tersebut signifikan secara statistik dan dapat dikatakan bahwa model regresi tersebut telah benar. Sementara itu, R^2 menunjukkan seberapa besar variabel bebas tersebut dapat menjelaskan model regresi. Pada Reksa Dana Panin Dana Prima memiliki R^2 sebesar 0,905 (90,5%) yang memiliki arti bahwa variabel bebasnya dapat menjelaskan persamaan regresi tersebut sebesar 90,5%.

Universitas Indonesia

Reksa Dana Panin Dana Prima memiliki nilai probabilita dari koefisien β_2 sebesar 0,559. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari *Market Timing* yang mengharuskan $\beta_2 < 0,05$. Oleh karena memiliki β_2 yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari *Market Timing* Reksa Dana Panin Dana Prima tidak terpenuhi. Reksa Dana Panin Dana Prima memiliki koefisien β_2 sebesar 0,153 dan bernilai positif. Meskipun koefisien β_2 bernilai positif namun, syarat pertama dari *Market Timing* ini tidak terpenuhi sehingga secara keseluruhan dari variabel yang ada dapat dikatakan bahwa Reksa Dana Panin Dana Prima tidak memiliki kemampuan *Market Timing*.

Reksa Dana Mega Dana Ekuitas

Dari hasil analisis regresi, Reksa Dana Mega Dana Ekuitas memiliki probabilita *F-Stat* yang lebih kecil dari 0,05 (5%), yaitu sebesar 0,00. Dari hasil ini dapat disimpulkan bahwa model tersebut signifikan secara statistik dan dapat dikatakan bahwa model regresi tersebut telah benar. Sementara itu, R^2 menunjukkan seberapa besar variabel bebas tersebut dapat menjelaskan model regresi. Pada Reksa Dana Mega Dana Ekuitas memiliki R^2 sebesar 0,839 (83,9%) yang memiliki arti bahwa variabel bebasnya dapat menjelaskan persamaan regresi tersebut sebesar 83,9%.

Reksa Dana Mega Dana Ekuitas memiliki nilai probabilita dari koefisien β_2 sebesar 0,666. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari *Market Timing* yang mengharuskan $\beta_2 < 0,05$. Oleh karena memiliki β_2 yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari *Market Timing* Reksa Dana Mega Dana Ekuitas tidak terpenuhi. Reksa Dana Mega Dana Ekuitas memiliki koefisien β_2 sebesar 0,141 dan bernilai positif. Meskipun koefisien β_2 bernilai positif namun, syarat pertama dari *Market Timing* ini tidak terpenuhi sehingga secara keseluruhan dari variabel yang ada dapat dikatakan bahwa Reksa Dana Mega Dana Ekuitas tidak memiliki kemampuan *Market Timing*.

**Tabel 4.6 Ringkasan Hasil Regresi Market Timing dan Ketepatan
Pengubahan Komponen Portofolio Sekuritas (Waktu Terbit April 2008)**

Reksadana Saham	α	β	ϕ	R^2	Sig. Model	Obs
Batasa Equity Syariah	0.0176716	0.4592480	-0.8231823	0.0064819	0.9462245	20
P-value	0.8211962	0.8023404	0.7549656			
Cipta Syariah Equity	0.0039935	0.1128792	-0.0855329	0.0008299	0.9929677	20
P-value	0.9462290	0.9352367	0.9658177			
Reksa Dana Millenium Equity	0.0069702	-0.0293199	0.1380920	0.0015687	0.9867446	20
P-value	0.8855225	0.9793986	0.9325523			

Sumber: Bapepam, diolah

Signifikan pada $\alpha = 5\%$

Reksa Dana Batasa Equity Syariah

Dari hasil analisis regresi, Reksa Dana Batasa Equity Syariah memiliki probabilita *F-Stat* yang lebih besar dari 0,05 (5%), yaitu sebesar 0,946. Dari hasil ini dapat disimpulkan meskipun model regresi tersebut telah benar namun, model tersebut tidak signifikan secara statistik. Sementara itu, R^2 menunjukkan seberapa besar variabel bebas tersebut dapat menjelaskan model regresi. Pada Reksa Dana Batasa Equity Syariah memiliki R^2 sebesar 0,0065 (0,65%) yang memiliki arti bahwa variabel bebasnya dapat menjelaskan persamaan regresi tersebut sebesar 0,65%.

Reksa Dana Batasa Equity Syariah memiliki nilai probabilita dari koefisien β_2 sebesar 0,755. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari *Market Timing* yang mengharuskan $\beta_2 < 0,05$. Oleh karena memiliki β_2 yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari *Market Timing* Reksa Dana Batasa Equity Syariah tidak terpenuhi. Reksa Dana Batasa Equity Syariah memiliki koefisien β_2 sebesar -0,823 dan bernilai negatif yang menandakan kemampuan *Market Timing*nya masih negatif. Dengan demikian, kemampuan *Market Timing* Batasa Equity Syariah mengurangi tingkat pengembalian portofolio sebesar -0,823. Koefisien β_2 yang bernilai negatif dan syarat pertama dari *Market Timing* ini tidak terpenuhi sehingga secara keseluruhan dari variabel yang ada dapat dikatakan

bahwa Reksa Dana Batasa Equity Syariah tidak memiliki kemampuan *Market Timing*.

Reksa Dana Cipta Syariah Equity

Dari hasil analisis regresi, Reksa Dana Cipta Syariah Equity memiliki probabilita *F-Stat* yang lebih besar dari 0,05 (5%), yaitu sebesar 0,993. Dari hasil ini dapat disimpulkan meskipun model regresi tersebut telah benar namun, model tersebut tidak signifikan secara statistik. Sementara itu, R^2 menunjukkan seberapa besar variabel bebas tersebut dapat menjelaskan model regresi. Pada Reksa Dana Cipta Syariah Equity memiliki R^2 sebesar 0,00083 (0,083%) yang memiliki arti bahwa variabel bebasnya dapat menjelaskan persamaan regresi tersebut sebesar 0,083%.

Reksa Dana Cipta Syariah Equity memiliki nilai probabilita dari koefisien β_2 sebesar 0,966. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari *Market Timing* yang mengharuskan $\beta_2 < 0,05$. Oleh karena memiliki β_2 yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari *Market Timing* Reksa Dana Cipta Syariah Equity tidak terpenuhi. Reksa Dana Cipta Syariah Equity memiliki koefisien β_2 sebesar -0,086 dan bernilai negatif yang menandakan kemampuan *Market Timing*nya masih negatif. Dengan demikian, kemampuan *Market Timing* Cipta Syariah Equity mengurangi tingkat pengembalian portofolio sebesar -0,086. Koefisien β_2 yang bernilai negatif dan syarat pertama dari *Market Timing* ini tidak terpenuhi sehingga secara keseluruhan dari variabel yang ada dapat dikatakan bahwa Reksa Dana Cipta Syariah Equity tidak memiliki kemampuan *Market Timing*.

Reksa Dana Millenium Equity

Dari hasil analisis regresi, Reksa Dana Millenium Equity memiliki probabilita *F-Stat* yang lebih besar dari 0,05 (5%), yaitu sebesar 0,987. Dari hasil ini dapat disimpulkan meskipun model regresi tersebut telah benar namun, model tersebut tidak signifikan secara

Universitas Indonesia

statistik. Sementara itu, R^2 menunjukkan seberapa besar variabel bebas tersebut dapat menjelaskan model regresi. Pada Reksa Dana Millenium Equity memiliki R^2 sebesar 0,0016 (0,16%) yang memiliki arti bahwa variabel bebasnya dapat menjelaskan persamaan regresi tersebut sebesar 0,16%.

Reksa Dana Millenium Equity memiliki nilai probabilita dari koefisien β_2 sebesar 0,932. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari *Market Timing* yang mengharuskan $\beta_2 < 0,05$. Oleh karena memiliki β_2 yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari *Market Timing* Reksa Dana Millenium Equity tidak terpenuhi. Reksa Dana Millenium Equity memiliki koefisien β_2 sebesar 0,138 dan bernilai positif. Meskipun koefisien β_2 bernilai positif namun, syarat pertama dari *Market Timing* ini tidak terpenuhi sehingga secara keseluruhan dari variabel yang ada dapat dikatakan bahwa Reksa Dana Millenium Equity tidak memiliki kemampuan *Market Timing*.

Tabel 4.7 Ringkasan Hasil Regresi Market Timing dan Ketepatan Pengubahan Komponen Portofolio Sekuritas (Waktu Terbit September 2008)

Reksadana Saham	α	β_1	β_2	R^2	Sig Model	N Obs
Mega Dana Syariah	-0.0134217	-0.0227232	0.8948885	0.5427354	0.0091412	15
P-value	0.4997675	0.8948885	0.0241896			

Sumber: Bapepam, diolah

Signifikan pada $\alpha = 5\%$

Reksa Dana Mega Dana Syariah

Dari hasil analisis regresi, Reksa Dana Mega Dana Syariah memiliki probabilita *F-Stat* yang lebih kecil dari 0,05 (5%), yaitu sebesar 0,009. Dari hasil ini dapat disimpulkan bahwa model tersebut signifikan secara statistik dan dapat dikatakan bahwa model regresi tersebut telah benar. Sementara itu, R^2 menunjukkan seberapa besar variabel bebas tersebut dapat menjelaskan model regresi. Pada Reksa Dana Mega Dana Syariah memiliki R^2 sebesar 0,543 (54,3%) yang

memiliki arti bahwa variabel bebasnya dapat menjelaskan persamaan regresi tersebut sebesar 54,3%.

Reksa Dana Mega Dana Syariah memiliki nilai probabilita dari koefisien β_2 sebesar 0,024. Hal ini telah sesuai dengan syarat dari *Market Timing* yang mengharuskan $\beta_2 < 0,05$. Oleh karena memiliki β_2 yang lebih kecil dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari *Market Timing* Reksa Dana Mega Dana Syariah telah terpenuhi. Reksa Dana Mega Dana Syariah memiliki koefisien β_2 sebesar 0,836 dan bernilai positif. Koefisien β_2 yang bernilai positif dan syarat pertama dari *Market Timing* ini telah terpenuhi sehingga secara keseluruhan dari variabel yang ada dapat dikatakan bahwa Reksa Dana Mega Dana Syariah telah memiliki kemampuan *Market Timing*.

Tabel 4.8 Ringkasan Hasil Regresi Market Timing dan Ketepatan Pengubahan Komponen Portofolio Sekuritas (Waktu Terbit Januari 2009)

Reksadana Saham	α	β_1	β_2	R^2	Sig Model	Obs
Manulife Syariah Sektoral Amanah	-0.0134595	0.1613159	1.1131450	0.9323595	0.0000209	11
P-value	0.3660880	0.7614275	0.0989503			
Si Dana Batavia Saham	-0.0337598	-0.6442754	2.1679585	0.9340182	0.0000190	11
P-value	0.0560140	0.2771616	0.0103626			

Sumber: Bapepam, diolah

Signifikan pada $\alpha = 5\%$

Reksa Dana Manulife Syariah Sektoral Amanah

Dari hasil analisis regresi, Reksa Dana Manulife Syariah Sektoral Amanah memiliki probabilita *F-Stat* yang lebih kecil dari 0,05 (5%), yaitu sebesar 0,993. Dari hasil ini dapat disimpulkan bahwa model tersebut signifikan secara statistik dan dapat dikatakan bahwa model regresi tersebut telah benar. Sementara itu, R^2 menunjukkan seberapa besar variabel bebas tersebut dapat menjelaskan model regresi. Pada Reksa Dana Manulife Syariah Sektoral Amanah memiliki R^2 sebesar 0,932 (93,2%) yang memiliki arti bahwa variabel bebasnya dapat menjelaskan persamaan regresi tersebut sebesar 93,2%.

Reksa Dana Manulife Syariah Sektoral Amanah memiliki nilai probabilitas dari koefisien β_2 sebesar 0,099. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari *Market Timing* yang mengharuskan $\beta_2 < 0,05$. Oleh karena memiliki β_2 yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari *Market Timing* Reksa Dana Manulife Syariah Sektoral Amanah tidak terpenuhi. Reksa Dana Manulife Syariah Sektoral Amanah memiliki koefisien β_2 sebesar 1,113 dan bernilai positif. Meskipun koefisien β_2 bernilai positif namun, syarat pertama dari *Market Timing* ini tidak terpenuhi sehingga secara keseluruhan dari variabel yang ada dapat dikatakan bahwa Reksa Dana Manulife Syariah Sektoral Amanah tidak memiliki kemampuan *Market Timing*.

