

BAB 4

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Analisis Imbal Hasil Aset dan Imbal Hasil Investor

Berikut ini diuraikan analisis mengenai perbedaan imbal hasil dan imbal hasil investor untuk saham-saham JII. Analisis ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah imbal hasil aset (metode TWR) lebih tinggi daripada imbal hasil investor (metode DWR) pada saham-saham JII.

4.1.1 Daftar Saham JII

Langkah pertama dalam proses penelitian ini adalah menyusun daftar saham-saham yang termasuk dalam JII selama 10 periode, yaitu sejak periode Januari 2003 - Juni 2003 hingga periode Juli 2007 - Desember 2007. Data ini didapatkan dari situs internet BEI (www.bei.co.id). Hasil pengumpulan data ditampilkan di Tabel 4.1 berikut ini.

Seperti yang telah dipaparkan di bagian 3.1.2, agar didapatkan hasil yang konsisten terutama dalam hal pergerakan kapitalisasi pasarnya, perlu dilakukan seleksi saham-saham yang selalu berada dalam JII sepanjang 10 periode di atas. Agar proses seleksi ini berjalan dengan mudah dan cepat, digunakan bantuan sebuah program komputer sederhana yang dibuat penulis seperti dapat dilihat di Lampiran 7.

Dalam hal ini didapatkan 8 saham yang selalu berada dalam JII, yaitu: ANTM, INDF, INTP, ISAT, SMCB, TLKM, UNTR dan UNVR. Rincian nama emiten dan industri dari masing-masing saham ini telah dipaparkan di bagian 3.1.2, yaitu dalam Tabel 3.2 di hal. 45. Kedelapan saham inilah yang dipilih untuk membentuk sampel portofolio dalam penelitian ini.

Tabel 4.1 Daftar Saham JII dari Januari 2003 – Desember 2007

JAN-JUN 03	JUL-DES 03	JAN-JUN 04	JUL-DES 04	JAN-JUN 05	JUL-DES 05	JAN-JUN 06	JUL-DES 06	JAN-JUN 07	JUL-DES 07
AALI	AALI	AALI	AALI	AALI	AALI	AALI	ADHI	AALI	AALI
AMFG	ANTM	ANTM	ANTM	ADHI	ADHI	ADHI	LSIP	ADHI	LSIP
ANTM	APEX	ASGR	ASGR	ANTM	ANTM	LSIP	UNSP	ANTM	ANTM
APEX	ASGR	AUTO	BNBR	BNBR	ASII	UNSP	ANTM	ASII	INCO
ASGR	AUTO	BLTA	BRPT	BRPT	BLTA	ANTM	INCO	BLTA	MEDC
AUTO	BLTA	BRPT	BUMI	BUMI	BNBR	INCO	MEDC	BNBR	TINS
BLTA	CMNP	BUMI	CTRA	CTRS	BRPT	MEDC	INKP	BTEL	INKP
BNBR	DNKS	CTRA	DNKS	ENRG	BUMI	INKP	INTP	BUMI	INTP
CMNP	DYNA	DNKS	EPMT	GJTL	CMNP	INTP	SMCB	CMNP	SMCB
DYNA	GJTL	DYNA	GJTL	INCO	CTRS	SMCB	TKIM	CTRA	SMGR
ESTI	INAF	EPMT	INCO	INDF	ENRG	TKIM	ASII	CTRS	ASII
FORU	INCO	GJTL	INDF	INKP	GJTL	ASII	GJTL	GJTL	BTEL
GJTL	INDF	INAF	INTP	INTP	INCO	GJTL	BTEL	INCO	INDF
INDF	INTP	INCO	ISAT	ISAT	INDF	INDF	INDF	INDF	KLBF
INDR	ISAT	INDF	KIJA	KIJA	INKP	KLBF	KLBF	INKP	PGAS
INTP	KAEF	INTP	KLBF	KLBF	INTP	PGAS	PGAS	INTP	SMAR
ISAT	KLBF	ISAT	LMAS	LMAS	ISAT	UNVR	UNVR	ISAT	UNVR
LMAS	LMAS	KAEF	LSIP	LSIP	KIJA	KIJA	CTRA	KLBF	CTRA
MEDC	MEDC	KLBF	MLPL	MEDC	KLBF	SMRA	CTRS	LPKR	LPKR
MLPL	MLPL	LMAS	PGAS	MLPL	LSIP	BLTA	KIJA	LSIP	BLTA
MTDL	MTDL	MEDC	PTBA	PGAS	MEDC	CMNP	LPKR	MEDC	ISAT
MYOR	MYOR	PTBA	SMCB	PTBA	PGAS	ISAT	BLTA	PGAS	TLKM
SMCB	PTBA	SMCB	SMGR	SMCB	PTBA	TLKM	ISAT	PTBA	BNBR
SMGR	SMCB	SMGR	SMRA	SMGR	SMCB	BNBR	TLKM	SMCB	BUMI
SMSM	SMGR	SMRA	TINS	TINS	SMRA	BUMI	BNBR	SULI	UNTR
TINS	TINS	TINS	TLKM	TKIM	TINS	UNTR	BUMI	TLKM	APEX
TLKM	TLKM	TLKM	TRST	TLKM	TKIM	PLAS	UNTR	TOTL	PTBA
TRST	TSPC	TSPC	TSPC	TSPC	TLKM	DOID	PLAS	UNSP	TRUB
UNTR	UNTR	UNTR	UNTR	UNTR	UNTR	PTBA	PTBA	UNTR	CPRO
UNVR	UNVR	UNVR	UNVR	UNVR	UNVR	ENRG	ENRG	UNVR	FREN

Sumber: Bursa Efek Indonesia.

4.1.2 Sampel Portofolio

Langkah kedua dalam proses penelitian ini adalah membentuk sampel portofolio yang berisi saham-saham yang selalu ada dalam JII untuk semua periode penelitian. Sampel portofolio ini menjadi proksi guna mewakili saham-saham JII secara keseluruhan. Berdasarkan 8 saham yang termasuk dalam JII sepanjang periode Januari 2003 hingga Desember 2007, portofolio yang menjadi sampel penelitian dengan periode pertama (Januari – Juli 2003) sebagai acuan tertuang di Tabel 4.2.

Bobot dari saham-saham dalam portofolio ini didapat berdasarkan perbandingan sebenarnya antara kapitalisasi pasar masing-masing saham dengan total kapitalisasi pasar portofolio. Untuk saham SMCB misalnya, bobot sebesar 2% didapat dengan membagi kapitalisasi pasarnya (Rp. 1,35 triliun) dengan total

kapitalisasi pasar portofolio (Rp. 69,34 triliun). Setiap bulan, bobot saham-saham dalam portofolio ini disesuaikan dengan perubahan kapitalisasi pasar.

Tabel 4.2 Portofolio Awal yang Menjadi Sampel Penelitian

Saham	Kapitalisasi Pasar (juta Rupiah)	Bobot
ANTM	8,743,980	0.126
INDF	7,786,611	0.112
INTP	689,661	0.010
ISAT	30,996,000	0.447
SMCB	1,353,846	0.020
TLKM	8,240,401	0.119
UNTR	10,665,650	0.154
UNVR	859,740	0.012
Total	69,335,889	1

Sumber: Hasil pembentukan sampel portofolio, data dari Bloomberg.

4.1.3 Harga dan Kapitalisasi Pasar Bulanan

Langkah ketiga dalam proses penelitian ini adalah mengumpulkan data harga dan kapitalisasi pasar penutupan bulanan dari saham-saham dalam sampel portofolio. Kedua jenis data ini didapatkan dari situs internet Bloomberg (www.bloomberg.com). Mula-mula perlu dicari dulu tanggal terakhir setiap bulan sepanjang periode Januari 2003 hingga Desember 2007. Barulah kemudian data untuk masing-masing hari itu diambil sebagai data penutupan bulanan.

Sebagai hasil pengumpulan data ini, daftar harga penutupan bulanan dari kedelapan saham dapat dilihat dalam Lampiran 1 di hal. L-1. Sedangkan daftar kapitalisasi pasar penutupan bulannya dapat dilihat dalam Lampiran 2 di hal. L-2. Statistik deskriptif untuk kedua jenis data ini telah dijelaskan masing-masing dalam Tabel 3.3 di hal 47 dan Tabel 3.4 di hal. 48.

4.1.4 Imbal Hasil (HPY) Bulanan

Langkah keempat dari proses penelitian ini adalah mencari imbal hasil bulanan (HPY) dari setiap saham dalam sampel portofolio. HPY bulanan dicari dengan rumus (3.2) di hal. 53.