Reksa Dana Si Dana Batavia Saham

Dari hasil analisis regresi, Reksa Dana Si Dana Batavia Saham memiliki probabilitas *F-Stat* yang lebih kecil dari 0,05 (5%), yaitu sebesar 0,00. Dari hasil ini dapat disimpulkan bahwa model tersebut signifikan secara statistik dan dapat dikatakan bahwa model regresi tersebut telah benar. Sementara itu, R^2 menunjukkan seberapa besar variabel bebas tersebut dapat menjelaskan model regresi. Pada Reksa Dana Si Dana Batavia Saham memiliki R^2 sebesar 0,934 (93,4%) yang memiliki arti bahwa variabel bebasnya dapat menjelaskan persamaan regresi tersebut sebesar 93,4%.

Reksa Dana Si Dana Batavia Saham memiliki nilai probabilitas dari koefisien β_2 sebesar 0,010. Hal ini telah sesuai dengan syarat dari *Market Timing* yang mengharuskan $\beta_2 < 0,05$. Oleh karena memiliki β_2 yang lebih kecil dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari *Market Timing* Reksa Dana Si Dana Batavia Saham telah terpenuhi. Reksa Dana Si Dana Batavia Saham memiliki koefisien β_2 sebesar 2,138 dan bernilai positif. Koefisien β_2 yang bernilai positif dan syarat pertama dari *Market Timing* ini telah terpenuhi sehingga secara keseluruhan dari variabel yang ada dapat dikatakan bahwa Reksa Dana Si Dana Batavia Saham telah memiliki kemampuan *Market Timing*.

Universitas Indonesia

4.1.2 Analisis Kemampuan Ketepatan Mengubah Komponen Portofolio Sekuritas

Untuk melakukan analisis pada kemampuan ketepatan mengubah komponen portofolio sekuritas pada regresi yang telah dilakukan maka dapat dilihat dari dua variabel secara berurutan, yaitu dari probabilitas α – menunjukkan kontribusi kemampuan perubahan komponen portofolio sekuritas pada kinerja portofolionya – yang bernilai lebih kecil dari 0,05 ($< 5\%$) dan dari koefisien α yang memiliki nilai positif. Nilai koefisien α menunjukkan besarnya *excess return* portofolio. Kedua syarat tersebut harus terpenuhi. Sebagai langkah pertama ialah dengan melihat probabilitas α . Apabila memenuhi syarat dengan memiliki nilai kurang dari 0,05 selanjutnya melihat variabel ke dua, yaitu koefisien koefisien α . Nilai koefisien α haruslah memiliki nilai positif. Bila kedua variabel tersebut telah dipenuhi pada masing – masing Reksa Dana Saham yang menjadi sampel pada penelitian ini maka dapat dikatakan Reksa Dana Saham tersebut telah memiliki kemampuan ketepatan dalam mengubah komponen portofolio sekuritas. Berikut ini akan diuraikan satu persatu sampel Reksa Dana Saham yang telah dianalisis terkait dengan kemampuan ketepatan mengubah komponen portofolio sekuritas berdasarkan tabel 4.1 hingga tabel 4.8 di atas dimana akan dibagi menjadi dua macam antara Reksa Dana Syariah dan Reksa Dana konvensional sebagai berikut.

4.1.2.1 Analisis Kemampuan Ketepatan Mengubah Komponen Portofolio Sekuritas Reksa Dana Saham Syariah Reksa Dana TRIM Syariah Saham

Reksa Dana TRIM Syariah Saham memiliki nilai probabilita dari koefisien α sebesar 0,600. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas yang mengharuskan probabilita $\alpha < 0,05$. Oleh karena memiliki probabilita α yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas Reksa Dana TRIM Syariah Saham tidak terpenuhi. Reksa Dana TRIM Syariah

Saham memiliki koefisien α sebesar -0,173 dan bernilai negatif yang menandakan kemampuan Manajer Investasi dalam mengelola portofolionya masih sangat lemah, yang berarti kontribusi kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas pada kinerja Reksa Dana TRIM Syariah Saham negatif atau tidak memiliki kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas.

Reksa Dana Syariah Fortis Pesona Amanah

Reksa Dana Syariah Fortis Pesona Amanah memiliki nilai probabilita dari koefisien α sebesar 0,624. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas yang mengharuskan probabilita $\alpha < 0,05$. Oleh karena memiliki probabilita α yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas Reksa Dana Syariah Fortis Pesona Amanah tidak terpenuhi. Reksa Dana Syariah Fortis Pesona Amanah memiliki koefisien α sebesar 0,0043 dan bernilai positif yang menandakan kontribusi kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas pada kinerja Reksa Dana Syariah Fortis Pesona Amanah menunjukkan positif. Meskipun positif, tidak memenuhi syarat pertama sehingga dapat dikatakan Reksa Dana Syariah Fortis Pesona Amanah tidak memiliki kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas.

Reksa Dana PNM Ekuitas Syariah

Reksa Dana PNM Ekuitas Syariah memiliki nilai probabilita dari koefisien α sebesar 0,215. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas yang mengharuskan probabilita $\alpha < 0,05$. Oleh karena memiliki probabilita α yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas PNM Ekuitas Syariah tidak terpenuhi. Reksa Dana PNM Ekuitas Syariah memiliki koefisien α sebesar 0,01 dan bernilai positif yang menandakan

kontribusi kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas pada kinerja Reksa Dana PNM Ekuitas Syariah menunjukkan positif. Meskipun positif, tidak memenuhi syarat pertama sehingga dapat dikatakan Reksa Dana PNM Ekuitas Syariah tidak memiliki kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas.

Reksa Dana Batavia Dana Saham Syariah

Reksa Dana Batavia Dana Saham Syariah memiliki nilai probabilita dari koefisien α sebesar 0,757. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas yang mengharuskan probabilita $\alpha < 0,05$. Oleh karena memiliki probabilita α yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas Batavia Dana Saham Syariah tidak terpenuhi. Reksa Dana Batavia Dana Saham Syariah memiliki koefisien α sebesar -0,005 dan bernilai negatif yang menandakan kontribusi kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas pada Reksa Dana Batavia Dana Saham Syariah negatif atau tidak memiliki kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas.

Reksa Dana CIMB Islamic Equity Growth Syariah

Reksa Dana CIMB Islamic Equity Growth Syariah memiliki nilai probabilita dari koefisien α sebesar 0,324. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas yang mengharuskan probabilita $\alpha < 0,05$. Oleh karena memiliki probabilita α yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas CIMB Islamic Equity Growth Syariah tidak terpenuhi. Reksa Dana CIMB Islamic Equity Growth Syariah memiliki koefisien α sebesar -0,011 dan bernilai negatif yang menandakan kontribusi kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas pada

kinerja Reksa Dana CIMB Islamic Equity Growth Syariah negatif atau tidak memiliki kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas.

Reksa Dana Mandiri Investa Atraktif Syariah

Reksa Dana Mandiri Investa Atraktif Syariah memiliki nilai probabilita dari koefisien α sebesar 0,447. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas yang mengharuskan probabilita $\alpha < 0,05$. Oleh karena memiliki probabilita α yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas Mandiri Investa Atraktif Syariah tidak terpenuhi. Reksa Dana Mandiri Investa Atraktif Syariah memiliki koefisien α sebesar 0,008 dan bernilai positif yang menandakan kontribusi kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas pada kinerja Reksa Dana Mandiri Investa Atraktif Syariah menunjukkan positif. Meskipun positif, tidak memenuhi syarat pertama sehingga dapat dikatakan Reksa Dana Mandiri Investa Atraktif Syariah tidak memiliki kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas.

Reksa Dana Batasa Equity Syariah

Reksa Dana Batasa Equity Syariah memiliki nilai probabilita dari koefisien α sebesar 0,821. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas yang mengharuskan probabilita $\alpha < 0,05$. Oleh karena memiliki probabilita α yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas Batasa Equity Syariah tidak terpenuhi. Reksa Dana Batasa Equity Syariah memiliki koefisien α sebesar 0,018 dan bernilai positif yang menandakan kontribusi kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas pada kinerja Reksa Dana Batasa Equity Syariah menunjukkan positif. Meskipun positif, tidak memenuhi syarat pertama sehingga dapat

dikatakan Reksa Dana Batasa Equity Syariah tidak memiliki kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas.

Reksa Dana Cipta Syariah Equity

Reksa Dana Cipta Syariah Equity memiliki nilai probabilita dari koefisien α sebesar 0,946. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas yang mengharuskan probabilita $\alpha < 0,05$. Oleh karena memiliki probabilita α yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas Cipta Syariah Equity tidak terpenuhi. Reksa Dana Cipta Syariah Equity memiliki koefisien α sebesar 0,004 dan bernilai positif yang menandakan kontribusi kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas pada kinerja Reksa Dana Cipta Syariah Equity menunjukkan positif. Meskipun positif, tidak memenuhi syarat pertama sehingga dapat dikatakan Reksa Dana Cipta Syariah Equity tidak memiliki kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas.

Reksa Dana Mega Dana Syariah

Reksa Dana Mega Dana Syariah memiliki nilai probabilita dari koefisien α sebesar 0,499. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas yang mengharuskan probabilita $\alpha < 0,05$. Oleh karena memiliki probabilita α yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas Mega Dana Syariah tidak terpenuhi. Reksa Dana Mega Dana Syariah memiliki koefisien α sebesar -0,013 dan bernilai negatif yang menandakan kontribusi kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas pada kinerja Reksa Dana Mega Dana Syariah negatif atau tidak memiliki kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas.

Reksa Dana Manulife Syariah Sektoral Amanah

Reksa Dana Manulife Syariah Sektoral Amanah memiliki nilai probabilita dari koefisien α sebesar 0,366. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas yang mengharuskan probabilita $\alpha < 0,05$. Oleh karena memiliki probabilita α yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas Manulife Syariah Sektoral Amanah tidak terpenuhi. Reksa Dana Manulife Syariah Sektoral Amanah memiliki koefisien α sebesar -0,013 dan bernilai negatif yang menandakan kontribusi kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas pada kinerja Reksa Dana Manulife Syariah Sektoral Amanah negatif atau tidak memiliki kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas.

4.1.2.2 Analisis Kemampuan Ketepatan Mengubah Komponen Portofolio Sekuritas Reksa Dana Saham Konvensional Reksa Dana Paramitra Premium

Reksa Dana Paramitra Premium memiliki nilai probabilita dari koefisien α sebesar 0,07. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas yang mengharuskan probabilita $\alpha < 0,05$. Oleh karena memiliki probabilita α yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas Paramitra Premium tidak terpenuhi. Reksa Dana Paramitra Premium memiliki koefisien α sebesar -0,045 dan bernilai negatif yang menandakan kontribusi kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas pada kinerja Reksa Dana Paramitra Premium negatif atau tidak memiliki kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas.

Reksa Dana Si Dana Saham Optimal

Reksa Dana Si Dana Saham Optimal memiliki nilai probabilita dari koefisien α sebesar 0,313. Hal ini sangat berkebalikan dengan

syarat dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas yang mengharuskan probabilita $\alpha < 0,05$. Oleh karena memiliki probabilita α yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas Si Dana Saham Optimal tidak terpenuhi. Reksa Dana Si Dana Saham Optimal memiliki koefisien α sebesar -0,0097 dan bernilai negatif yang menandakan kontribusi kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas pada kinerja kemampuan Manajer Investasi dalam mengelola portofolionya masih sangat lemah, yang berarti kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas dari Reksa Dana Si Dana Saham Optimal negatif atau tidak memiliki kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas.

Reksa Dana AAA Blue Chip Value Fund

Reksa Dana AAA Blue Chip Value Fund memiliki nilai probabilita dari koefisien α sebesar 0,675. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas yang mengharuskan probabilita $\alpha < 0,05$. Oleh karena memiliki probabilita α yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas AAA Blue Chip Value Fund tidak terpenuhi. Reksa Dana AAA Blue Chip Value Fund memiliki koefisien α sebesar 0,003 dan bernilai positif yang menandakan kontribusi kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas pada kinerja Reksa Dana AAA Blue Chip Value Fund menunjukkan positif. Meskipun positif, tidak memenuhi syarat pertama sehingga dapat dikatakan Reksa Dana AAA Blue Chip Value Fund tidak memiliki kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas.

Reksa Dana Capital Equity Fund

Reksa Dana Capital Equity Fund memiliki nilai probabilita dari koefisien α sebesar 0,089. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat

dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas yang mengharuskan probabilita $\alpha < 0,05$. Oleh karena memiliki probabilita α yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas Capital Equity Fund tidak terpenuhi. Reksa Dana Capital Equity Fund memiliki koefisien α sebesar -0,018 dan bernilai negatif yang menandakan kontribusi kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas pada kinerja Reksa Dana Capital Equity Fund negatif atau tidak memiliki kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas.

Reksa Dana Mega Dana Saham

Reksa Dana Mega Dana Saham memiliki nilai probabilita dari koefisien α sebesar 0,941. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas yang mengharuskan probabilita $\alpha < 0,05$. Oleh karena memiliki probabilita α yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas Mega Dana Saham tidak terpenuhi. Reksa Dana Mega Dana Saham memiliki koefisien α sebesar -0,001 dan bernilai negatif yang menandakan kemampuan Manajer Investasi dalam mengelola portofolionya masih sangat lemah, yang berarti kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas dari Reksa Dana Mega Dana Saham negatif atau tidak memiliki kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas.

Reksa Dana Danareksa Mawar Agresif

Reksa Dana Danareksa Mawar Agresif memiliki nilai probabilita dari koefisien α sebesar 0,203. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas yang mengharuskan probabilita $\alpha < 0,05$. Oleh karena memiliki probabilita α yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas Danareksa Mawar Agresif tidak terpenuhi. Reksa Dana

Universitas Indonesia

Danareksa Mawar Agresif memiliki koefisien α sebesar -0,018 dan bernilai negatif yang menandakan kemampuan Manajer Investasi dalam mengelola portofolionya masih sangat lemah, yang berarti kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas dari Reksa Dana Danareksa Mawar Agresif atau tidak memiliki kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas.

Reksa Dana Jisawi Saham

Reksa Dana Jisawi Saham memiliki nilai probabilita dari koefisien α sebesar 0,306. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas yang mengharuskan probabilita $\alpha < 0,05$. Oleh karena memiliki probabilita α yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas Jisawi Saham tidak terpenuhi. Reksa Dana Jisawi Saham memiliki koefisien α sebesar 0,0096 dan bernilai positif yang menandakan kontribusi kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas pada kinerja Reksa Dana Jisawi Saham menunjukkan positif. Meskipun positif, tidak memenuhi syarat pertama sehingga dapat dikatakan Reksa Dana Jisawi Saham tidak memiliki kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas.

Reksa Dana NISP Indeks Saham Progresif

Reksa Dana NISP Indeks Saham Progresif memiliki nilai probabilita dari koefisien α sebesar 0,236. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas yang mengharuskan probabilita $\alpha < 0,05$. Oleh karena memiliki probabilita α yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas NISP Indeks Saham Progresif tidak terpenuhi. Reksa Dana NISP Indeks Saham Progresif memiliki koefisien α sebesar 0,007 dan bernilai positif yang menandakan kontribusi kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas pada kinerja Reksa Dana Jisawi Saham

menunjukkan positif. Meskipun positif, tidak memenuhi syarat pertama sehingga dapat dikatakan Reksa Dana Jisawi Saham tidak memiliki kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas.

Reksa Dana Panin Dana Prima

Reksa Dana Panin Dana Prima memiliki nilai probabilita dari koefisien α sebesar 0,259. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas yang mengharuskan probabilita $\alpha < 0,05$. Oleh karena memiliki probabilita α yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas Panin Dana Prima tidak terpenuhi. Reksa Dana Panin Dana Prima memiliki koefisien α sebesar 0,015 dan bernilai positif yang menandakan kontribusi kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas terhadap kinerja Reksa Dana Panin Dana Prima menunjukkan positif. Meskipun positif, tidak memenuhi syarat pertama sehingga dapat dikatakan Reksa Dana Panin Dana Prima tidak memiliki kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas.

Reksa Dana Mega Dana Ekuitas

Reksa Dana Mega Dana Ekuitas memiliki nilai probabilita dari koefisien α sebesar 0,517. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas yang mengharuskan probabilita $\alpha < 0,05$. Oleh karena memiliki probabilita α yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas Mega Dana Ekuitas tidak terpenuhi. Reksa Dana Danareksa Mega Dana Ekuitas koefisien α sebesar -0,010 dan bernilai negatif yang menandakan kemampuan Manajer Investasi dalam mengelola portofolionya masih sangat lemah, yang berarti kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas dari Reksa Dana Danareksa Mawar Agresif negatif atau tidak memiliki kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas.

Universitas Indonesia

Reksa Dana Millenium Equity

Reksa Dana Millenium Equity memiliki nilai probabilita dari koefisien α sebesar 0,885. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas yang mengharuskan probabilita $\alpha < 0,05$. Oleh karena memiliki probabilita α yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas Millenium Equity tidak terpenuhi. Reksa Dana Millenium Equity memiliki koefisien α sebesar 0,007 dan bernilai positif yang menandakan kontribusi kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas pada kinerja Reksa Dana Millenium Equity menunjukkan positif. Meskipun positif, tidak memenuhi syarat pertama sehingga dapat dikatakan Reksa Dana Millenium Equity tidak memiliki kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas. Meskipun positif, tidak memenuhi syarat pertama sehingga dapat dikatakan Reksa Dana Millenium Equity tidak memiliki kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas.

Reksa Dana Si Dana Batavia Saham

Reksa Dana Si Dana Batavia Saham memiliki nilai probabilita dari koefisien α sebesar 0,06. Hal ini sangat berkebalikan dengan syarat dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas yang mengharuskan probabilita $\alpha < 0,05$. Oleh karena memiliki probabilita α yang lebih besar dari 0,05 maka dapat dikatakan syarat pertama dari kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas Si Dana Batavia Saham tidak terpenuhi. Reksa Dana Si Dana Batavia Saham memiliki koefisien α sebesar -0,003 dan bernilai negatif yang menandakan kemampuan Manajer Investasi dalam mengelola portofolionya masih sangat lemah, yang berarti kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas dari Reksa Dana Si Dana Batavia Saham negatif atau tidak memiliki kemampuan mengubah komponen portofolio sekuritas.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

5.1.2 Kesimpulan Analisis Kemampuan *Market Timing*

Dari hasil pengujian melalui regresi atas seluruh sampel yang terdiri dari 10 (sepuluh) Reksa Dana Syariah dan 12 (dua belas) Reksa Dana konvensional telah didapatkan taksiran nilai α , β_1 , dan β_2 . Untuk penilaian atas pengukuran kemampuan *Market Timing* dari Reksa Dana maka dapat dilihat dari hasil taksiran β_2 atau dalam hal ini penulis simbolkan dengan tanda “ φ ”. Dengan melihat nilai koefisien sekaligus signifikansi dari φ dapat diketahui suatu Reksa Dana memiliki kemampuan *Market Timing*.

Dari sampel Reksa Dana yang berjumlah 22 (dua puluh dua) tersebut, hanya ada 2 (dua) Reksa Dana yang menggambarkan secara statistik memiliki kemampuan *Market Timing* dimana 1 (satu) Reksa Dana Syariah dan 1 (satu) Reksa Dana konvensional. Adapun Reksa Dana tersebut ialah Reksa Dana Mega Dana Syariah yang memiliki parameter *F-Stat* sebesar 0,009 atau lebih kecil dari 0,05, probabilitas dari koefisien β_2 sebesar 0,024 atau lebih kecil dari 0,05, dan memiliki koefisien β_2 bernilai positif sebesar 0,836. Selain itu, Reksa Dana Si Dana Batavia Saham yang memiliki parameter *F-Stat* sebesar 0,000 atau lebih kecil dari 0,05, probabilitas dari koefisien β_2 sebesar 0,010 atau lebih kecil dari 0,05, dan memiliki koefisien β_2 bernilai positif sebesar 2,138.

Dari dua hasil tersebut terlihat bahwa kemampuan *Market Timing* dari suatu sampel Reksa Dana dalam penelitian ini hanya dimiliki oleh Reksa Dana Saham yang memiliki umur periode pengamatan lebih pendek. Reksa Dana Mega Dana Syariah dengan waktu terbit pada September 2008 memiliki umur periode pengamatan selama 16 bulan atau 1 tahun 4 bulan terhitung dari September 2008 hingga akhir Desember 2009. Sementara Reksa Dana Si Dana Batavia Saham dengan waktu terbit pada Januari 2009 memiliki umur periode pengamatan selama 12 bulan atau 1 tahun terhitung dari Januari 2009 hingga akhir Desember 2009.

Universitas Indonesia

Meskipun Reksa Dana Manulife Syariah Sektoral Amanah juga memiliki umur periode pengamatan yang lebih pendek dari Reksa Dana Mega Dana Syariah dan sama dengan umur periode pengamatan dari Reksa Dana Si Dana Batavia Saham namun, secara statistik menghasilkan nilai yang menunjukkan bahwa tidak adanya kemampuan *Market Timing* pada Reksa Dana tersebut. Sehingga jelas bahwa kemampuan *Market Timing* bergantung pada kemampuan dan kepiawaian Manajer Investasi dalam mengelola Reksa Dana pada berbagai kondisi pasar yang berbeda.

5.1.2 Kesimpulan Analisis Kemampuan Ketepatan Mengubah Komponen Portofolio Sekuritas

Dari hasil pengujian melalui regresi atas seluruh sampel tersebut sekaligus juga didapatkan taksiran nilai α yang dapat menggambarkan kemampuan ketepatan mengubah komponen portofolio sekuritas secara statistik. Setelah melalui pengujian dengan level kepercayaan (*confidence level*) sebesar 95% didapatkan hasil bahwa taksiran konstanta α untuk keseluruhan sampel Reksa Dana ialah tidak signifikan atau dengan kata lain keseluruhan sampel Reksa Dana, baik Syariah maupun konvensional memiliki probabilitas dari koefisien α tidak signifikan secara statistik yang dikarenakan memiliki nilai taksiran probabilitas lebih dari 0,05. Dengan demikian, dihasilkan analisis bahwa secara statistik, keseluruhan Reksa Dana tidak dapat dinilai kemampuannya dalam hal kemampuan ketepatan mengubah komponen portofolio sekuritas. Dengan kata lain, dapat dikatakan bahwa Manajer Investasi baik pada sampel Reksa Dana Saham Syariah maupun Reksa Dana Konvensional pada penelitian ini belumlah memiliki kemampuan ketepatan mengubah komponen portofolio sekuritas.

5.2 Saran

Penelitian mengenai kemampuan *Market Timing* dan ketepatan perubahan komponen portofolio sekuritas pada portofolio Reksa Dana telah banyak dilakukan. Akan tetapi, dengan mengambil sampel berupa Reksa Dana Syariah untuk dilakukan penelitian memang belum banyak dilakukan.

Pengujian kemampuan *Market Timing* dan ketepatan perubahan komponen portofolio sekuritas pada portofolio Reksa Dana pada penelitian ini mengambil sampel Reksa Dana Saham Syariah dan konvensional dimaksudkan melengkapi hasil penelitian – penelitian yang telah dilakukan sebelumnya.

Namun demikian, untuk melengkapi dan menyempurnakan penelitian kemampuan *Market Timing* dan ketepatan perubahan komponen portofolio sekuritas pada portofolio Reksa Dana maka ada beberapa hal yang dapat menjadi perhatian bagi penelitian selanjutnya:

1. Analisis kinerja *Market Timing* dan ketepatan perubahan komponen portofolio sekuritas pada portofolio Reksa Dana yang dilakukan dengan menggunakan metode Henriksson – Merton idealnya menggunakan jumlah data pengamatan yang sangat besar. Dalam kenyataannya, analisis dengan menggunakan jumlah sampel data yang sedemikian besar akan tidak mudah terpenuhi. Pada penelitian ini menggunakan data NAB/unit Reksa Dana bulanan sehingga jumlah data yang ada dimungkinkan masih jauh dari ideal. Hal ini pula yang dimungkinkan terjadi kegagalan pada uji signifikansi pada beberapa nilai taksiran β . Diharapkan pada penelitian – penelitian selanjutnya ada baiknya bisa memperbanyak data dan memperoleh data harian NAB/unit Reksa Dana agar lebih tepat mencerminkan kemampuan *Market Timing* dan ketepatan perubahan komponen portofolio sekuritas.
2. Hasil penelitian ini setidaknya dapat dipakai sebagai masukan bagi para Manajer Investasi dalam hal kemampuan *Market Timing* dan ketepatan perubahan komponen portofolio sekuritas. Dimungkinkan dalam input data tidak sesuai dengan keseluruhan data atau salah dalam menganalisis kinerja Reksa Dana Saham tersebut. Oleh karena itu, kinerja sampel Reksa Dana selama periode penelitian ini tidak bisa dijamin akan terulang kembali untuk periode yang akan datang. Hal ini disebabkan oleh karena perubahan parameter – parameter makro ekonomi yang dimungkinkan belum diketahui dan strategi investasi Reksa Dana yang juga mungkin berubah.