Tabel 4.3 Imbal Hasil (HPY) Bulanan

BULAN	ANTM	INDF	INTP	ISAT	SMCB	TLKM	UNTR	UNVR
	HPY	HPY	HPY	HPY	HPY	HPY	HPY	HPY
Jan-03	16.66%	-4.17%	-3.70%	-20.54%	-6.90%	-12.34%	-11.48%	6.59%
Feb-03	14.29%	0.00%	34.61%	6.80%	18.52%	5.93%	7.41%	-4.22%
Mar-03	0.00%	4.35%	-8.57%	-3.18%	-6.25%	1.40%	-1.73%	-1.10%
Apr-03	-9.37%	20.83%	28.12%	14.47%	53.33%	13.10%	42.11%	16.67%
May-03	13.79%	20.69%	2.44%	7.47%	4.35%	14.02%	29.63%	16.67%
Jun-03	0.00%	-2.86%	19.05%	-5.88%	8.33%	6.22%	-9.52%	8.98%
Jul-03	4.65%	-5.72%	30.00%	-2.36%	44.23%	-4.87%	15.79%	1.51%
Aug-03	3.03%	-12.90%	-1.54%	-4.14%	13.33%	3.98%	-10.00%	4.51%
Sep-03	23.53%	7.41%	6.25%	16.05%	-5.88%	24.59%	36.36%	20.50%
Oct-03	9.52%	-3.45%	13.23%	27.13%	-10.00%	5.26%	18.52%	-3.73%
Nov-03	6.52%	-3.57%	-5.19%	-3.77%	-4.17%	2.50%	12.50%	0.60%
Dec-03	57.14%	18.52%	16.44%	30.43%	17.39%	9.76%	38.89%	14.17%
Jan-04	-22.08%	6.25%	12.94%	7.67%	1.23%	11.85%	0.00%	5.52%
Feb-04	0.00%	0.00%	-1.04%	13.00%	-1.22%	-3.31%	16.00%	-9.90%
Mar-04	-18.33%	-5.88%	-20.00%	5.48%	-7.41%	-4.11%	-5.17%	4.41%
Apr-04	-2.04%	-6.25%	0.00%	3.25%	2.67%	15.00%	20.00%	3.52%
May-04	-10.42%	-6.67%	-18.42%	0.63%	-20.78%	-8.07%	-9.30%	-2.04%
Jun-04	20.95%	0.00%	-8.06%	0.62%	-8.20%	0.00%	2.27%	9.03%
Jul-04	-2.00%	4.02%	12.28%	6.01%	10.71%	4.73%	8.89%	-1.79%
Aug-04	2.04%	-3.57%	0.00%	1.82%	-1.61%	2.77%	12.24%	-11.26%
Sep-04	10.00%	0.00%	21.88%	0.60%	21.31%	8.50%	5.45%	-2.98%
Oct-04	9.09%	0.00%	-1.28%	11.83%	12.16%	4.82%	27.59%	0.77%
Nov-04	18.33%	11.11%	50.65%	21.69%	25.30%	14.94%	8.11%	1.53%
Dec-04	-1.73%	6.67%	6.03%	0.00%	10.58%	-3.36%	14.90%	1.40%
Jan-05	5.51%	8.75%	12.20%	-0.87%	6.09%	-0.52%	25.28%	6.06%
Feb-05	18.13%	6.90%	-8.70%	-7.89%	-4.92%	-7.81%	6.14%	1.43%
Mar-05	4.65%	24.73%	-11.11%	-7.14%	-18.97%	1.13%	-4.96%	9.55%
Apr-05	-5.55%	-12.07%	-5.36%	-11.28%	-7.45%	-4.47%	2.61%	-1.96%
May-05	10.59%	17.65%	20.75%	14.45%	9.20%	8.77%	11.02%	22.00%
Jun-05	7.66%	-8.33%	7.81%	14.26%	20.00%	7.53%	14.83%	-10.93%
Jul-05	1.04%	-0.91%	4.35%	5.45%	-5.26%	14.15%	19.46%	8.82%
Aug-05	-7.22%	-26.03%	-18.75%	-8.62%	-24.07%	-7.21%	-12.92%	-2.87%
Sep-05	21.11%	-7.59%	-0.85%	0.00%	12.20%	3.88%	0.00%	-3.55%
Oct-05	-5.50%	12.33%	13.79%	-8.02%	-1.09%	-6.54%	-4.52%	7.36%
Nov-05	10.68%	3.66%	-2.27%	9.74%	0.00%	10.00%	-2.70%	-1.14%
Dec-05	25.44%	7.06%	10.08%	3.74%	4.40%	7.27%	2.08%	0.22%
Jan-06	19.58%	-3.30%	11.27%	4.50%	20.00%	6.78%	4.08%	0.58%
Feb-06	-5.85%	-4.55%	12.03%	-9.48%	8.77%	-1.59%	3.92%	-0.58%
Mar-06	8.08%	5.95%	2.26%	-1.90%	3.23%	11.29%	13.21%	-0.59%
Apr-06	32.18%	26.97%	10.50%	4.85%	6.25%	9.42%	21.11%	7.65%
May-06	-22.61%	-16.81%	-23.00%	-7.41%	-19.12%	-6.62%	-0.92%	-12.02%
Jun-06	7.81%	-6.38%	9.09%	-14.50%	1.82%	4.26%	2.14%	5.56%
Jul-06	12.43%	19.93%	1.31%	3.53%	0.00%	4.45%	3.70%	2.42%
Aug-06	3.85%	13.33%	8.93%	2.92%	-5.36%	6.04%	2.68%	5.92%
Sep-06	1.85%	5.04%	7.65%	17.05%	7.55%	6.96%	5.22%	2.79%
Oct-06	26.36%	6.40%	1.52%	0.97%	1.75%	-0.59%	8.98%	4.35%
Nov-06	8.63%	5.26%	7.00%	10.58%	-6.90%	17.86%	-1.53%	26.73%
Dec-06	5.96%	-3.57%	7.48%	17.39%	24.07%	2.51%	1.55%	10.00%
Jan-07	-2.50%	25.19%	-6.96%	-11.11%	-2.99%	-6.44%	3.05%	-11.36%
Feb-07	16.67%	-7.69%	7.48%	-1.67%	1.54%	-5.82%	2.96%	-4.27%
Mar-07	30.22%	-2.56%	-11.30%	5.93%	0.00%	10.67%	6.47%	1.79%
Apr-07	31.65%	7.89%	11.76%	8.80%	9.09%	6.60%	6.76%	-0.88%
May-07	-10.26%	5.49%	-2.63%	-0.74%	5.56%	-9.05%	-4.43%	11.50%
Jun-07	-8.08%	17.05%	13.14%	-1.82%	25.00%	3.14%	10.46%	8.23%
Jul-07	7.57%	0.32%	4.00%	11.54%	6.32%	16.32%	4.24%	12.69%
Aug-07	-16.67%	-7.00%	-1.54%	-0.69%	1.98%	-3.13%	-5.81%	-9.93%
Sep-07	23.33%	3.76%	-4.69%	6.94%	10.68%	1.38%	1.23%	0.00%
Oct-07	20.72%	13.99%	34.43%	12.99%	22.81%	-2.27%	34.36%	-2.21%
Nov-07	39.55%	14.77%	-6.10%	-4.60%	17.86%	-5.14%	2.74%	1.44%
Dec-07	-4.28%	1.98%	6.49%	4.22%	6.06%	0.00%	-3.11%	1.50%

Sumber: Data Bloomberg yang diolah.

Dalam hal ini, perlu dihitung prosentase dari perubahan harga saham setiap bulan terhadap harga bulan sebelumnya. Sebagai contoh, imbal hasil ANTM di bulan Januari 2003 membutuhkan dua informasi, yaitu harga saham bulan Desember 2002 (Rp. 2.510) dan Januari 2003 (Rp. 2.700). Sehingga nilainya adalah 7,57% [$(2700 - 2510) / 2510$]. Hasil perhitungan imbal hasil bulanan setiap saham dalam portofolio dapat dilihat di Tabel 4.3.

Sedangkan statistik deskriptif yang dihasilkan oleh perangkat lunak SPSS disajikan di Tabel 4.4 dengan sedikit modifikasi pada beberapa nama kolom untuk menghemat ruangan. Dapat dilihat bahwa saham ANTM tercatat pernah mencapai imbal hasil bulanan tertinggi sebesar 57,14% pada bulan Desember 2003. ANTM juga memiliki rata-rata imbal hasil bulanan tertinggi, yaitu sebesar 7,6%. Fakta ini sejalan dengan pola atau tren umum kenaikan harga dari komoditas pertambangan, industri yang digeluti oleh BUMN ini, sepanjang periode 2003-2007 dan terus berlanjut hingga kini (2008). Namun seperti dalam teori *risk-return*, imbal hasil yang tinggi ini dibayangi oleh risiko yang tinggi pula. Hal ini dapat dilihat pada deviasi standar (salah satu ukuran risiko dari investasi saham) ANTM yang mencapai 15,06%, tertinggi di antara saham-saham yang lain.

Tabel 4.4 Statistik Deskriptif Imbal Hasil Bulanan Saham

	N	Range	Min	Max	Mean		Std. Dev	Skewness		Kurtosis	
	Stat	Stat	Stat	Stat	Stat	Std. Err	Stat	Stat	Std. Err	Stat	Std. Err
ANTM_HPY	60	79.75	-22.61	57.14	7.6050	1.94406	15.05862	0.537	0.309	1.039	0.608
INDF_HPY	60	53.00	-26.03	26.97	3.2070	1.39027	10.76902	0.159	0.309	0.125	0.608
INTP_HPY	60	73.65	-23.00	50.65	5.1363	1.77224	13.72768	0.668	0.309	1.419	0.608
ISAT_HPY	60	50.97	-20.54	30.43	3.2865	1.26871	9.82736	0.335	0.309	0.461	0.608
SMCB_HPY	60	77.40	-24.07	53.33	5.1187	1.80601	13.98930	0.813	0.309	2.069	0.608
TLKM_HPY	60	36.93	-12.34	24.59	3.4420	1.00105	7.75407	0.239	0.309	-0.278	0.608
UNTR_HPY	60	55.03	-12.92	42.11	7.4807	1.61585	12.51633	0.929	0.309	0.651	0.608
UNVR_HPY	60	38.75	-12.02	26.73	2.9277	1.04434	8.08940	0.571	0.309	0.782	0.608
Valid N (listwise)	60										

Sumber: Data Bloomberg yang diolah. Imbal hasil (HPY) dalam persen.

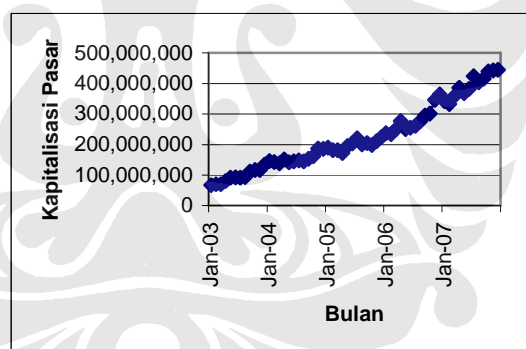
Sedangkan imbal hasil bulanan terendah pernah dialami oleh INDF sebesar -26,03% pada bulan Agustus 2005. Sementara UNVR memiliki rata-rata imbal hasil bulanan terendah sebesar 2,93% dengan risiko terendah kedua sebesar 8,09% (risiko terendah dicapai oleh TLKM sebesar 7,75%). Temuan ini sesuai dengan

predikat *defensive stock* yang sering disandingkan kepada saham dari produsen barang-barang keperluan rumah tangga ini.

4.1.5 Kapitalisasi Pasar Bulanan Portofolio

Langkah kelima dari proses penelitian ini adalah mencari kapitalisasi pasar bulanan dari portofolio yang menjadi sampel penelitian. Untuk itu, total kapitalisasi pasar portofolio setiap bulan harus dihitung dengan menjumlahkan kapitalisasi pasar dari semua saham pada bulan yang bersangkutan.

Kapitalisasi pasar portofolio bulan Januari 2005, misalnya, didapat dari penjumlahan kapitalisasi pasar ANTM, INDF, INTP, ISAT, SMCB, TLKM, UNTR dan UNVR pada bulan tersebut. Dengan demikian nilainya adalah sebesar Rp. 190.787.298 juta [3.472.000 + 8.216.445 + 12.700.250 + 30.132.062 + 4.674.369 + 96.768.000 + 8.119.173 + 26.705.000]. Hasil perhitungan kapitalisasi pasar portofolio (dalam jutaan rupiah) ini ditampilkan di Tabel 4.5.



Grafik 4.1 Perkembangan Kapitalisasi Pasar Portofolio

Sumber: Data Bloomberg. Kapitalisasi pasar dalam jutaan Rupiah.

Grafik pergerakan kapitalisasi pasar portofolio sepanjang periode tersebut disajikan di Grafik 4.1. Tampak bahwa secara jangka panjang trennya selalu naik dan hampir tidak pernah turun. Jika dibandingkan dengan pergerakan harga masing-masing saham di Lampiran 1, terlihat bahwa faktor dominan dalam kenaikan kapitalisasi pasar ini disebabkan oleh kenaikan harga saham.

Tabel 4.5 Kapitalisasi Pasar dan Bobot Saham dalam Portofolio

BULAN	PF MV	ANTM MW	INDF MW	INTP MW	ISAT MW	SMCB MW	TLKM MW	UNTR MW	UNVR MW
Jan-03	67,009,426	1.99%	8.05%	3.57%	11.36%	1.54%	50.77%	0.62%	22.09%
Feb-03	69,869,105	2.18%	7.72%	4.61%	11.63%	1.75%	51.58%	0.64%	19.88%
Mar-03	69,835,804	2.19%	8.06%	4.22%	11.27%	1.65%	52.32%	0.63%	19.67%
Apr-03	80,708,670	1.71%	8.43%	4.68%	11.16%	2.18%	51.21%	0.78%	19.85%
May-03	91,802,056	1.71%	8.95%	4.21%	10.55%	2.00%	51.33%	0.88%	20.36%
Jun-03	93,034,625	1.69%	8.63%	4.95%	9.79%	2.14%	50.11%	0.79%	21.90%
Jul-03	92,000,727	1.71%	7.95%	6.50%	9.51%	3.12%	48.21%	0.93%	22.06%
Aug-03	93,627,163	1.73%	6.81%	6.29%	8.96%	3.48%	49.25%	0.82%	22.66%
Sep-03	111,979,808	1.79%	6.11%	5.59%	8.69%	2.74%	51.31%	0.94%	22.83%
Oct-03	117,366,654	1.87%	5.63%	6.04%	10.54%	2.35%	51.53%	1.07%	20.97%
Nov-03	117,612,432	1.99%	5.42%	5.71%	10.12%	2.25%	52.71%	1.20%	20.60%
Dec-03	135,350,701	2.71%	5.58%	5.78%	11.48%	2.29%	50.27%	1.45%	20.43%
Jan-04	146,843,682	1.95%	5.47%	6.02%	11.39%	2.14%	51.83%	1.34%	19.87%
Feb-04	143,440,669	1.99%	5.60%	6.10%	13.17%	2.16%	51.30%	1.59%	18.09%
Mar-04	139,503,589	1.68%	5.42%	5.01%	14.29%	2.06%	50.58%	1.55%	19.42%
Apr-04	151,679,031	1.51%	4.67%	4.61%	13.57%	1.95%	53.50%	1.71%	18.49%
May-04	142,596,417	1.44%	4.64%	4.00%	14.52%	1.64%	52.31%	2.19%	19.26%
Jun-04	144,959,445	1.65%	4.56%	3.62%	14.38%	1.48%	51.46%	2.20%	20.66%
Jul-04	148,973,578	1.57%	4.44%	3.95%	14.34%	1.59%	52.44%	2.34%	19.33%
Aug-04	145,550,286	1.64%	4.38%	4.05%	15.10%	1.61%	52.98%	2.69%	17.56%
Sep-04	153,859,353	1.70%	4.14%	4.67%	14.47%	1.84%	54.38%	2.68%	16.12%
Oct-04	162,382,980	1.76%	3.93%	4.36%	15.35%	1.96%	54.01%	3.24%	15.39%
Nov-04	187,375,802	1.81%	3.78%	5.70%	16.22%	2.13%	53.80%	3.04%	13.54%
Dec-04	185,893,416	1.77%	4.06%	6.09%	16.35%	2.37%	52.33%	3.49%	13.54%
Jan-05	190,787,298	1.82%	4.31%	6.66%	15.79%	2.45%	50.72%	4.26%	14.00%
Feb-05	181,592,428	2.26%	4.84%	6.39%	15.28%	2.45%	49.13%	4.75%	14.92%
Mar-05	182,523,931	2.35%	6.00%	5.65%	14.12%	1.97%	49.43%	4.49%	15.99%
Apr-05	172,851,201	2.35%	5.57%	5.64%	13.23%	1.93%	49.86%	4.86%	16.55%
May-05	195,402,801	2.29%	5.80%	6.03%	13.40%	1.86%	47.97%	4.78%	17.86%
Jun-05	203,666,594	2.25%	5.10%	6.24%	14.30%	2.14%	49.49%	5.21%	15.27%
Jul-05	220,811,856	2.10%	4.66%	6.00%	13.92%	1.87%	50.67%	5.75%	15.03%
Aug-05	200,957,511	2.14%	3.71%	5.36%	14.02%	1.56%	51.66%	5.50%	16.04%
Sep-05	204,512,959	2.54%	3.37%	5.22%	13.80%	1.72%	52.74%	5.40%	15.20%
Oct-05	199,037,556	2.47%	3.89%	6.10%	13.07%	1.75%	50.64%	5.30%	16.77%
Nov-05	211,547,946	2.57%	3.79%	5.61%	13.51%	1.65%	52.41%	4.85%	15.60%
Dec-05	223,886,036	3.05%	3.84%	5.84%	13.28%	1.63%	53.13%	4.68%	14.57%
Jan-06	237,283,270	3.44%	3.50%	6.13%	13.14%	1.84%	53.53%	4.60%	13.83%
Feb-06	233,832,028	3.28%	3.39%	6.97%	12.07%	2.03%	53.45%	4.85%	13.95%
Mar-06	250,329,332	3.32%	3.36%	6.65%	11.07%	1.96%	55.57%	5.13%	12.95%
Apr-06	277,003,913	3.96%	3.85%	6.64%	10.50%	1.88%	54.95%	5.61%	12.60%
May-06	250,954,414	3.38%	3.54%	5.65%	10.74%	1.68%	56.63%	6.14%	12.24%
Jun-06	255,025,444	3.46%	3.26%	6.06%	9.05%	1.68%	58.10%	6.04%	12.34%
Jul-06	261,185,811	3.80%	3.80%	5.92%	8.88%	1.64%	57.50%	6.11%	12.34%
Aug-06	276,157,403	3.73%	4.07%	6.10%	8.66%	1.47%	57.67%	5.94%	12.36%
Sep-06	295,482,457	3.55%	4.00%	6.14%	9.47%	1.48%	57.65%	5.84%	11.88%
Oct-06	301,572,366	4.40%	4.17%	6.10%	9.37%	1.47%	56.15%	6.19%	12.14%
Nov-06	346,459,494	4.16%	3.82%	5.68%	9.02%	1.19%	57.61%	5.31%	13.21%
Dec-06	363,643,510	4.20%	3.51%	5.82%	10.09%	1.41%	55.99%	5.14%	13.85%
Jan-07	342,515,616	4.34%	4.66%	5.75%	9.52%	1.45%	55.62%	5.62%	13.03%
Feb-07	332,348,423	5.22%	4.43%	6.37%	9.65%	1.52%	53.99%	5.96%	12.86%
Mar-07	357,924,107	6.32%	4.01%	5.25%	9.49%	1.41%	55.48%	5.90%	12.15%
Apr-07	386,016,736	7.71%	4.01%	5.44%	9.57%	1.43%	54.84%	5.84%	11.17%
May-07	368,106,477	7.26%	4.44%	5.55%	9.96%	1.58%	52.30%	5.85%	13.06%
Jun-07	381,896,815	6.27%	5.01%	6.02%	9.25%	1.91%	52.00%	6.16%	13.39%
Jul-07	423,628,095	6.08%	4.46%	5.65%	9.30%	1.83%	53.30%	5.79%	13.60%
Aug-07	403,322,753	5.32%	4.36%	5.84%	9.70%	1.96%	54.23%	5.73%	12.86%
Sep-07	414,756,214	6.38%	4.39%	5.41%	10.09%	2.11%	53.47%	5.64%	12.51%
Oct-07	439,605,058	7.27%	4.73%	6.87%	10.75%	2.44%	49.30%	7.10%	11.54%
Nov-07	441,973,899	10.09%	5.40%	6.41%	10.20%	2.86%	46.30%	7.26%	11.48%
Dec-07	444,812,135	9.60%	5.47%	6.79%	10.57%	3.01%	46.00%	6.99%	11.58%

Sumber: Data Bloomberg yang diolah. Kapitalisasi pasar (MV) dalam jutaan.