5.3 Implikasi Penelitian

Dari pengujian statistik yang telah dilakukan menunjukkan bahwa mayoritas objek penelitian yaitu Reksa Dana Saham, baik konvensional maupun syariah tidak dikelola dengan menggunakan strategi *Market Timing*. Dengan kata lain, para Manajer Investasi yang mengelola Reksa Dana tidak menerapkan strategi *Market Timing*. Beberapa kemungkinan yang menyebabkan tidak diterapkannya strategi *Market Timing* ialah sebagai berikut. Pertama, tidak dimilikinya kemampuan untuk menjalankan strategi tersebut. Strategi *Market Timing* berhubungan dengan kemampuan membaca arah pasar dan ketepatan untuk masuk maupun keluar pasar pada kondisi pasar yang berbeda. Bisa saja dimungkinkan salah perhitungan dalam memperkirakan arah pasar atau dimungkinkan telat untuk masuk dan keluar pasar. Selain itu, juga terkendala dengan peraturan kebijakan investasi yang mengatur berapa besar bobot atau komposisi minimal instrumen investasi yang menjadi portofolio Reksa Dananya sehingga MI tidak bisa serta merta langsung merubah komposisinya namun, hanya dapat merubah aset yang akan dimasukkan ke dalam portofolionya. Dengan kata lain, hanya melakukan *rebalancing* portofolio. Dalam hal ini dimisalkan merubah saham satu dengan saham lainnya yang masih bisa memberikan imbal hasil positif pada saat *bearish* dan memberikan imbal hasil yang lebih besar lagi di saat *bullish*. Atau di kalangan pelaku pasar, di sebut dengan istilah *beat the index*.

Pada Reksa Dana Saham Syariah, lebih terkendala dalam pengalihan saham dimana tidak dapat melakukan investasi pada saham di luar yang sudah ditetapkan dalam aturan syariah yang berlaku. Sebagai contoh, bisa saja dimungkinkan pada saat pasar *bearish*, justru saham-saham di luar daftar syariah yang masih bisa memberikan imbal hasil positif. Atau sebaliknya, pada saat pasar *bullish* justru saham-saham di luar daftar syariah yang bisa memberikan imbal hasil positif lebih tinggi. Selain itu, kendala lainnya ialah sama seperti Reksa Dana Konvensional dimana ada batasan minimal komposisi portofolio. Dalam hal ini maka sekurang-kurangnya sebesar 80% komposisi portofolio Reksa Dana Syariah diwajibkan berisikan saham – saham yang memenuhi kriteria syariah menurut aturan yang berlaku.

Sementara sisanya boleh ditempatkan pada efek pendapatan tetap maupun rekening koran berupa deposito yang juga memenuhi kriteria syariah. Oleh karena itu, tidak bisa langsung merubah atau memperbesar penempatan di deposito syariah atau efek pendapatan tetap syariah, baik di Pasar Modal berupa Sukuk (korporasi dan atau Pemerintah) maupun di Pasar Uang (SBI Syariah) di saat pasar *bearish* yang biasanya menyebabkan perhitungan *return* portofolio Reksa Dana Saham lebih rendah dibandingkan *return* efek pendapatan tetap.

Kedua, masih terbatasnya infrastruktur dan komunikasi pasar sehingga tidak memungkinkan untuk melakukan pengalihan portofolio dalam waktu yang cepat dari aset-aset berisiko ke aset-aset berisiko rendah maupun aset-aset bebas risiko, begitu pun sebaliknya. Ketiga, belum efisiennya Pasar Modal Indonesia. Penerapan strategi *Market Timing* hanya bisa dilakukan pada pasar saham efisien dimana harga saham di pasar sudah mencerminkan segala informasi yang relevan mengenai saham tersebut. Sedangkan informasi baru mengenai saham tersebut akan diproses oleh para pelaku pasar secara efisien sehingga harga saham akan menyesuaikan diri secara cepat dan langsung untuk mencerminkan informasi baru tersebut. Hal ini ditambah dengan asumsi bahwa informasi baru tersebut datang secara acak sehingga harga saham pun akan bergerak secara acak. Selain itu, dengan semakin banyaknya pemain di Pasar Modal Indonesia, kompetisi untuk memperoleh imbal hasil sebesar-besarnya semakin meruncing. Oleh karenanya, semakin sulit bagi masing-masing investor untuk memperoleh imbal hasil abnormal secara konsisten. Kenyataannya, terkadang harga saham bergerak karena adanya investor besar yang menggerakkan harga berdasarkan informasi yang belum dipublikasikan.

Implikasi lainnya ialah Manajer Investasi baik pada sampel Reksa Dana Saham Syariah maupun Reksa Dana Konvensional pada penelitian ini belumlah memiliki kemampuan ketepatan mengubah komponen portofolio sekuritas. Hal ini tidak berarti MI tersebut berkinerja sangat buruk namun, memang terdapat sejumlah kendala sehingga menyebabkan mereka tidak mampu secara tepat untuk melakukan perubahan pada portofolionya.

Universitas Indonesia

Diantaranya mengenai komposisi minimal aset yang telah dijelaskan sebelumnya. Pada Reksa Dana Saham Syariah hanya dapat melakukan pengubahan aset hanya pada saham-saham yang terdaftar sebagai efek syariah dimana dimungkinkan belum tentu menghasilkan imbal hasil positif lebih tinggi. Selain itu, kendala sarana infrastruktur dan komunikasi berupa sistem dimana masih terdapat jeda (*delay*) sehingga belum tentu bisa masuk maupun keluar pada harga yang diinginkan.

Kemampuan penerapan strategi *Market Timing* dan ketepatan pengubahan komponen portofolio sekuritas bisa dijadikan salah satu pengukuran kinerja pengelolaan pada portofolio Reksa Dana yang dikelola oleh Manajer Investasi. Dengan demikian, investor tidak hanya disajikan kinerja Reksa Dana hanya berdasarkan *return* semata namun, ada penilaian lain yang lebih menggambarkan kemampuan Manajer Investasi dalam mengelola portofolio Reksa Dana. Dampak penerapan dua strategi ini bagi Manajer Investasi diharapkan bisa menghasilkan kinerja portofolio Reksa Dana lebih baik dan sesuai yang diekspektasikan.

Dalam kacamata syariah, merujuk pada fatwa DSN NOMOR: 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang PEDOMAN PELAKSANAAN INVESTASI UNTUK REKSA DANA SYARIAH dikatakan bahwa Manajer Investasi yang mengelola Reksa Dana Syariah memiliki kewajiban untuk mengelola portofolio investasi sesuai dengan kebijakan investasi yang tercantum dalam kontrak dan Prospektus. Sementara itu, investasi pada Reksa Dana Syariah hanya dapat dilakukan pada instrumen keuangan yang sesuai dengan Syari'ah Islam. Sehingga sah – sah saja bila Manajer Investasi melakukan atau menerapkan dua strategi tersebut selama tidak melanggar ketentuan yang telah ditentukan dalam Fatwa DSN tersebut.

DAFTAR PUSTAKA

- Achsien, Iggi H. 2000. *Investasi Syariah di Pasar Modal: Menggagas Konsep dan Praktek Manajemen Portofolio Syariah*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Ahmad, Kamarudin. 2004. *Dasar – dasar Manajemen Investasi dan Portofolio*. Jakarta: Rineka Cipta
- Buletin FBI Benchmark Return edisi bulanan. Tim Riset PT. Finansial Bisnis Informasi
- Fatwa Dewan Syari'ah Nasional Nomor: 20 / DSN – MUI / IV / 2001 Tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksa Dana Syari'ah
- Harahap, Bachreza Nauval. 2006. *Strategi Kemampuan Market Timing Reksa Dana Saham Di Indonesia*. Tesis Magister Manajemen Universitas Indonesia, Jakarta.
- Hartono M., Jogiyanto. 2004. *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman – Pengalaman*. Yogyakarta: BPFE.
- Henrikson, D. Roy and Robert C. Merton. 1981. *On Market Timing and Investment Performance II. Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills*. Journal of Business, Vol. 54 No. 4 pp. 513 – 533.
- Huda, Nurul dan Mustafa Edwin Nasution. 2008. *Investasi pada Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Kencana.
- Husnan, Suad. 2005. *Dasar – dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Ismanthono, Henricus W. 2006. *Kamus Istilah Ekonomi Populer*. Jakarta: Kompas.
- Karim, Adiwarmar Azwar. 2004. *Sejarah Pemikiran Ekonomi Islam*. Jakarta: PT. RajaGrafindo Persada.
- Kaslani, Rahmad. 2004. *Pengukuran Kemampuan Market Timing Dan Tingkat Keberhasilan Pemilihan Sekuritas Pada Portofolio Reksa Dana Saham. Periode 1999 - 2003*. Tesis Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Jakarta.

- Makalew, Allen. 2008. *Analisa Kemampuan Market Timing, Stock Selection, Risk, dan Return Reksadana Campuran di Indonesia periode 2005-2007*. Tesis Magister Manajemen Universitas Binus, Jakarta
- Manurung, Adler H. dan Ferdinand D Saragih. 2005. *Ekonometrika: Teori dan Aplikasi*. Jakarta: PT. Elex Media Komputindo.
- Manurung, Adler H. 2006. *Kemana Investasi: Kiat dan Panduan Investasi Keuangan di Indonesia*. Jakarta: Kompas.
- Manurung, Adler H. 2008. *Panduan Lengkap Reksa Dana Investasiku*. Jakarta: Kompas.
- Nachrowi, Nachrowi Djalal dan Hardius Usman. 2002. *Penggunaan Teknik Ekonometri: Pendekatan Populer dan Praktis Dilengkapi Teknik Analisis dan Pengolahan Data dengan Menggunakan Paket Program SPSS*. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Nafik HR, Muhammad. 2009. *Bursa Efek dan Investasi Syariah*. Jakarta: PT. Serambi Ilmu Semesta.
- PB, Triton. 2006. *SPSS 13.0 Terapan: Riset Statistik Parametrik*. Yogyakarta: Andi Offset.
- Priyambada, Reza. 2005. *Analisis Pengaruh Konsep Marked to Market Terhadap Kinerja Reksa Dana Pendapatan Tetap*. Tugas Akhir Program Diploma III Keuangan, STAN, Tidak dipublikasikan.
- Rahman, Samson. 2010. *1001 Hadits Yang Menggugah*. Jakarta: Pustaka Ikadi
- Reilly, Frank K. dan Keith C. Brown. 2008. *Investment Analysis and Portfolio Management, Seventh Edition*. New York: Dryden Press
- Rosenberg. Jerry M. 1993. *Dictionary of Investing*. New York: John Wiley & Sons, Inc
- Rusdin. 2006. *Pasar Modal, Teori, Masalah, dan Kebijakan dalam Praktik*. Bandung: Alfabeta.
- Sharpe, William F and Gordon J. Alexander. 1990. *Investment, Fourth Edition*. London: Prentice – Hall.
- Yuliana, Dina. 2005. *Optimalisasi Portofolio Reksa Dana Saham Syariah Di Pasar Modal Indonesia*. Tesis Magister Manajemen Universitas Indonesia, Jakarta

Undang – Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal

Peraturan Bapepam

<http://id.wikipedia.org>

<http://www.idx.co.id/>

<http://www.reksadanasyariah.net/>



Universitas Indonesia

LAMPIRAN I
DATA IHSG DAN SBIS 1 BULAN

Date	IHSG	SBIS 1 Bln
Dec-06	1,805.52	9.750
Jan-07	1,757.26	9.50
Feb-07	1,740.97	9.25
Mar-07	1,830.92	9.00
Apr-07	1,999.17	9.00
May-07	2,084.32	8.75
Jun-07	2,139.28	8.50
Jul-07	2,348.67	8.25
Aug-07	2,184.34	8.25
Sep-07	2,359.21	8.25
Oct-07	2,643.49	8.25
Nov-07	2,688.33	8.25
Dec-07	2,745.83	8.00
Jan-08	2,627.25	8.00
Feb-08	2,721.94	8.00
Mar-08	2,447.30	8.00
Apr-08	2,304.52	8.25
May-08	2,444.35	8.50
Jun-08	2,349.11	8.73
Jul-08	2,304.51	9.21
Aug-08	2,165.94	9.23
Sep-08	1,832.51	9.71
Oct-08	1,256.70	10.98
Nov-08	1,241.54	11.24
Dec-08	1,355.41	10.83
Jan-09	1,332.67	9.77
Feb-09	1,285.48	8.74
Mar-09	1,434.07	8.21
Apr-09	1,722.77	7.64
May-09	1,918.83	7.25
Jun-09	2,026.78	6.88
Jul-09	2,323.24	6.71
Aug-09	2,341.54	6.58
Sep-09	2,467.59	6.48
Oct-09	2,367.70	6.49
Nov-09	2,415.84	6.47
Dec-09	2,416.84	6.46