Dapat dilihat bahwa kapitalisasi pasar portofolio telah meningkat 6,6 kali lipat dari bulan Januari 2003 sebesar Rp. 67 triliun menjadi Rp 444,81 triliun pada bulan Desember 2007 dengan nilai rata-rata sebesar Rp. 224,44 triliun. Kemudian sebagai pelengkap, statistik deskriptif yang dihasilkan oleh perangkat lunak SPSS dengan kapitalisasi pasar dalam triliun rupiah disajikan di Tabel 4.6. Tabel ini dan tabel sebelumnya juga memuat bobot masing-masing saham dalam portofolio yang digunakan dalam langkah selanjutnya.

Tabel 4.6 Statistik Deskriptif Kapitalisasi Pasar dan Bobot Saham dalam Portofolio

	N	Range	Min	Max	Mean		Std. Dev	Skewness		Kurtosis	
	Stat	Stat	Stat	Stat	Stat	Std. Err	Stat	Stat	Std. Err	Stat	Std. Err
PF_MV	60	377.80	67.01	444.81	224.44	14.04	108.77	0.552	0.309	-0.753	0.608
ANTM_MW	60	8.65	1.44	10.09	3.3078	0.26591	2.05971	1.595	0.309	2.097	0.608
INDF_MW	60	5.69	3.26	8.95	4.9492	0.18681	1.44700	1.337	0.309	1.072	0.608
INTP_MW	60	3.40	3.57	6.97	5.6047	0.10760	0.83348	-0.796	0.309	-0.020	0.608
ISAT_MW	60	7.69	8.66	16.35	11.7673	0.29258	2.26632	0.373	0.309	-1.215	0.608
SMCB_MW	60	2.29	1.19	3.48	1.9440	0.05855	0.45351	1.213	0.309	1.789	0.608
TLKM_MW	60	12.10	46.00	58.10	52.5167	0.35680	2.76374	0.046	0.309	-0.135	0.608
UNTR_MW	60	6.64	0.62	7.26	3.9897	0.27177	2.10516	-0.397	0.309	-1.379	0.608
UNVR_MW	60	11.66	11.17	22.83	15.9215	0.45246	3.50475	0.483	0.309	-1.142	0.608
Valid N (listwise)	60										

Sumber: Data Bloomberg yang diolah. Kapitalisasi pasar (MV) dalam jutaan.

4.1.6 Imbal Hasil (HPY) Bulanan Portofolio

Langkah keenam dari proses penelitian ini adalah mencari imbal hasil (HPY) bulanan di tingkat portofolio yang menjadi sampel penelitian. Mula-mula, perlu didapatkan bobot pasar (*market weight*) dari masing-masing saham dalam portofolio. Bobot pasar saham dihitung dengan membagi kapitalisasi pasar dari masing-masing saham dengan kapitalisasi pasar portofolio setiap bulannya. Hasil perhitungan bobot saham-saham ini ditampilkan di Tabel 4.5.

Lalu, untuk mendapatkan imbal hasil bulanan portofolio digunakan perhitungan HPY dengan rumus (3.3) di hal. 53. Dalam hal ini, perlu dilakukan penjumlahan dari semua perkalian antara HPY bulanan semua saham (Tabel 4.3) dengan bobot saham awalnya, yaitu bulan sebelumnya (Tabel 4.5). Misalnya, untuk menghitung HPY portofolio di bulan Desember 2007, diperlukan HPY semua

saham bulan tersebut dan masing-masing dikalikan dengan bobot saham di bulan November 2007. Sehingga nilainya menjadi 0,64% $[-4.28\% * 10.09\% + 1.98\% * 5.40\% + 6.49\% * 6.41\% + 4.22\% * 10.20\% + 6.06\% * 2.86\% + 0.00\% * 46.30\% + -3.11\% * 7.26\% + 1.50\% * 11.48\%]$.

Tabel 4.7 Imbal Hasil Bulanan Portofolio

BULAN	HPR	HPY	BULAN	HPR	HPY
Jan-03	91.65%	-8.35%	Jul-05	110.28%	10.28%
Feb-03	104.70%	4.70%	Aug-05	91.03%	-8.97%
Mar-03	99.95%	-0.05%	Sep-05	101.75%	1.75%
Apr-03	115.57%	15.57%	Oct-05	97.30%	-2.70%
May-03	113.74%	13.74%	Nov-05	106.27%	6.27%
Jun-03	105.03%	5.03%	Dec-05	106.01%	6.01%
Jul-03	99.80%	-0.20%	Jan-06	105.93%	5.93%
Aug-03	101.77%	1.77%	Feb-06	98.54%	-1.46%
Sep-03	119.59%	19.59%	Mar-06	107.05%	7.05%
Oct-03	104.81%	4.81%	Apr-06	110.64%	10.64%
Nov-03	100.66%	0.66%	May-06	90.59%	-9.41%
Dec-03	115.08%	15.08%	Jun-06	102.25%	2.25%
Jan-04	108.49%	8.49%	Jul-06	104.59%	4.59%
Feb-04	97.92%	-2.08%	Aug-06	105.72%	5.72%
Mar-04	97.26%	-2.74%	Sep-06	107.00%	7.00%
Apr-04	108.73%	8.73%	Oct-06	102.10%	2.10%
May-04	93.51%	-6.49%	Nov-06	115.09%	15.09%
Jun-04	101.72%	1.72%	Dec-06	105.24%	5.24%
Jul-04	103.88%	3.88%	Jan-07	94.19%	-5.81%
Aug-04	99.67%	-0.33%	Feb-07	97.03%	-2.97%
Sep-04	105.60%	5.60%	Mar-07	107.70%	7.70%
Oct-04	105.52%	5.52%	Apr-07	107.85%	7.85%
Nov-04	115.36%	15.36%	May-07	95.36%	-4.64%
Dec-04	99.63%	-0.37%	Jun-07	104.44%	4.44%
Jan-05	102.63%	2.63%	Jul-07	112.36%	12.36%
Feb-05	95.18%	-4.82%	Aug-07	95.21%	-4.79%
Mar-05	100.78%	0.78%	Sep-07	102.83%	2.83%
Apr-05	94.70%	-5.30%	Oct-07	106.04%	6.04%
May-05	113.04%	13.04%	Nov-07	100.92%	0.92%
Jun-05	104.81%	4.81%	Dec-07	100.64%	0.64%

Sumber: Data Bloomberg yang diolah.

Hasil perhitungan imbal hasil (HPY) bulanan portofolio ini dapat dilihat di Tabel 4.7. Nilai HPR juga ditampilkan di tabel tersebut. Sedangkan statistik deskriptif yang dihasilkan oleh perangkat lunak SPSS disajikan di Tabel 4.8 dengan sedikit modifikasi pada beberapa nama kolom. Dapat dilihat bahwa imbal hasil (HPY) bulanan memiliki rentang (*range*) nilai yang lebih sempit dibandingkan imbal hasil (HPY) bulanan dari masing-masing saham. HPY portofolio tertinggi sebesar 19,59% dicapai pada bulan September 2003. Sedangkan HPY portofolio terendah sebesar -9,41% dicapai pada bulan Mei 2006. Rata-rata HPY portofolio bulanan adalah sebesar 3,55% dengan deviasi standar sebesar 6,58%.

Tabel 4.8 Statistik Deskriptif Imbal Hasil Bulanan Portofolio

	N	Range	Min	Max	Mean		Std. Dev	Skewness		Kurtosis	
	Stat	Stat	Stat	Stat	Stat	Std. Err	Stat	Stat	Std. Err	Stat	Std. Err
HPR	60	29.00	90.59	119.59	103.5455	0.84983	6.58272	0.185	0.309	-0.234	0.608
HPY	60	29.00	-9.41	19.59	3.5455	0.84983	6.58272	0.185	0.309	-0.234	0.608
Valid N (listwise)	60										

Sumber: Data Bloomberg yang diolah. Imbal hasil dalam persen.

Jika sampel portofolio ini dipakai sebagai portofolio investasi yang sebenarnya, kinerjanya memang tidak terlalu baik. Namun dalam penelitian ini, sampel portofolio ini hanyalah merupakan proksi (*proxy*) yang dapat mewakili saham-saham JII.

4.1.7 Distribusi Bulanan Portofolio

Langkah ketujuh dari proses penelitian ini adalah mencari arus modal (yaitu distribusi bersih ke investor, atau cukup disebut distribusi) bulanan dari portofolio yang menjadi sampel penelitian. Distribusi portofolio pada dasarnya adalah perubahan kapitalisasi pasar portofolio bulan bersangkutan terhadap bulan sebelumnya dikurangi dengan unsur perubahan harganya. Untuk mencari distribusi portofolio, digunakan rumus (2.1) di hal. 20.

Sebagai contoh, distribusi portofolio untuk bulan Juni 2003 didapat dengan mengalikan kapitalisasi pasar bulan Mei 2003 dengan imbal hasil bulan Juni 2003, lalu hasilnya dikurangi dengan kapitalisasi pasar bulan Juni 2003. Sehingga hasilnya menjadi Rp. 3,385 triliun [Rp. 91,802 triliun * 105.03% - 93,034 triliun].

Hasil perhitungan distribusi bersih ke investor bulanan ini dapat dilihat di Tabel 4.9. Tabel ini juga memuat kolom berisi data arus kas bulanan yang dipakai dalam langkah kesembilan (bagian 4.1.9). Kedua nilai ini ditampilkan dalam jutaan Rupiah. Dapat dilihat bahwa distribusi positif ke investor (arus kas ke investor) sering terjadi sekitar bulan Juni – Juli. Diperkirakan hal ini disebabkan karena banyak pembagian dividen di periode tersebut.

Tabel 4.9 Distribusi dan Arus Kas Bulanan Portofolio

Periode	Bulan	Distribusi	Arus Kas	Periode	Bulan	Distribusi	Arus Kas
1	Dec-02		-73,115,885.00	6	Jun-05		-203,666,594.00
	Jan-03	-234.17	-234.17		Jul-05	3,792,012.90	3,792,012.90
	Feb-03	290,774.03	290,774.03		Aug-05	52,524.16	52,524.16
	Mar-03	177.52	177.52		Sep-05	-37,327.12	-37,327.12
	Apr-03	-11.02	-11.02		Oct-05	-55,740.45	-55,740.45
	May-03	-1,358.86	-1,358.86		Nov-05	-30,530.00	-30,530.00
2	Jun-03	3,385,620.66	93,034,624.75	Dec-05	379,770.60	223,886,035.50	
	Jul-03	850,641.12	850,641.12	Jan-06	-123,584.65	-123,584.65	
	Aug-03	-173.82	-173.82	Feb-06	-7,862.03	-7,862.03	
	Sep-03	-7,268.47	-7,268.47	Mar-06	-2,936.36	-2,936.36	
	Oct-03	-3,932.58	-3,932.58	Apr-06	-44,765.98	-44,765.98	
	Nov-03	528,914.80	528,914.80	May-06	-28,259.97	-28,259.97	
3	Dec-03	-3,064.37	135,350,701.00	Jun-06	1,564,068.54	255,025,443.50	
	Jan-04		-135,350,701.00	Jul-06		-255,025,443.50	
	Feb-04	-15.22	-15.22	Aug-06	5,541,425.45	5,541,425.45	
	Mar-04	352,071.75	352,071.75	Sep-06	-31,996.04	-31,996.04	
	Apr-04	-215.93	-215.93	Oct-06	276.66	276.66	
	May-04	-779.35	-779.35	Nov-06	122,413.37	122,413.37	
4	Jun-04	-765,929.58	-765,929.58	Dec-06	634,699.07	634,699.07	
	Jul-04	94,848.76	144,959,445.00	Jan-07	986,601.14	363,643,510.00	
	Aug-04		-144,959,445.00	Feb-07		-363,643,510.00	
	Sep-04	1,605,204.45	1,605,204.45	Mar-07	-103.38	-103.38	
	Oct-04	2,928,849.51	2,928,849.51	Apr-07	61.31	61.31	
	Nov-04	-151,070.19	-151,070.19	May-07	-97.43	-97.43	
5	Dec-04	-37,459.54	-37,459.54	Jun-07	26.45	26.45	
	Jan-05	-44,973.25	-44,973.25	Jul-07	98.40	98.40	
	Feb-05	-6,759.78	-6,759.78	Aug-07	2,567,374.11	381,896,815.00	
	Mar-05	779,793.67	185,893,415.75	Sep-07		-381,896,815.00	
	Apr-05		-185,893,415.75	Oct-07	5,481,786.94	5,481,786.94	
	May-05		-7,175.60	Nov-07	-107.97	-107.97	
6	Jun-05	1,141,302.27	203,666,594.00	Dec-07	43.32	43.32	
	Jul-05			Jan-08	191,533.14	191,533.14	
	Aug-05			Feb-08	1,677,966.13	1,677,966.13	
	Sep-05			Mar-08			
	Oct-05			Apr-08			
	Nov-05			May-08			

Sumber: Data Bloomberg yang diolah. Semua nilai dalam jutaan Rupiah.

4.1.8 Rata-Rata Imbal Hasil Aset (TWR) Portofolio

Langkah kedelapan dalam proses penelitian ini adalah mencari rata-rata imbal hasil aset (TWR) bulanan dari sampel portofolio untuk periode 6 bulanan. Untuk mendapatkan TWR portofolio ini digunakan perhitungan GM dengan rumus (3.6) di hal. 54. Dalam hal ini, terdapat 10 periode 6 bulanan sejak Januari 2003 hingga Desember 2007, yang disesuaikan dengan periode *review* JII (lihat bagian 3.1.2).

GM setiap periode dihitung dengan mengalikan HPR dari semua bulan pada periode bersangkutan, lalu dicari akar pangkat 6 dari hasilnya, dan terakhir nilai tersebut dikurangi dengan satu. Sebagai misal, nilai GM untuk periode Januari-Juli 2005 adalah 1,671% [(102,63% * 95,18% * 100,78% * 94,70% * 113, 04% *

$104,81\%)^{(1/6)} - 1$]. Dalam praktiknya, digunakan perangkat lunak Excel untuk mempermudah dan mempercepat perhitungan. Berikutnya, nilai TWR (GM) dianualisasikan dengan rumus (3.9) di hal. 55. Hasil perhitungan rata-rata imbal hasil aset (TWR) dari sampel portofolio serta hasil anualisasinya (ATWR) ini dituangkan di Tabel 4.10.

Tabel 4.10 Rata-Rata Imbal Hasil Aset dan Investor Portofolio

BULAN	TWR	DWR	ATWR	ADWR
Jan-Jun 03	4.791%	4.161%	75.350%	63.095%
Jul-Des 03	6.689%	6.673%	117.479%	117.088%
Jan-Jun 04	1.111%	1.102%	14.179%	14.058%
Jul-Des 04	4.814%	4.720%	75.802%	73.929%
Jan-Jun 05	1.671%	1.574%	22.002%	20.609%
Jul-Des 05	1.902%	1.897%	25.365%	25.301%
Jan-Jun 06	2.284%	2.179%	31.127%	29.523%
Jul-Des 06	6.549%	6.495%	114.100%	112.783%
Jan-Jun 07	0.932%	0.820%	11.779%	10.291%
Jul-Des 07	2.867%	2.889%	40.378%	40.742%

Sumber: Data Bloomberg yang diolah.

Sedangkan statistik deskriptif yang dihasilkan oleh perangkat lunak SPSS disajikan di Tabel 4.11 dengan sedikit modifikasi pada beberapa nama kolom tanpa mengubah isinya. Dapat dilihat bahwa TWR dan ATWR tertinggi sebesar 6,69% dan 117,48% dicapai oleh sampel portofolio pada periode Juli-Desember 2003. Sedangkan TWR dan ATWR terendah sebesar 0,93% dan 11,78% dicapai pada periode Januari-Juni 2007. Sementara rata-rata imbal hasil aset (yaitu TWR) dari sampel portofolio adalah sebesar 3,36% dan hasil anualisasinya adalah 52,76%.

Seperti telah diuraikan di bagian 2.2.1 dan 2.2.2, imbal hasil aset ini mengasumsikan investasi secara *buy-and-hold*. Artinya, investor dianggap membeli saham di awal bulan ke-1 (akhir bulan ke-0), tidak membeli atau menjual saham selama 6 bulan, lalu menjual sahamnya di akhir bulan ke-6. Maka dengan temuan di atas, didapatkan bahwa rata-rata imbal hasil aset (*buy-and-hold*) dari saham-saham JII adalah sebesar 52,76% (tahunan).

Tabel 4.11 Statistik Deskriptif Rata-Rata Imbal Hasil Aset dan Investor Portofolio

	N	Range	Min	Max	Mean		Std. Dev	Skewness		Kurtosis	
	Stat	Stat	Stat	Stat	Stat	Std. Err	Stat	Stat	Std. Err	Stat	Std. Err
TWR	10	5.76	0.93	6.69	3.3610	0.68917	2.17936	0.540	0.687	-1.348	1.334
DWR	10	5.85	0.82	6.67	3.2510	0.68047	2.15183	0.632	0.687	-1.061	1.334
ATWR	10	105.70	11.78	117.48	52.7561	12.68339	40.10841	0.727	0.687	-1.051	1.334
ADWR	10	106.80	10.29	117.09	50.7419	12.48492	39.48079	0.847	0.687	-0.706	1.334
Valid N (listwise)	10										

Sumber: Data Bloomberg yang diolah. Imbal hasil (TWR dan DWR) dalam persen.

4.1.9 Rata-Rata Imbal Hasil Investor (DWR) Portofolio

Langkah kesembilan dalam proses penelitian ini adalah mencari rata-rata imbal hasil investor (DWR) bulanan dari sampel portofolio untuk periode 6 bulanan. Untuk mendapatkan DWR portofolio ini langsung digunakan perhitungan IRR dengan bantuan perangkat lunak Excel. Informasi arus kas bulanan untuk masing-masing periode 6 bulanan adalah sebagai berikut:

- Arus kas 0: kapitalisasi pasar bulan ke-0 dari portofolio (tanda negatif)
- Arus kas 1-5: nilai distribusi modal bersih ke investor bulan ke-1 sampai 5 dari portofolio (dengan tandanya masing-masing)
- Arus kas 6: kapitalisasi pasar bulan ke-6 dari portofolio (tanda positif)

Berikutnya nilai DWR (IRR) dianualisasikan dengan rumus (3.9) di hal. 55. Arus kas bulanan untuk perhitungan IRR ditampilkan di Tabel 4.9. Hasil perhitungan rata-rata imbal hasil aset (DWR) dari sampel portofolio serta hasil anualisasinya (ADWR) ini dituangkan di Tabel 4.10. Sedangkan statistik deskriptif yang dihasilkan oleh perangkat lunak SPSS disajikan di Tabel 4.11 dengan sedikit modifikasi pada beberapa nama kolom tanpa perubahan pada isinya.

Dapat dilihat bahwa DWR dan ADWR tertinggi sebesar 6,67% dan 117,09% dicapai oleh sampel portofolio pada periode Juli-Desember 2003. Sedangkan DWR dan ADWR terendah sebesar 0,82% dan 10,29% dicapai pada periode Januari-Juni 2007. Sementara rata-rata imbal hasil investor (yaitu DWR) dari sampel portofolio adalah sebesar 3,25% dan hasil anualisasinya adalah 50,74%.