Universitas Indonesia

LAMPIRAN II
DATA NAB/UNIT REKSA DANA SAHAM SYARIAH*

Date	S_4	S_10	S_23	S_36	S_40	S_42	S_52	S_56	S_73	S_78
Dec-06										
Jan-07										982.96
Feb-07										984.78
Mar-07										1,021.46
Apr-07										1,115.30
May-07			1,023.07							1,220.72
Jun-07			1,032.72							1,226.19
Jul-07			1,099.18							1,332.25
Aug-07			1,046.83							1,208.40
Sep-07			1,131.60				1,103.26	1,418.35	1,063.62	1,359.21
Oct-07			1,236.57				1,298.79	1,356.91	1,171.55	1,542.27
Nov-07			1,285.32				1,443.86	1,414.44	1,150.51	1,574.48
Dec-07			1,313.81				1,473.09	1,416.87	1,247.50	1,618.14
Jan-08			1,278.20	1,000.55			1,457.84	1,357.33	1,175.35	1,504.50
Feb-08			1,324.01	1,053.39			1,552.05	1,417.55	1,215.64	1,567.98
Mar-08			1,157.25	960.36			1,410.62	1,218.14	1,035.75	1,346.66
Apr-08	995.47	995.49	1,123.26	935.49			1,422.50	1,162.56	971.64	1,257.90
May-08	1,017.18	1,070.00	1,208.28	1,017.56			1,521.52	1,250.36	1,077.19	1,389.85
Jun-08	979.29	1,070.18	1,198.50	992.25			1,526.43	1,231.69	1,053.47	1,346.18
Jul-08	924.82	954.32	1,088.74	916.49			1,360.48	1,068.75	947.83	1,209.00
Aug-08	813.94	878.47	1,012.72	860.22			1,214.16	982.78	870.85	1,070.94
Sep-08	632.62	702.14	840.08	714.06		1,000.38	926.66	810.92	709.99	807.67
Oct-08	367.50	467.44	547.91	469.05		1,006.16	615.32	567.55	474.90	476.93
Nov-08	372.39	472.82	571.10	484.27		1,008.08	648.65	559.40	520.57	473.92
Dec-08	375.06	510.35	610.90	519.03		1,011.48	687.44	580.39	543.14	476.29
Jan-09	383.97	515.85	608.53	511.17	1,000.30	957.04	690.37	589.45	518.29	469.67
Feb-09	399.85	514.56	613.79	522.53	1,004.19	982.98	714.11	588.90	534.86	481.79
Mar-09	414.51	545.14	645.51	544.29	1,084.49	992.52	753.12	609.54	555.19	494.70
Apr-09	596.24	681.79	807.08	661.10	1,358.57	1,114.54	925.13	757.77	742.70	641.76
May-09	766.65	795.92	940.09	747.27	1,567.62	1,329.15	1,067.83	867.49	930.27	743.70
Jun-09	751.01	814.34	993.36	790.11	1,641.97	1,397.07	1,113.88	890.70	980.08	743.98
Jul-09	864.48	975.06	1,178.53	926.85	1,944.76	1,597.11	1,281.74	1,059.82	1,155.75	852.40
Aug-09	883.42	979.06	1,180.66	933.16	1,950.40	1,605.43	1,291.97	1,065.27	1,141.55	849.07
Sep-09	913.92	1,014.48	1,238.39	959.65	2,035.49	1,638.18	1,336.88	1,112.85	1,188.28	884.62
Oct-09	812.09	966.93	1,181.73	920.23	1,971.93	1,585.31	1,293.14	1,053.49	1,130.73	822.82
Nov-09	770.30	991.91	1,209.77	945.61	2,040.71	1,616.85	1,311.11	1,073.44	1,151.47	826.53
Dec-09	784.49	1,036.66	1,267.84	972.56	2,117.42	1,679.09	1,355.88	1,121.44	1,206.15	866.04

* Kode Reksa Dana Saham Syariah

No	Kode	Nama Reksa Dana	No	Kode	Nama Reksa Dana
1	S_4	Batasa Equity Syariah	6	S_42	Mega Dana Syariah
2	S_10	Cipla Syariah Equity	7	S_52	PNM Ekuitas Syariah
3	S_23	Syariah Fortis Pesona Amanah	8	S_56	RD CIMB Islamic Equity Growth Syariah
4	S_36	Reksa Dana Mandiri Investa Atraktif Syariah	9	S_73	SI Dana Saham Syariah
5	S_40	Manulife Syariah Sektoral Amanah	10	S_78	Trim Syariah Saham

Universitas Indonesia

LAMPIRAN III

DATA NAB/UNIT REKSA DANA SAHAM KONVENSIONAL*

Date	S_61	S_1	S_9	S_41	S_45	S_48	S_60	S_70	S_14	S_29	S_49	S_71
Dec-06												
Jan-07											1,083.02	1,058.79
Feb-07											1,079.51	1,039.57
Mar-07											1,102.88	1,088.88
Apr-07											1,233.38	1,191.03
May-07		1,008.48	1,021.46	1,000.00							1,412.33	1,254.34
Jun-07		1,017.27	1,052.14	1,000.21							1,448.40	1,287.91
Jul-07		1,077.06	1,089.62	1,031.17							1,543.33	1,390.88
Aug-07		1,042.90	1,007.50	990.00							1,320.76	1,299.49
Sep-07		1,126.52	1,071.50	1,104.76					1,010.69	1,128.88	1,403.62	1,425.90
Oct-07		1,293.10	1,137.78	1,316.17					1,192.79	1,320.26	1,444.86	1,579.87
Nov-07		1,361.98	1,110.93	1,339.35					1,240.20	1,435.22	1,353.81	1,558.79
Dec-07		1,387.39	1,111.07	1,339.61					1,288.04	1,463.24	1,375.55	1,652.28
Jan-08		1,335.45	1,017.56	1,265.50	999.22	997.38	986.06		1,236.54	1,405.81	1,287.49	1,512.96
Feb-08		1,385.10	1,069.75	1,295.19	1,019.22	972.00	1,030.64		1,269.90	1,462.47	1,341.08	1,552.53
Mar-08		1,200.32	936.36	1,071.20	931.52	886.15	859.91		1,015.81	1,262.12	1,150.33	1,291.44
Apr-08	1,085.08	1,152.05	891.35	1,118.03	892.29	827.33	856.09		973.84	1,228.36	1,059.84	1,209.11
May-08	1,130.03	1,255.47	923.85	1,303.57	977.36	901.24	927.96		1,137.85	1,355.49	1,156.18	1,328.76
Jun-08	1,111.54	1,221.45	907.28	1,282.99	953.38	861.77	925.12		1,097.40	1,321.97	1,108.14	1,314.32
Jul-08	1,070.33	1,175.03	850.95	1,144.48	929.05	905.22	813.50		992.98	1,220.92	919.47	1,228.85
Aug-08	1,027.97	1,120.94	789.79	1,017.23	886.88	870.97	717.08		901.49	1,134.67	789.12	1,099.42
Sep-08	871.62	923.87	684.96	779.96	750.12	768.81	595.22		698.18	932.12	575.45	886.16
Oct-08	642.80	615.13	425.58	459.53	522.56	503.01	409.37		453.42	616.18	395.02	582.40
Nov-08	664.28	590.66	376.52	456.11	542.79	536.19	410.20		443.60	626.46	410.94	623.16
Dec-08	713.65	664.19	396.59	483.29	599.63	605.41	426.79		455.36	673.45	477.61	642.86
Jan-09	734.77	637.12	389.05	495.68	599.56	604.38	461.89	2,171.27	454.04	704.07	475.95	615.90
Feb-09	703.52	626.84	402.18	493.53	583.59	617.31	447.61	1,322.23	446.34	682.82	517.85	618.54
Mar-09	765.01	666.07	443.35	518.07	645.96	660.65	468.46	1,455.58	466.27	724.46	552.27	672.33
Apr-09	937.45	811.60	557.40	670.36	801.96	876.43	601.34	1,881.44	625.70	897.58	896.01	877.24
May-09	1,046.23	898.43	645.17	753.90	886.66	1,063.33	702.89	2,163.33	739.33	1,020.76	1,094.91	1,058.06
Jun-09	1,102.15	917.51	649.76	769.24	948.01	1,144.65	716.64	2,235.08	762.80	1,057.15	1,101.31	1,063.74
Jul-09	1,309.18	1,066.46	750.09	862.51	1,110.21	1,310.11	801.12	2,600.33	879.49	1,196.72	1,103.59	1,229.21
Aug-09	1,310.87	1,082.61	757.36	880.69	1,111.54	1,316.40	817.34	2,591.10	877.44	1,212.84	1,083.04	1,234.93
Sep-09	1,365.10	1,128.01	790.36	908.48	1,172.89	1,415.14	836.81	2,714.92	914.71	1,260.80	1,101.95	1,299.92
Oct-09	1,330.64	1,120.29	739.86	857.01	1,140.79	1,359.01	796.15	2,634.81	833.12	1,223.32	908.23	1,224.54
Nov-09	1,364.20	1,152.72	733.68	851.97	1,168.68	1,386.86	790.49	2,652.53	822.75	1,249.54	861.20	1,229.45
Dec-09	1,417.69	1,197.64	759.14	873.70	1,211.76	1,424.21	807.94	2,702.61	833.40	1,290.01	811.62	1,290.03

* Kode Reksa Dana Saham Konvensional

No	Kode	Nama Reksa Dana	No	Kode	Nama Reksa Dana
1	S_61	Reksa Dana Milenium Equity	7	S_60	Reksa Dana Mega Dana Ekuitas
2	S_1	AAA Top Gainer Equity Fund/AAA Blue Chip VF	8	S_70	Si Dana Batavia Saham
3	S_9	Capital Equity Fund	9	S_14	Danareksa Mawar Agresif
4	S_41	Mega Dana Saham	10	S_29	Jisawi Saham
5	S_45	NISP Indeks Saham Progresif	11	S_49	Reksa Dana Paramira Premium
6	S_48	Panin Dana Prima	12	S_71	Si Dana Saham Optimal

Universitas Indonesia

LAMPIRAN IV
HASIL OUTPUT REGRESI

S_78
SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0.94636306
R Square	0.895603042
Adjusted R Square	0.889275953
Standard Error	0.040285119
Observations	36

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	2	0.459442273	0.229721136	141.550582	6.43205E-17
Residual	33	0.053555396	0.001622891		
Total	35	0.512997669			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	-0.005484113	0.010367754	-0.528958622	0.600374344	-0.026577466	0.015609241	-0.026577466	0.015609241
X Variable 1	1.304004294	0.119566347	10.90611469	1.7657E-12	1.060744733	1.547263855	1.060744733	1.547263855
X Variable 2	-0.172923006	0.226343718	-0.763984119	0.450304984	-0.633422761	0.287576749	-0.633422761	0.287576749

S_49
SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0.807820996
R Square	0.652574762
Adjusted R Square	0.631518687
Standard Error	0.094538376
Observations	36

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	2	0.553986424	0.276993212	30.99223203	2.6559E-08
Residual	33	0.294937647	0.008937504		
Total	35	0.848924071			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	-0.045334758	0.024330339	-1.863301552	0.07133996	-0.094835205	0.004165688	-0.094835205	0.004165688
X Variable 1	0.933837861	0.280590158	3.3281204	0.002157303	0.362972875	1.504702847	0.362972875	1.504702847
X Variable 2	0.926189173	0.531168036	1.743683936	0.090524909	-0.154480318	2.006858663	-0.154480318	2.006858663

S_71
SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0.948831928
R Square	0.900282028
Adjusted R Square	0.894238515
Standard Error	0.037139548
Observations	36

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	2	0.410953153	0.205476576	148.9666623	3.0183E-17
Residual	33	0.045518419	0.00139346		
Total	35	0.456471572			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	-0.009781426	0.009558212	-1.023353208	0.313584554	-0.029227754	0.009664901	-0.029227754	0.009664901
X Variable 1	1.094167337	0.110230285	9.926195308	1.94832E-11	0.869902137	1.318432536	0.869902137	1.318432536
X Variable 2	0.169522862	0.208670191	0.812396161	0.42238647	-0.255019832	0.594065557	-0.255019832	0.594065557

Universitas Indonesia

S_23
SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0.959683156
R Square	0.92099176
Adjusted R Square	0.915348314
Standard Error	0.031598639
Observations	31

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	2	0.325895324	0.162947662	163.1967065	3.69329E-16
Residual	28	0.027957271	0.000998474		
Total	30	0.353852595			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	0.004356998	0.008790624	0.495641437	0.624015341	-0.013649779	0.022363775	-0.013649779	0.022363775
X Variable 1	1.089168004	0.095293421	11.42962431	4.65775E-12	0.893968282	1.284367726	0.893968282	1.284367726
X Variable 2	-0.077958468	0.18278368	-0.42650672	0.672999994	-0.452373858	0.296456922	-0.452373858	0.296456922

S_1
SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0.97288007
R Square	0.94649563
Adjusted R Square	0.94267389
Standard Error	0.024943514
Observations	31

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	2	0.308178722	0.154089361	247.6608717	1.57561E-18
Residual	28	0.017421008	0.000622179		
Total	30	0.325599731			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	0.002943631	0.006939193	0.424203711	0.674658812	-0.011270661	0.017157924	-0.011270661	0.017157924
X Variable 1	1.062896025	0.075223264	14.12988433	2.87967E-14	0.908808155	1.216983895	0.908808155	1.216983895
X Variable 2	-0.085097993	0.144286824	-0.589783536	0.560065463	-0.38065615	0.210460163	-0.38065615	0.210460163

S_9
SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0.946299143
R Square	0.895482068
Adjusted R Square	0.888016501
Standard Error	0.037115358
Observations	31

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	2	0.330469531	0.165234765	119.9483063	1.8564E-14
Residual	28	0.038571394	0.00137755		
Total	30	0.369040925			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	-0.018195317	0.010325355	-1.762197743	0.08895124	-0.039345848	0.002955213	-0.039345848	0.002955213
X Variable 1	1.024550474	0.111930438	9.153457242	6.53393E-10	0.79527137	1.253829579	0.79527137	1.253829579
X Variable 2	0.096694942	0.21469538	0.450382034	0.655903073	-0.343088602	0.536478485	-0.343088602	0.536478485

S_41
SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0.922122169
R Square	0.850309294
Adjusted R Square	0.839617101
Standard Error	0.051453022
Observations	31

ANOVA

	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	2	0.421077369	0.210538685	79.52618081	2.83614E-12
Residual	28	0.074127578	0.002647414		
Total	30	0.495204947			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	-0.001072146	0.01431404	-0.074901734	0.940825482	-0.030393128	0.028248835	-0.030393128	0.028248835
X Variable 1	1.274801539	0.15516917	8.215559439	6.08795E-09	0.956951907	1.592651171	0.956951907	1.592651171
X Variable 2	-0.180517945	0.297632213	-0.606513484	0.549060264	-0.790189888	0.429153999	-0.790189888	0.429153999

S_52
SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0.928225912
R Square	0.861603343
Adjusted R Square	0.850531611
Standard Error	0.045405888
Observations	28

ANOVA

	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	2	0.320882572	0.160441266	77.82010087	1.83683E-11
Residual	25	0.051542366	0.002061695		
Total	27	0.372424938			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	0.016710266	0.013146348	1.271095629	0.215394796	-0.010365145	0.043785677	-0.010365145	0.043785677
X Variable 1	1.174863833	0.138433451	8.486849285	7.87073E-09	0.889754806	1.459972859	0.889754806	1.459972859
X Variable 2	-0.254596802	0.267119538	-0.953119358	0.349654899	-0.804739784	0.295546179	-0.804739784	0.295546179

S_14
SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0.939162302
R Square	0.88202583
Adjusted R Square	0.872587897
Standard Error	0.048358263
Observations	28

ANOVA

	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	2	0.437275731	0.218637865	93.45539701	2.49653E-12
Residual	25	0.058487223	0.002339489		
Total	27	0.495762953			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	-0.018304606	0.014004044	-1.307094311	0.203076059	-0.047146473	0.010537262	-0.047146473	0.010537262
X Variable 1	1.124503147	0.14746514	7.62555235	5.56726E-08	0.820793008	1.428213286	0.820793008	1.428213286
X Variable 2	0.310774204	0.284546978	1.092171865	0.285171284	-0.275261263	0.89680967	-0.275261263	0.89680967

S_29
SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0.962642829
R Square	0.926681217
Adjusted R Square	0.920815714
Standard Error	0.031777039
Observations	28

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	2	0.31906706	0.15953353	157.9883722	6.53417E-15
Residual	25	0.025244505	0.00100978		
Total	27	0.344311565			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	0.009613083	0.009200393	1.044855663	0.306087967	-0.009335481	0.028561647	-0.009335481	0.028561647
X Variable 1	1.134820464	0.096881822	11.71345089	1.20376E-11	0.935288618	1.33435231	0.935288618	1.33435231
X Variable 2	-0.158664071	0.18694201	-0.84873417	0.404083144	-0.543678344	0.226350201	-0.543678344	0.226350201

S_73
SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0.91757606
R Square	0.841945826
Adjusted R Square	0.829301492
Standard Error	0.054503628
Observations	28

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	2	0.395611591	0.197805795	66.58680716	9.66217E-11
Residual	25	0.074266136	0.002970645		
Total	27	0.469877727			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	-0.004936947	0.015780413	-0.31285285	0.756987425	-0.037437316	0.027563422	-0.037437316	0.027563422
X Variable 1	1.063891145	0.166170636	6.402401586	1.05534E-06	0.721656316	1.406125974	0.721656316	1.406125974
X Variable 2	0.308787793	0.32064088	0.963033136	0.344754202	-0.351584456	0.969160042	-0.351584456	0.969160042

S_56
SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0.945231354
R Square	0.893462312
Adjusted R Square	0.884584171
Standard Error	0.038877045
Observations	27

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	2	0.304208051	0.152104026	100.636197	2.13816E-12
Residual	24	0.036274191	0.001511425		
Total	26	0.340482242			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	-0.011437733	0.011322185	-1.010205461	0.322473842	-0.034805574	0.011930108	-0.034805574	0.011930108
X Variable 1	0.95441196	0.118761416	8.036380768	2.91218E-08	0.709300446	1.199523475	0.709300446	1.199523475
X Variable 2	0.240501839	0.228756253	1.051345421	0.30357123	-0.23162786	0.712631538	-0.23162786	0.712631538

S_36
SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0.965483983
R Square	0.932159322
Adjusted R Square	0.925375254
Standard Error	0.031204154
Observations	23

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	2	0.267580698	0.133790349	137.4041867	2.06491E-12
Residual	20	0.019473984	0.000973699		
Total	22	0.287054682			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	0.007765036	0.010010137	0.775717285	0.448992239	-0.013115743	0.028645815	-0.013115743	0.028645815
X Variable 1	1.08333957	0.09783492	11.07313796	5.5502E-10	0.879259503	1.287419637	0.879259503	1.287419637
X Variable 2	-0.167789455	0.194448829	-0.862897739	0.398423335	-0.573402603	0.237823693	-0.573402603	0.237823693

S_45
SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0.989044039
R Square	0.978208111
Adjusted R Square	0.976028922
Standard Error	0.017131593
Observations	23

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	2	0.263488618	0.131744309	448.8863294	2.41518E-17
Residual	20	0.005869829	0.000293491		
Total	22	0.269358448			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	0.00670978	0.005495729	1.220908048	0.236319553	-0.00475411	0.018173671	-0.00475411	0.018173671
X Variable 1	0.975951559	0.053712977	18.16975347	6.6906E-14	0.863908252	1.087994866	0.863908252	1.087994866
X Variable 2	0.08910977	0.1087556	0.834708163	0.413741939	-0.133578507	0.311798048	-0.133578507	0.311798048

S_48
SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0.951089071
R Square	0.90457042
Adjusted R Square	0.895027462
Standard Error	0.041482801
Observations	23

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	2	0.326231221	0.16311561	94.78931186	6.26369E-11
Residual	20	0.034416456	0.001720823		
Total	22	0.360647677			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	0.015460254	0.013307476	1.161772134	0.259005604	-0.012298653	0.043219162	-0.012298653	0.043219162
X Variable 1	1.064149667	0.130061741	8.181880853	8.22207E-08	0.79284563	1.335453703	0.79284563	1.335453703
X Variable 2	0.153298847	0.258500269	0.593031672	0.559806873	-0.385923263	0.692520957	-0.385923263	0.692520957

S_60
SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0.916049925
R Square	0.839147466
Adjusted R Square	0.823062212
Standard Error	0.051752851
Observations	23

ANOVA

	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	2	0.279453105	0.139726552	52.1687438	1.15952E-08
Residual	20	0.053567152	0.002678358		
Total	22	0.333020257			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	-0.010553929	0.016602056	-0.659793487	0.516913078	-0.045585211	0.023677354	-0.045585211	0.023677354
X Variable 1	0.985137983	0.162261605	6.071294465	6.19638E-06	0.646666208	1.323609759	0.646666208	1.323609759
X Variable 2	0.141308285	0.322498132	0.438167761	0.665960725	-0.531411029	0.814027598	-0.531411029	0.814027598

S_4
SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0.080510234
R Square	0.006481898
Adjusted R Square	-0.110402585
Standard Error	0.181898649
Observations	20

ANOVA

	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	2	0.003669731	0.001834866	0.055455589	0.946224455
Residual	17	0.562481013	0.033087118		
Total	19	0.566150744			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	0.017671601	0.076990532	0.229529539	0.821196247	-0.144764221	0.180107424	-0.144764221	0.180107424
X Variable 1	0.459247951	1.806174418	0.254265561	0.802340426	-3.351446937	4.269942839	-3.351446937	4.269942839
X Variable 2	-0.823182346	2.595275947	-0.317184901	0.754965625	-6.298735918	4.652371227	-6.298735918	4.652371227

S_10
SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0.028808198
R Square	0.000829912
Adjusted R Square	-0.11671951
Standard Error	0.137844889
Observations	20

ANOVA

	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	2	0.000268301	0.000134151	0.007050114	0.99296766
Residual	17	0.32302063	0.019001214		
Total	19	0.323288931			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	0.003993454	0.058344311	0.068446326	0.946228979	-0.119102282	0.12706919	-0.119102282	0.12706919
X Variable 1	0.112879176	1.36873976	0.082469421	0.935236687	-2.774909265	3.000667816	-2.774909265	3.000667816
X Variable 2	-0.085532947	1.96672998	-0.043489929	0.965817737	-4.234970457	4.063904564	-4.234970457	4.063904564

S_61
SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0.039606323
R Square	0.001568661
Adjusted R Square	-0.11589385
Standard Error	0.112678034
Observations	20

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	2	0.000339108	0.000169554	0.013354566	0.986744552
Residual	17	0.21583777	0.012696339		
Total	19	0.216176878			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	0.006970185	0.047692173	0.146149444	0.885522461	-0.093651504	0.107591873	-0.093651504	0.107591873
X Variable 1	-0.029319919	1.118843841	-0.026205551	0.979398553	-2.389874064	2.331234225	-2.389874064	2.331234225
X Variable 2	0.138092032	1.607656759	0.085896465	0.932552286	-3.253767211	3.529951275	-3.253767211	3.529951275

S_42
SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0.73670579
R Square	0.542735421
Adjusted R Square	0.466524658
Standard Error	0.048928474
Observations	15

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	2	0.034097709	0.017048854	7.121506174	0.009141245
Residual	12	0.028727947	0.002393996		
Total	14	0.062825656			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	-0.01342168	0.01928769	-0.695867647	0.499767457	-0.055445947	0.028602588	-0.055445947	0.028602588
X Variable 1	-0.022723201	0.168382306	-0.134950051	0.894888513	-0.389596729	0.344150327	-0.389596729	0.344150327
X Variable 2	0.835666037	0.325005035	2.571240281	0.024489596	0.127540898	1.543791177	0.127540898	1.543791177

S_40
SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0.96558764
R Square	0.93235949
Adjusted R Square	0.915449362
Standard Error	0.025329441
Observations	11

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	2	0.070748581	0.03537429	55.13615961	2.09328E-05
Residual	8	0.005132645	0.000641581		
Total	10	0.075881226			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	-0.013459534	0.014048778	-0.958057244	0.366088022	-0.045856074	0.018937007	-0.045856074	0.018937007
X Variable 1	0.161315942	0.51346485	0.314171345	0.761427475	-1.022736123	1.345368008	-1.022736123	1.345368008
X Variable 2	1.113145028	0.596407341	1.866417383	0.098950289	-0.262172765	2.48846282	-0.262172765	2.48846282