Seperti telah dijelaskan di bagian 2.2.1 dan 2.2.2, imbal hasil investor ini menggambarkan kegiatan *active trading* dengan lebih akurat. Artinya, semua

aktivitas perdagangan dari awal bulan ke-1 (akhir bulan ke-0) hingga akhir bulan ke-6 dapat direfleksikan dalam perhitungan. Sehingga dengan temuan di atas, didapatkan bahwa imbal hasil investor (*active trading*) dari saham-saham JII adalah sebesar 50,74% (tahunan).

4.1.10 Perbandingan Imbal Hasil Aset dan Investor Portofolio

Langkah kesepuluh dalam proses penelitian ini adalah menguji hipotesis 1 dengan uji T (*Student's T-test*) berupa selisih rata-rata dari dua sampel berhubungan berdasarkan hasil langkah-langkah sebelumnya. Kedua sampel yang dimaksud adalah rata-rata imbal hasil aset tahunan (ATWR) dan rata-rata imbal hasil investor tahunan (ADWR) dari sampel portofolio. Pengujian hipotesis ini dilakukan dengan bantuan perangkat lunak Excel. Hasil pengujian hipotesis dengan Excel disajikan di Tabel 4.12.

Tabel 4.12 Hasil Uji T Imbal Hasil Aset dan Investor (Excel)

t-Test: Paired Two Sample for Means

	ATWR	ADWR
Mean	0.5275604	0.5074187
Variance	0.1608672	0.1558733
Observations	10	10
Pearson Correlation	0.9958479	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	9	
t Stat	1.7307335	
P(T<=t) one-tail	0.0587748	
t Critical one-tail	1.8331139	
P(T<=t) two-tail	0.1175496	
t Critical two-tail	2.2621589	

Sumber: Data Bloomberg yang diolah.

Sebagai pelengkap, digunakan juga perangkat lunak MINITAB yang menyediakan pilihan hipotesis alternatif berupa "lebih besar dari" (*greater than*). Hasil pengujian hipotesis dengan MINITAB ditampilkan di

Grafik 4.2. Kedua pengujian ini menggunakan tingkat kepercayaan sebesar 95% ($\alpha = 5\%$).

Paired T-Test and CI: ATWR, ADWR				
Paired T for ATWR - ADWR				
	N	Mean	StDev	SE Mean
ATWR	10	52.8	40.1	12.7
ADWR	10	50.7	39.5	12.5
Difference	10	2.01	3.68	1.16
95% lower bound for mean difference: -0.12				
T-Test of mean difference = 0 (vs > 0): T-Value = 1.73 P-Value = 0.059				

Grafik 4.2 Hasil Uji T Imbal Hasil Aset dan Investor (MINITAB)

Sumber: Data Bloomberg yang diolah.

Dari hasil kedua pengujian ini, dapat dilihat bahwa imbal hasil aset lebih besar daripada imbal hasil investor dengan selisih rata-rata sebesar 2%. Selanjutnya dilakukan pengujian hipotesis 1 pada tingkat kepercayaan 95% dengan langkah-langkah sebagai berikut (lihat bagian 3.2.2):

1. Perumusan hipotesis: H_0 dinyatakan sebagai "Selisih rata-rata dari imbal hasil aset dan imbal hasil investor kurang dari atau sama dengan nol." Hipotesis alternatifnya adalah sebaliknya.

2. Penentuan nilai kritis (*critical value*) t_{α}^{n-1} : Dengan menggunakan tabel Distribusi T (lihat Lampiran 6 di hal L-6), untuk $\alpha = 5\%$ (*one-tailed*) dan *degree of freedom* = 9 [10 - 1], didapat nilai kritis t sebesar 1,83. Dari hasil pengujian hipotesis dengan Excel pun dapat dilihat bahwa nilai kritis t adalah sebesar 1,83.

3. Perhitungan nilai *t-statistic*: Dari hasil pengujian hipotesis dengan Excel dan MINITAB dapat dilihat bahwa nilai *t-statistic* adalah sebesar 1,73.

4. Perbandingan nilai *t-statistic* dan nilai kritis t: Didapatkan bahwa *t-statistic* (1,73) < nilai kritis t (1,83) pada $\alpha = 5\%$ (*one-tailed*). Maka, *t-statistic* berada dalam daerah penerimaan H_0 . Hal ini juga dapat dilihat pada hasil pengujian hipotesis dengan Excel dan MINITAB di mana nilai P (*P-Value*) sebesar 0,059 lebih besar daripada $\alpha = 5\%$. Sehingga, tidak ada alasan untuk menolak H_0 pada $\alpha = 5\%$.

5. Pengambilan kesimpulan: Berdasarkan hasil no. 4, tidak ada alasan untuk menolak H_0 pada $\alpha = 5\%$. Maka dapat dikatakan bahwa imbal hasil aset pada

saham-saham JII tidak lebih tinggi daripada imbal hasil investor pada tingkat kepercayaan 95%.

Pengujian hipotesis 1 pada tingkat kepercayaan 95% tidak berhasil membuktikan bahwa imbal hasil aset saham-saham JII tidak lebih tinggi daripada imbal hasil investor. Namun demikian, perlu diperhatikan bahwa nilai P pada no. 4 sebesar 0,059 ini sangat dekat dengan $\alpha = 5\%$. Sehingga jika α diturunkan sedikit menjadi 6%, maka hasil pengujian hipotesis 1 menjadi signifikan pada tingkat kepercayaan 94%.

Pengujian hipotesis 1 pada tingkat kepercayaan 94% ternyata berhasil membuktikan bahwa imbal hasil aset pada saham-saham JII lebih tinggi daripada imbal hasil investor. Seperti telah dijelaskan sebelumnya, imbal hasil aset mengasumsikan investasi secara *buy-and-hold*, sedangkan imbal hasil investor menggambarkan kegiatan *active trading* dengan lebih akurat. Sehingga dengan temuan di atas, pertanyaan penelitian pertama dapat dijawab. Yaitu, imbal hasil aset (yang mengasumsikan *buy-and-hold*) pada saham-saham JII lebih tinggi daripada imbal hasil investor (yang menggambarkan *active trading*) pada tingkat kepercayaan 94% (cukup kuat). Artinya, jika investor saham-saham JII melakukan *active trading*, ada mereka berpotensi menerima imbal hasil investor (DWR) yang lebih rendah daripada yang diukur dengan imbal hasil aset (TWR).

Sebagai ringkasan, dari pengolahan data dan pengujian hipotesis mengenai imbal hasil aset dan investor didapatkan bahwa:

- Rata-rata imbal hasil aset (TWR) dari saham-saham JII pada periode Januari 2003 hingga Desember 2007 adalah sebesar 52,76% (tahunan).
- Rata-rata imbal hasil investor (DWR) dari saham-saham JII pada periode Januari 2003 hingga Desember 2007 adalah sebesar 50,74% (tahunan).
- Imbal hasil aset (yang mengasumsikan *buy-and-hold*) pada saham-saham JII lebih tinggi 2% daripada imbal hasil investor (yang menggambarkan *active trading*) pada tingkat kepercayaan 94% (cukup kuat).

Seperti telah dijelaskan sebelumnya, imbal hasil aset mengasumsikan investasi secara *buy-and-hold*, sedangkan imbal hasil investor menggambarkan kegiatan *active trading* dengan lebih akurat. Sehingga, temuan di atas menunjukkan

bahwa imbal hasil aset (TWR) cenderung bias ke atas sebesar 2%. Sehingga, jika perhitungan DWR sulit dilakukan karena keterbatasan data atau alat, secara kasar nilai imbal hasil investor dapat didekati dengan mengurangi 2% dari nilai imbal hasil aset (TWR). Apabila ditinjau dari sisi lain, hal ini juga berarti investasi *buy-and-hold* pada saham JII secara agregat lebih menguntungkan daripada melakukan *active trading*, walaupun selisihnya hanya 2%. Dengan demikian, jika investor saham-saham JII melakukan *active trading*, maka mereka berpotensi menerima imbal hasil yang lebih rendah.

Hal tersebut memperkuat teori dari Zweig (2002) dan Dichev (2004) tentang investasi *buy-and-hold* yang lebih menguntungkan. Dichev sendiri menemukan selisih rata-rata imbal hasil *buy-and-hold* dan *active trading* sebesar 1,3% di NYSE/AMEX dan 5,3% di Nasdaq. Sedangkan Zweig menemukan selisih rata-rata sebesar 4,7% pada 6900 reksa dana di Amerika Serikat.

4.2 Analisis Aktivitas Perdagangan Saham

Berikut ini diuraikan analisis mengenai aktivitas perdagangan saham dari investor saham-saham JII. Analisis ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah investor saham-saham JII melakukan *active trading* secara reaktif dengan menambah modal sesudah imbal hasil yang tinggi dan sebelum imbal hasil sesudah rendah.

4.2.1 Korelasi antara Distribusi dengan Imbal Hasil Sebelumnya

Langkah kesebelas dalam proses penelitian ini adalah menguji hipotesis 2 dengan uji korelasi Pearson antara arus modal ke investor (yaitu distribusi bersih ke investor, atau cukup disebut distribusi) dengan imbal hasil sebelumnya. Namun, perlu dilakukan persiapan terlebih dahulu sebagai berikut.

Dari perhitungan nilai distribusi (lihat Tabel 4.9) didapat hasil dalam rentang nilai antara negatif 766 miliar (ada arus modal dari investor) sampai positif 5,541 triliun (ada arus modal ke investor). Sedangkan nilai imbal hasil pada umumnya berkisar antara -1 sampai +1. Dari perhitungan imbal hasil bulanan (lihat

Tabel 4.10) didapat hasil dalam rentang nilai antara -9.41% (ada penurunan nilai pasar portofolio) hingga 19.59% (ada kenaikan nilai pasar portofolio). Karena kedua besaran ini tidak sebanding, nilai distribusi ditimbang dulu berdasarkan rata-rata kapitalisasi pasarnya pada periode yang bersangkutan agar didapat rentang nilai yang sebanding dengan rentang nilai imbal hasil.

Maka, mula-mula nilai distribusi untuk periode 6 bulanan dijumlahkan dari semua nilai distribusi bulanan dalam periode tersebut. Kemudian nilai distribusi ini dibagi dengan rata-rata kapitalisasi pasar selama periode 6 bulanan tersebut agar rentang nilainya sesuai. Untuk mendapatkan korelasi antara distribusi dengan imbal hasil sebelumnya, data ini dibandingkan dengan imbal hasil periode 6 bulanan sebelumnya (yaitu imbal hasil aset portofolio dari Tabel 4.10). Hasil persiapan data ini disajikan di Tabel 4.13.

Tabel 4.13 Distribusi serta Imbal Hasil Sebelum dan Sesudahnya

BULAN	ATWR	TOTAL DISTRIBUSI	RATA-RATA KAPITALISAS	IMBAL HASIL SEBELUM	DISTRIBUSI / KAPITALISASI	IMBAL HASIL SESUDAH
JAN-JUN 03	75.350%	3,674,968.16	83,075,255		0.044236616	1.174785884
JUL-DES 03	117.479%	1,365,116.68	114,192,663	0.753502877	0.011954504	0.141788186
JAN-JUN 04	14.179%	-320,019.57	140,155,073	1.174785884	-0.002283325	0.758015077
JUL-DES 04	75.802%	5,080,344.66	165,426,430	0.141788186	0.030710598	0.220023879
JAN-JUN 05	22.002%	1,604,616.69	194,780,005	0.758015077	0.008238098	0.25364916
JUL-DES 05	25.365%	4,100,710.09	213,776,315	0.220023879	0.019182247	0.311274726
JAN-JUN 06	31.127%	1,356,659.56	239,455,740	0.25364916	0.005665596	1.140996929
JUL-DES 06	114.100%	7,253,419.65	309,334,477	0.311274726	0.023448468	0.117789585
JAN-JUN 07	11.779%	2,567,359.47	372,770,163	1.140996929	0.006887245	0.403777566
JUL-DES 07	40.378%	7,351,222.57	413,354,475	0.117789585	0.017784306	

Sumber: Data Bloomberg yang diolah.

Dari 10 sampel data imbal hasil periode 6 bulanan, hanya ada 9 yang bisa digunakan sebagai data imbal hasil sebelum. Hal ini karena imbal hasil sebelum periode pertama (Januari – Juni 2003) adalah imbal hasil periode Juli – Desember 2002 yang tidak tersedia dalam penelitian ini. Perhitungan nilai korelasi Pearson dilakukan oleh perangkat lunak SPSS dengan fungsi *Correlate – Bivariate (one-tailed)*. Hasil perhitungan nilai korelasi Pearson antara arus modal (distribusi) dan imbal hasil sebelum dengan SPSS disajikan di Tabel 4.14.

Tabel 4.14 Korelasi Pearson antara Distribusi dengan Imbal Hasil Sebelum

		Dist	IHSeb
Dist	Pearson Correlation	1	-.754(**)
	Sig. (1-tailed)		0.009
	N	9	9
IHSeb	Pearson Correlation	-.754(**)	1
	Sig. (1-tailed)	0.009	
	N	9	9

tailed).

Sumber: Data Bloomberg yang diolah.

Dapat dilihat pada hasil perhitungan dengan SPSS bahwa nilai korelasi Pearson antara distribusi dengan imbal hasil sebelum adalah -0,754 dengan nilai Sig (1-tailed) sebesar 0,009. Dengan temuan di atas, maka didapatkan bahwa korelasi antara arus modal ke investor dengan imbal hasil sebelumnya adalah sebesar -0,754 pada tingkat kepercayaan 99% (sangat kuat).

Selanjutnya dapat dilakukan pengujian hipotesis 2 pada tingkat kepercayaan 95% dengan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Perumusan hipotesis: H_0 dinyatakan sebagai "Korelasi antara arus modal ke investor dengan imbal hasil sebelumnya lebih besar atau sama dengan nol." Hipotesis alternatifnya adalah sebaliknya.

2. Pencarian nilai korelasi Pearson: Dari hasil pengujian hipotesis dengan SPSS dapat dilihat bahwa nilai korelasi Pearson adalah sebesar -0,754.

3. Pengujian apakah nilai korelasi Pearson negatif: Dari no. 2 didapat nilai korelasi Pearson adalah sebesar -0,754 yang kurang dari nol dengan nilai Sig (1-tailed) hasil SPSS sebesar 0,009 yang jauh lebih kecil daripada 5%. Sehingga, H_0 dapat ditolak pada $\alpha = 5\%$ atau bahkan pada $\alpha = 1\%$.

4. Pengambilan kesimpulan: Berdasarkan hasil no. 3, H_0 dapat ditolak pada $\alpha = 1\%$. Maka dapat dikatakan bahwa ada korelasi negatif antara arus modal ke investor saham-saham JII dengan imbal hasil sebelumnya pada tingkat kepercayaan 99%.

Pengujian hipotesis 2 pada tingkat kepercayaan 99% ternyata berhasil membuktikan bahwa ada korelasi negatif antara distribusi bersih ke investor saham-saham JII dengan imbal hasil sebelumnya. Seperti telah dijelaskan

sebelumnya, korelasi ini menunjukkan investor cenderung menambah modal setelah imbal hasil yang tinggi. Sehingga dengan temuan di atas, didapatkan bahwa investor saham-saham JII cenderung menambah modal setelah imbal hasil yang tinggi pada tingkat kepercayaan 99%.

4.2.2 Korelasi antara Distribusi dengan Imbal Hasil Sesudahnya

Langkah keduabelas dalam proses penelitian ini adalah mencari nilai korelasi antara arus modal ke investor (yaitu distribusi bersih ke investor, atau cukup disebut distribusi) dengan imbal hasil sesudahnya. Seperti halnya langkah sebelumnya, untuk mendapatkannya digunakan metode uji korelasi Pearson.

Dalam hal ini, dapat digunakan data distribusi dan imbal hasil sesudah hasil persiapan sebelumnya di Tabel 4.9. Dari 10 sampel data imbal hasil periode 6 bulanan, hanya ada 9 yang bisa digunakan sebagai data imbal hasil sebelum. Hal ini karena imbal hasil sesudah periode terakhir (Juli – Desember 2007) adalah imbal hasil periode Januari – Juni 2008 yang tidak tersedia dalam penelitian ini. Perhitungan nilai korelasi Pearson dilakukan oleh perangkat lunak SPSS dengan fungsi *Correlate – Bivariate (one-tailed)*. Hasil perhitungan nilai korelasi Pearson antara arus modal (distribusi) dan imbal hasil sesudah dengan SPSS disajikan di Tabel 4.15.

Tabel 4.15 Korelasi Pearson antara Distribusi dengan Imbal Hasil Sesudah

		Dist	IHSes
Dist	Pearson Correlation	1	0.091
	Sig. (1-tailed)		0.408
	N	9	9
IHSes	Pearson Correlation	0.091	1
	Sig. (1-tailed)	0.408	
	N	9	9

Sumber: Data Bloomberg yang diolah.

Dapat dilihat pada hasil perhitungan dengan SPSS bahwa nilai korelasi Pearson antara distribusi dengan imbal hasil sesudah adalah 0.091 dengan Sig (1-tailed) sebesar 0,408. Dengan temuan di atas, maka didapatkan bahwa korelasi

antara arus modal ke investor dengan imbal hasil sesudahnya adalah sebesar 0,091 pada tingkat kepercayaan 59% (sangat lemah).

Selanjutnya dapat dilakukan pengujian hipotesis 3 pada tingkat kepercayaan 95% dengan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Perumusan hipotesis: H_0 dinyatakan sebagai "Korelasi antara arus modal ke investor dengan imbal hasil sesudahnya kurang dari atau sama dengan nol." Hipotesis alternatifnya adalah sebaliknya.

2. Pencarian nilai korelasi Pearson: Dari hasil pengujian hipotesis dengan SPSS dapat dilihat bahwa nilai korelasi Pearson adalah sebesar 0,091.

3. Pengujian apakah nilai korelasi Pearson positif: Dari no. 2 didapat nilai korelasi Pearson adalah sebesar 0,091 dengan nilai Sig (1-tailed) hasil SPSS sebesar 0,408 yang lebih besar daripada 5%. Sehingga, tidak adalah alasan untuk menolak H_0 pada $\alpha = 5\%$.

4. Pengambilan kesimpulan: Berdasarkan hasil no. 3, tidak ada alasan untuk menolak H_0 pada $\alpha = 5\%$. Maka dapat dikatakan bahwa tidak ada korelasi positif antara arus modal ke investor dengan imbal hasil sesudahnya pada tingkat kepercayaan 95%.

Pengujian hipotesis 3 pada tingkat kepercayaan 95% ternyata tidak berhasil membuktikan bahwa ada korelasi positif antara distribusi bersih ke investor saham-saham JII dengan imbal hasil sesudahnya. Atau, dapat dikatakan ada korelasi positif yang sangat lemah. Seperti telah dijelaskan sebelumnya, korelasi positif menunjukkan imbal hasil cenderung turun setelah investor menambah modal. Sehingga dengan temuan di atas, didapatkan fakta bahwa imbal hasil saham-saham JII tidak selalu turun setelah investor menambah modal pada tingkat kepercayaan 95%.