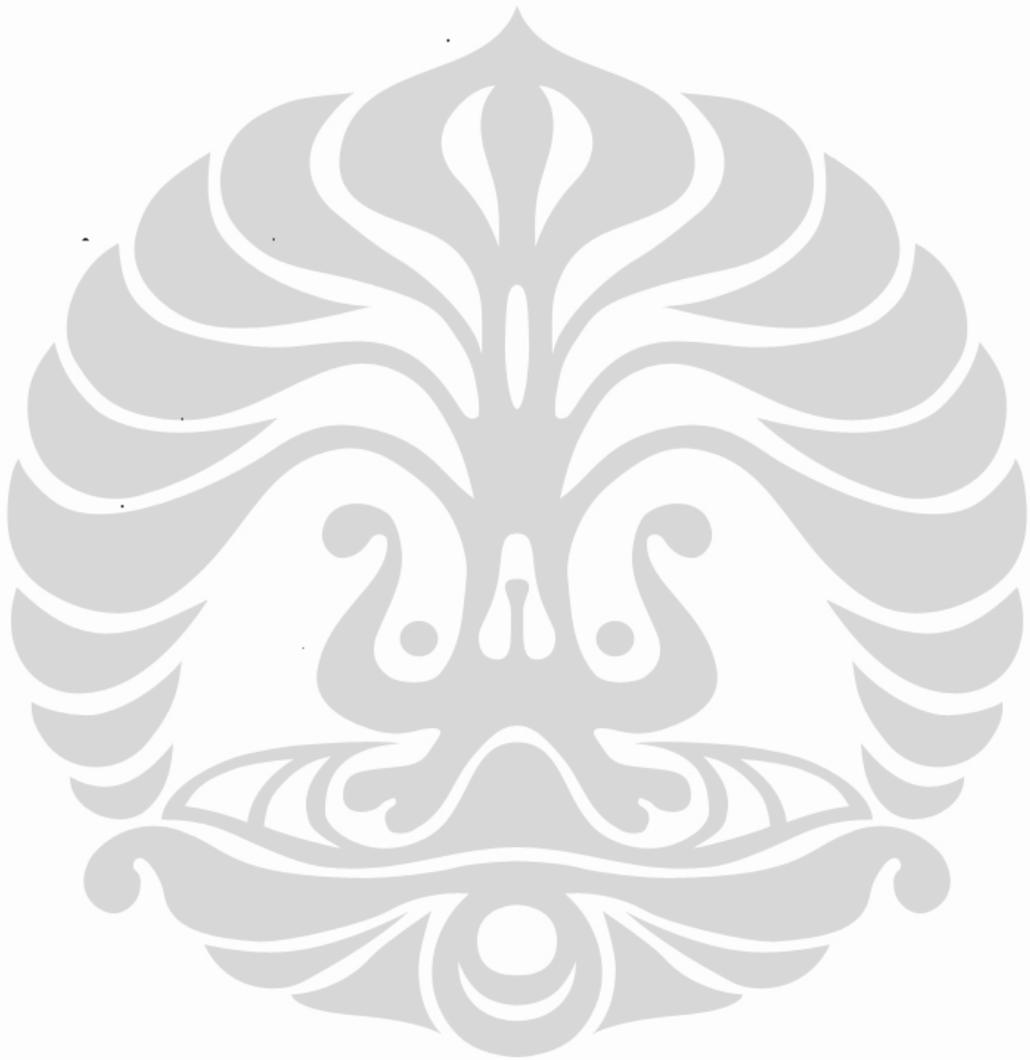
S_70
SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0.966446147
R Square	0.934018154
Adjusted R Square	0.917522693
Standard Error	0.027255438
Observations	11

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	2	0.084125404	0.042062702	58.62273565	1.89539E-05
Residual	8	0.005942871	0.000742859		
Total	10	0.090068275			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	-0.033759771	0.015117017	-2.233229681	0.056014029	-0.068619674	0.001100133	-0.068619674	0.001100133
X Variable 1	-0.644275403	0.552507612	-1.166093261	0.277161579	-1.918360241	0.629809434	-1.918360241	0.629809434
X Variable 2	2.137858517	0.641756872	3.331415077	0.010362572	0.658064519	3.617852516	0.658064519	3.617852516





**FATWA
DEWAN SYARI'AH NASIONAL
NOMOR: 20/DSN-MUI/IV/2001**

Tentang
**PEDOMAN PELAKSANAAN INVESTASI
UNTUK REKSA DANA SYARI'AH**

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

Dewan Syari'ah Nasional setelah,

- Menimbang :
- a. bahwa Islam sangat menganjurkan umatnya untuk melakukan aktifitas ekonomi (*mu'amalah*) dengan cara yang benar dan baik, serta melarang penimbunan barang, atau membiarkan harta (uang) tidak produktif, sehingga aktifitas ekonomi yang dilakukan dapat meningkatkan ekonomi umat.
 - b. bahwa aktifitas ekonomi dalam Islam, selain bertujuan untuk memperoleh keuntungan, harus memperhatikan etika dan hukum ekonomi Syari'ah.
 - c. bahwa aktifitas ekonomi dalam Islam dilakukan atas dasar suka sama suka (*al-taradi-التراضي*), berkeadilan (*al-'adalah العدالة*) dan tidak saling merugikan (*laa dharara walaa dhiraar- لا ضرر ولا ضرار*).
 - d. bahwa salah satu bentuk *mu'amalah* pada masa kini adalah Reksa Dana
 - e. bahwa dalam Reksa Dana konvensional masih banyak terdapat unsur-unsur yang bertentangan dengan Syari'ah Islam, baik dari segi akad, pelaksanaan investasi, maupun dari segi pembagian keuntungan. Oleh karena itu, perlu adanya Reksa Dana yang mengatur hal-hal tersebut sesuai dengan Syari'ah Islam.
 - f. bahwa agar kegiatan Reksa Dana sesuai dengan Syari'ah Islam, DSN memandang perlu menetapkan fatwa tentang reksa dana untuk dijadikan pedoman oleh LKS.
- Memperhatikan :
- a. Keputusan dan Rekomendasi Lokakarya Alim Ulama tentang Reksadana Syari'ah, tanggal 24-25 Rabi'ul Awal 1417 H/29-30 Juli 1997 M.
 - b. Undang-Undang RI nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.
 - c. Surat dari PT. Danareksa Investment Management, nomor S-09/01/PS-DIM.
 - d. Pendapat peserta Rapat Pleno Dewan Syari'ah Nasional pada hari Senin, 15 Muharram 1422 H./9 April 2001 dan hari Rabu, 24 Muharram 1422 H./18 April 2001.

Mengingat : 1. Firman Allah SWT., antara lain:

... وَ أَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا... (البقرة: 275)

“...dan Allah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba...” (QS. al-Baqarah [2]: 275).

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُم بَيْنَكُم بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً
عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ... (النساء: 29)

“Hai orang yang beriman! Janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil, kecuali dengan jalan perniagaan yang berlaku dengan suka sama suka di antara kamu...” (QS. al-Nisa’ [4]: 29).

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ... (المائدة: 1)

“Hai orang yang beriman! Penuhilah akad-akad itu...” (QS. al-Ma’idah [5]: 1).

... لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ (البقرة: 279).

“...kamu tidak (boleh) menganiaya dan tidak (pula) dianiaya” (QS. al-Baqarah [2]: 279).

... لَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَنْ تَبْتَغُوا فَضْلًا مِنْ رَبِّكُمْ...

“...Tidak ada dosa bagimu untuk mencari karunia dari Tuhanmu ...” (QS. al-Baqarah [2]: 198).

2. Hadis Nabi s.a.w., antara lain:

الصِّلْحُ جَائِزٌ بَيْنَ الْمُسْلِمِينَ إِلَّا صِلْحًا حَرَّمَ حَلَالًا أَوْ أَحَلَّ حَرَامًا
وَالْمُسْلِمُونَ عَلَى شُرُوطِهِمْ إِلَّا شَرْطًا حَرَّمَ حَلَالًا أَوْ أَحَلَّ حَرَامًا (رواه
الترمذي عن عمرو بن عوف).

“Perdamaian dapat dilakukan di antara kaum muslimin kecuali perdamaian yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram; dan kaum muslimin terikat dengan syarat-syarat mereka kecuali syarat yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram” (HR. Tirmizi dari ‘Amr bin ‘Auf).

لَا ضَرَرَ وَلَا ضِرَارَ (رواه ابن ماجه عن عبادة بن الصامت وأحمد عن
ابن العباس ومالك عن يحيى)

“Tidak boleh membahayakan diri sendiri dan tidak boleh pula membahayakan orang lain” (HR. Ibn Majah dari ‘Ubadah bin Shamit, Ahmad dari Ibn ‘Abbas, dan Malik dari Yahya).

3. Kaidah Fiqh:

الأصلُ في المعاملاتِ الإباحةُ ما لم يدلَّ دليلٌ على تحريمها.

“Pada dasarnya, segala bentuk mu’amalah boleh dilakukan sepanjang tidak ada dalil yang mengharamkannya.”

MEMUTUSKAN

Menetapkan : FATWA TENTANG PEDOMAN PELAKSANAAN INVESTASI UNTUK REKSA DANA SYARIAH

BAB I KETENTUAN UMUM

Pasal 1

1. Reksa Dana adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan kembali dalam portofolio efek oleh Manajer Investasi.
2. Portofolio Efek adalah kumpulan efek yang dimiliki secara bersama (kolektif) oleh para pemodal dalam Reksa Dana.
3. Manajer Investasi adalah pihak yang kegiatan usahanya mengelola Portofolio Efek untuk para nasabah atau mengelola portofolio investasi kolektif untuk sekelompok nasabah.
4. Emiten adalah perusahaan yang menerbitkan Efek untuk ditawarkan kepada publik.
5. Efek adalah surat berharga, yaitu surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek, dan setiap derivatif dari efek.
6. Reksa Dana Syariah adalah Reksa Dana yang beroperasi menurut ketentuan dan prinsip Syariah Islam, baik dalam bentuk akad antara pemodal sebagai pemilik harta (*shahib al-mal/ Rabb al Mal*) dengan Manajer Investasi sebagai wakil *shahib al-mal*, maupun antara Manajer Investasi sebagai wakil *shahib al-mal* dengan pengguna investasi.
7. Mudharabah/*qirad* adalah suatu akad atau sistem di mana seseorang memberikan hartanya kepada orang lain untuk dikelola dengan ketentuan bahwa keuntungan yang diperoleh (dari hasil pengelolaan tersebut) dibagi antara kedua pihak, sesuai dengan syarat-syarat yang disepakati oleh kedua belah pihak, sedangkan kerugian ditanggung oleh *shahib al-mal* sepanjang tidak ada kelalaian dari *mudharib*.
8. Prospektus adalah setiap informasi tertulis sehubungan dengan Penawaran Umum dengan tujuan agar pihak lain membeli Efek.
9. Bank Kustodian adalah pihak yang kegiatan usahanya adalah memberikan jasa penitipan Efek dan harta lain yang berkaitan dengan Efek serta jasa lain, termasuk menerima deviden, dan hak-hak lain, menyelesaikan transaksi Efek, dan mewakili pemegang rekening yang menjadi nasabahnya.

BAB II MEKANISME KEGIATAN REKSA DANA SYARIAH

Pasal 2

1. Mekanisme operasional dalam Reksa Dana Syariah terdiri atas:
 - a. antara pemodal dengan Manajer Investasi dilakukan dengan sistem *wakalah*, dan

- b. antara Manajer Investasi dan pengguna investasi dilakukan dengan sistem *mudharabah*.
2. Karakteristik sistem *mudharabah* adalah:
 - a. Pembagian keuntungan antara pemodal (*sahib al-mal*) yang diwakili oleh Manajer Investasi dan pengguna investasi berdasarkan pada proporsi yang telah disepakati kedua belah pihak melalui Manajer Investasi sebagai wakil dan tidak ada jaminan atas hasil investasi tertentu kepada pemodal.
 - b. Pemodal hanya menanggung resiko sebesar dana yang telah diberikan.
 - c. Manajer Investasi sebagai wakil tidak menanggung resiko kerugian atas investasi yang dilakukannya sepanjang bukan karena kelalaiannya (*gross negligence/tafrith*).

BAB III HUBUNGAN, HAK, DAN KEWAJIBAN

Pasal 3 Hubungan dan Hak Pemodal

1. Akad antara Pemodal dengan Manajer Investasi dilakukan secara *wakalah*.
2. Dengan akad *wakalah* sebagaimana dimaksud ayat 1, pemodal memberikan mandat kepada Manajer Investasi untuk melaksanakan investasi bagi kepentingan Pemodal, sesuai dengan ketentuan yang tercantum dalam Prospektus.
3. Para pemodal secara kolektif mempunyai hak atas hasil investasi dalam Reksa Dana Syari'ah.
4. Pemodal menanggung risiko yang berkaitan dalam Reksa Dana Syari'ah.
5. Pemodal berhak untuk sewaktu-waktu menambah atau menarik kembali penyetorannya dalam Reksa Dana Syari'ah melalui Manajer Investasi.
6. Pemodal berhak atas bagi hasil investasi sampai saat ditariknya kembali penyetoran tersebut.
7. Pemodal yang telah memberikan dananya akan mendapatkan jaminan bahwa seluruh dananya akan disimpan, dijaga, dan diawasi oleh Bank Kustodian.
8. Pemodal akan mendapatkan bukti kepemilikan yang berupa Unit Penyetoran Reksa Dana Syariah.