4.2.3 Aktivitas Perdagangan

Dari hasil pengujian hipotesis mengenai korelasi antara distribusi bersih ke investor saham-saham JII dan imbal hasil sebelumnya, ditemukan bahwa terdapat korelasi sebesar -0,754 dengan pada tingkat kepercayaan 99% (sangat kuat). Seperti telah dijelaskan sebelumnya, korelasi yang bernilai negatif ini menunjukkan

investor secara agregat cenderung menambah modal (membeli saham) setelah mengamati imbal hasil sebelumnya tinggi. Atau, investor secara agregat cenderung menarik modal (menjual saham) setelah mengamati imbal hasil sebelumnya rendah. Sehingga temuan di atas menunjukkan bahwa investor saham-saham JII cenderung melakukan *active trading* secara reaktif dengan mengamati pergerakan saham.

Sedangkan dari hasil pengujian hipotesis mengenai korelasi antara distribusi bersih ke investor saham-saham JII dan imbal hasil sesudahnya, ditemukan bahwa terdapat korelasi sebesar 0,091 dengan nilai pada tingkat kepercayaan 59% (sangat lemah). Sesuai uraian sebelumnya, korelasi bernilai positif ini menunjukkan imbal hasil cenderung turun setelah investor secara agregat menambah modal (membeli saham). Namun walaupun positif, korelasi ini tidak signifikan secara statistik. Sehingga, temuan ini menunjukkan imbal hasil saham-saham JII tidak selalu turun setelah ada penambahan modal dari investor secara agregat.

Korelasi pertama dengan nilai negatif (sangat kuat) dan korelasi kedua dengan nilai positif (sangat lemah) ini secara umum tetap menunjukkan investor saham-saham JII telah melakukan *active trading* secara reaktif. Maka pertanyaan penelitian kedua dapat dijawab. Yaitu, investor saham-saham JII melakukan *active trading* secara reaktif dengan menambah modal sesudah imbal hasil yang tinggi dan sebelum imbal hasil sesudah rendah. Maka dapat dikatakan bahwa penggunaan metode TWR yang mengasumsikan investasi *buy-and-hold* kurang sesuai untuk digunakan dalam mengukur imbal hasil investor saham-saham JII yang sesungguhnya. Hal ini juga memperkuat teori Zweig (2002) dan Dichev (2004) tentang perilaku umum dari investor di pasar modal yang cenderung melakukan *active trading* secara reaktif.

4.3 Metode Pengukuran Imbal Hasil Historis

4.3.1 Metode Perhitungan TWR dan DWR

Dari hasil penelitian ini didapatkan temuan yang mendukung teori Zweig (2002) dan Dichev (2004). Yaitu bahwa metode perhitungan TWR sesuai untuk mengukur imbal hasil aset dengan mengasumsikan investasi *buy-and-hold*, namun

cenderung bias ke atas (*upwardly biased*) jika investor melakukan *active trading*. Dalam hal ini, metode perhitungan DWR lebih sesuai untuk mengukur imbal hasil investor yang pada umumnya melakukan *active trading* dan mampu merefleksikan pengaruh aktivitas perdagangan investor terhadap imbal hasil yang sebenarnya.

Maka pertanyaan penelitian ketiga dapat dijawab. Yaitu, bahwa metode perhitungan imbal hasil dengan DWR sesuai untuk mengukur imbal hasil investor saham-saham JII. Alasannya, ditemukan bahwa secara agregat investor saham-saham JII melakukan *active trading*, sementara metode DWR lebih akurat dalam memperhitungkan faktor *timing* dan arus modal dalam kegiatan *active trading*. Sedangkan metode perhitungan imbal hasil aset dengan TWR mengasumsikan investasi *buy-and-hold* yang tidak dilakukan oleh investor saham-saham JII pada umumnya. Sehingga, jika hanya digunakan metode perhitungan TWR saja, investor saham-saham JII berpotensi mendapatkan imbal hasil yang lebih rendah tanpa menyadarinya. Maka, terkait dengan penerapan prinsip-prinsip syariah di pasar modal Islami, penggunaan metode perhitungan ini dapat mendukung prinsip kejujuran dan keadilan bagi investor dalam hal laporan kinerja investasi.

Walaupun penelitian ini hanya menganalisis saham di pasar modal syariah, namun fakta yang ditemukan dapat berlaku pula untuk instrumen investasi yang lain seperti reksa dana syariah, ataupun saham dan reksa dana konvensional. Seperti telah diulas, penelitian ini tidak bermaksud untuk merekomendasikan penggunaan metode perhitungan imbal hasil DWR dalam segala kondisi, karena setiap metode memiliki kelebihan dan kekurangan masing-masing. Dalam hal ini, tidak berarti perhitungan imbal hasil aset (TWR) salah dan tidak boleh digunakan sama sekali. Metode perhitungan imbal hasil *buy-and-hold* seperti HPY satu periode atau TWR multiperioda tetap dapat digunakan dalam menilai kinerja manajer investasi. Hal ini karena kinerja manajer investasi tidak dapat dikaitkan dengan keputusan dan aktivitas perdagangan dari kliennya, sebab mereka tidak memegang kontrol atas *timing* dan keputusan investasi dari investor. Namun, manajer investasi tetap harus ikut bertanggung jawab untuk mengingatkan investor untuk berhenti membeli reksa dana yang sedang dalam kondisi puncak kinerjanya. Hal ini untuk menghindari kerugian jika harganya turun.

Sedangkan imbal hasil investor diperlukan agar investor dapat mengamati kinerja investasi dari sisi pandang investor sendiri sehingga dapat lebih bijak dan berhati-hati dalam mengambil keputusan investasi. Terkait penerapan prinsip-prinsip syariah di pasar modal, hal ini tentunya sejalan pula dengan prinsip kejujuran dan keadilan baik bagi investor maupun pelaku pasar modal lainnya.

Untuk itu, penulis merekomendasikan penggunaan metode DWR dalam melaporkan imbal hasil historis kepada investor di pasar modal Indonesia, di samping metode TWR yang sudah umum dikenal. Hal ini agar investor dapat dengan mudah membandingkan nilai imbal dari sisi kinerja aset (TWR) dan imbal hasil dari sisi kinerja investor (DWR). Sehingga, investor dapat lebih cermat dan tepat dalam mengambil keputusan investasinya.

4.3.2 Pengaruh Aktivitas Perdagangan pada Imbal Hasil Investor

Berikut ini diuraikan pula implikasi dari penelitian ini terkait pengaruh aktivitas perdagangan investor terhadap imbal hasil investor yang sebenarnya. Dalam hal ini, hasil penelitian ini sesuai dengan temuan Zweig dan Dichev yang menyatakan aktivitas perdagangan secara reaktif merupakan salah satu faktor penyebab lebih rendahnya imbal hasil investor (*active trading*) dibandingkan imbal hasil aset (*buy-and-hold*). Penentuan *timing* dari aktivitas investor dalam membeli dan menjual saham dapat berpengaruh imbal hasil investor. Jika investor secara reaktif menambah modal setelah imbal hasil yang tinggi (dan sebelum imbal hasil yang rendah) maka imbal hasil investor menjadi lebih rendah daripada imbal hasil aset. Hal ini disebabkan karena modal yang baru masuk akan mendapatkan imbal hasil yang lebih rendah dibandingkan modal yang sudah ada sebelumnya.

Terkait dengan konsep investasi di pasar modal syariah, perlu dikaji pula perspektif ekonomi dan keuangan Islam terkait kedua pola investasi ini. Metwally (1995), Chapra (2000), Obaidullah (2001) serta Ash-Shawi dan Al-Mushlih (2004) menyatakan bahwa ajaran Islam lebih mendorong investasi dalam jangka panjang dengan berhati-hati. Hal ini antara lain agar investor tidak tergelincir dalam kegiatan spekulasi (*maysir*) jangka pendek dan investor kecil tidak dirugikan oleh investor besar. Bahkan Chapra menyatakan bahwa investor sejati tidak akan terlibat dalam perdagangan saham jangka pendek.

Karena itu, penulis merekomendasikan sosialisasi dari prinsip investasi jangka panjang bagi investor di pasar modal syariah. Secara praktik, pola investasi jangka panjang yang bijak dan cermat juga akan membuat pasar modal syariah menjadi lebih stabil dengan mengurangi volatilitas bursa akibat aksi spekulasi baik yang disengaja maupun tidak. Dengan demikian, investasi di pasar modal syariah dapat menjadi alternatif investasi yang menguntungkan dengan risiko yang terkontrol.

Namun demikian, penulis tidak bermaksud untuk merekomendasikan investasi *buy-and-hold* tanpa pilihan lain. Tidak semua kegiatan *active trading* selalu menyebabkan imbal hasil investor menjadi berkurang dibandingkan investasi *buy-and-hold*, karena kegiatan *active trading* yang dilakukan cermat dapat pula menguntungkan. Dalam hubungannya dengan prinsip investasi di pasar modal syariah, kegiatan *active trading* secara bijak dapat pula dilakukan. Asalkan, dilakukan dengan orientasi jangka panjang dan tetap memperhatikan faktor fundamental bisnis dan keuangan emiten serta faktor makro ekonomi,

Dalam hal ini, investor perlu berhati-hati dalam berinvestasi dan tidak reaktif membeli saham semata hanya karena ada imbal hasil (kenaikan harga) yang tinggi dalam jangka pendek. Terlebih lagi jika imbal hasil ini dihitung metode TWR yang mengasumsikan investasi *buy-and-hold* tanpa memperhitungkan setiap aktivitas perdagangan investor sebelumnya secara agregat.

Lebih jauh, jika biaya-biaya transaksi seperti *management fee* pada saham atau *subscription/redemption fee* pada reksa dana juga diperhitungkan, keuntungan riil yang didapatkan dari kegiatan *active trading* bisa lebih rendah lagi. Dalam laporan kinerja investasi di pasar modal berupa imbal hasil historis, nilai biaya-biaya transaksi sebelumnya amat jarang atau bahkan tidak pernah dilaporkan. Tentunya hal ini dapat membuat investor atau calon investor, yang tidak menganalisis lebih lanjut imbal hasil historis yang dilaporkan, mengambil keputusan yang salah.