Pasal 4 Hak dan Kewajiban Manajer Investasi dan Bank Kustodian

1. Manajer Investasi berkewajiban untuk melaksanakan investasi bagi kepentingan Pemodal, sesuai dengan ketentuan yang tercantum dalam Prospektus.
2. Bank Kustodian berkewajiban menyimpan, menjaga, dan mengawasi dana Pemodal dan menghitung Nilai Aktiva Bersih per-Unit Penyetoran dalam Reksa Dana Syari'ah untuk setiap hari bursa.
3. Atas pemberian jasa dalam pengelolaan investasi dan penyimpanan dana kolektif tersebut, Manajer Investasi dan Bank Kustodian berhak memperoleh imbal jasa yang dihitung atas persentase tertentu dari Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana Syari'ah.

4. Dalam hal Manajer Investasi dan/atau Bank Kustodian tidak melaksanakan amanat dari Pemodal sesuai dengan mandat yang diberikan atau Manajer Investasi dan/atau Bank Kustodian dianggap lalai (*gross negligence/tafrith*), maka Manajer Investasi dan/atau Bank Kustodian bertanggung jawab atas risiko yang ditimbulkannya.

Pasal 5

Tugas dan Kewajiban Manajer Investasi

Manajer Investasi berkewajiban untuk:

- a. Mengelola portofolio investasi sesuai dengan kebijakan investasi yang tercantum dalam kontrak dan Prospektus;
- b. Menyusun tata cara dan memastikan bahwa semua dana para calon pemegang Unit Penyertaan disampaikan kepada Bank Kustodian selambat-lambatnya pada akhir hari kerja berikutnya;
- c. Melakukan pengembalian dana Unit Penyertaan; dan
- d. Memelihara semua catatan penting yang berkaitan dengan laporan keuangan dan pengelolaan Reksa Dana sebagaimana ditetapkan oleh instansi yang berwenang.

Pasal 6

Tugas dan Kewajiban Bank Kustodian

Bank Kustodian berkewajiban untuk:

- a. Memberikan pelayanan Penitipan Kolektif sehubungan dengan kekayaan Reksa Dana;
- b. Menghitung nilai aktiva bersih dari Unit Penyertaan setiap hari bursa;
- c. Membayar biaya-biaya yang berkaitan dengan Reksa Dana atas perintah Manajer Investasi;
- d. Menyimpan catatan secara terpisah yang menunjukkan semua perubahan dalam jumlah Unit Penyertaan, jumlah Unit Penyertaan, serta nama, kewarganegaraan, alamat, dan identitas lainnya dari para pemodal;
- e. Mengurus penerbitan dan penebusan dari Unit Penyertaan sesuai dengan kontrak;
- f. Memastikan bahwa Unit Penyertaan diterbitkan hanya atas penerimaan dana dari calon pemodal.

BAB IV

PEMILIHAN DAN PELAKSANAAN INVESTASI

Pasal 7

Jenis dan Instrumen Investasi

1. Investasi hanya dapat dilakukan pada instrumen keuangan yang sesuai dengan Syari'ah Islam.
2. Instrumen keuangan yang dimaksud ayat 1 meliputi:
 - a. Instrumen saham yang sudah melalui penawaran umum dan pembagian dividen didasarkan pada tingkat laba usaha;
 - b. Penempatan dalam deposito pada Bank Umum Syariah;
 - c. Surat hutang jangka panjang yang sesuai dengan prinsip Syari'ah;

Pasal 8
Jenis Usaha Emiten

1. Investasi hanya dapat dilakukan pada efek-efek yang diterbitkan oleh pihak (Emiten) yang jenis kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan Syari'ah Islam.
2. Jenis kegiatan usaha yang bertentangan dengan Syari'ah Islam, antara lain, adalah:
 - a. Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang;
 - b. Usaha lembaga keuangan konvensional (ribawi), termasuk perbankan dan asuransi konvensional;
 - c. Usaha yang memproduksi, mendistribusi, serta memperdagangkan makanan dan minuman yang haram;
 - d. Usaha yang memproduksi, mendistribusi, dan/atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.

Pasal 9
Jenis Transaksi yang Dilarang

1. Pemilihan dan pelaksanaan transaksi investasi harus dilaksanakan menurut prinsip kehati-hatian (*prudential management/ihtiyath*), serta tidak diperbolehkan melakukan spekulasi yang di dalamnya mengandung unsur *gharar*.
2. Tindakan yang dimaksud ayat 1 meliputi:
 - a. *Najsy*, yaitu melakukan penawaran palsu;
 - b. *Bai al-Ma'dum* yaitu melakukan penjualan atas barang yang belum dimiliki (short selling);
 - c. *Insider trading* yaitu menyebarluaskan informasi yang menyesatkan atau memakai informasi orang dalam untuk memperoleh keuntungan transaksi yang dilarang;
 - d. Melakukan investasi pada perusahaan yang pada saat transaksi tingkat (nisbah) hutangnya lebih dominan dari modalnya.

Pasal 10
Kondisi Emiten yang Tidak Layak

Suatu Emiten tidak layak diinvestasikan oleh Reksa Dana Syariah:

- a. apabila struktur hutang terhadap modal sangat bergantung kepada pembiayaan dari hutang yang pada intinya merupakan pembiayaan yang mengandung unsur riba;
- b. apabila suatu emiten memiliki nisbah hutang terhadap modal lebih dari 82% (hutang 45%, modal 55 %);
- c. apabila manajemen suatu perusahaan diketahui telah bertindak melanggar prinsip usaha yang Islami.

BAB V PENENTUAN DAN PEMBAGIAN HASIL INVESTASI

Pasal 11

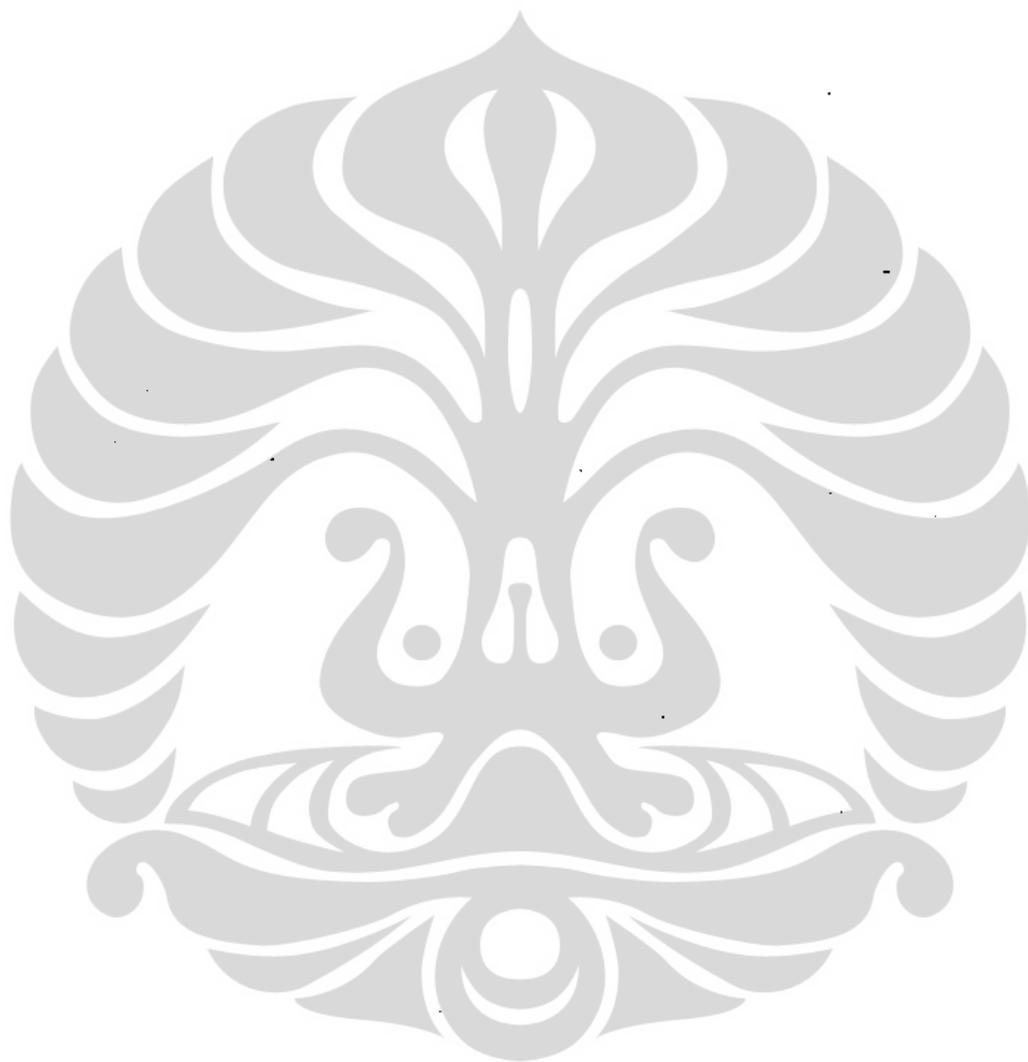
1. Hasil investasi yang diterima dalam harta bersama milik pemodal dalam Reksa Dana Syari'ah akan dibagikan secara proporsional kepada para pemodal.
2. Hasil investasi yang dibagikan harus bersih dari unsur non-halal, sehingga Manajer Investasi harus melakukan pemisahan bagian pendapatan yang mengandung unsur non-halal dari pendapatan yang diyakini halal (*tafriq al-halal min al-haram*).
3. Penghasilan investasi yang dapat diterima oleh Reksa Dana Syari'ah adalah:
 - a. Dari saham dapat berupa:
 - *Dividen* yang merupakan bagi hasil atas keuntungan yang dibagikan dari laba yang dihasilkan emiten, baik dibayarkan dalam bentuk tunai maupun dalam bentuk saham.
 - *Rights* yang merupakan hak untuk memesan efek lebih dahulu yang diberikan oleh emiten.
 - *Capital gain* yang merupakan keuntungan yang diperoleh dari jual-beli saham di pasar modal.
 - b. Dari Obligasi yang sesuai dengan syari'ah dapat berupa:
 - Bagi hasil yang diterima secara periodik dari laba emiten.
 - c. Dari Surat Berharga Pasar Uang yang sesuai dengan syari'ah dapat berupa:
 - Bagi hasil yang diterima dari *issuer*.
 - d. Dari Deposito dapat berupa:
 - Bagi hasil yang diterima dari bank-bank Syari'ah.
4. Perhitungan hasil investasi yang dapat diterima oleh Reksa Dana Syari'ah dan hasil investasi yang harus dipisahkan dilakukan oleh Bank Kustodian dan setidaknya setiap tiga bulan dilaporkan kepada Manajer Investasi untuk kemudian disampaikan kepada para pemodal dan Dewan Syari'ah Nasional.
5. Hasil investasi yang harus dipisahkan yang berasal dari non halal akan digunakan untuk kemaslahatan umat yang penggunaannya akan ditentukan kemudian oleh Dewan Syari'ah Nasional serta dilaporkan secara transparan.

BAB VI

KETENTUAN PENUTUP

Pasal 12

1. Hal-hal yang belum diatur dalam Pedoman Pelaksanaan ini akan diatur kemudian oleh Dewan Syari'ah Nasional.
2. Jika salah satu pihak tidak menunaikan kewajibannya atau jika terjadi perselisihan di antara para pihak, maka penyelesaiannya dilakukan melalui Badan Arbitrasi Syari'ah setelah tidak tercapai kesepakatan melalui musyawarah.
3. Surat Keputusan ini berlaku sejak tanggal ditetapkan, dengan ketentuan jika di kemudian hari ternyata terdapat kekeliruan, akan diubah dan disempurnakan sebagaimana mestinya.



Ditetapkan di: Jakarta

Pada tanggal : 24 Muharram 1422 H.

18 April 2001 M.

**DEWAN SYARIAH NASIONAL
MAJELIS ULAMA INDONESIA**

Ketua,

Sekretaris,

K.H.M.A. Sahal Mahfudh

Prof. Dr. H. Din Syamsuddin

