

BAB II

LANDASAN TEORI

II. 1. Investasi

Aktivitas investasi terjadi ketika ada aliran dana/modal dari satu pihak yang kelebihan dana ke pihak lain yang membutuhkan dana/modal. Investasi merupakan hal yang penting bagi pertumbuhan ekonomi suatu negara. Perusahaan dan bisnis-bisnis baru tidak dapat berkembang tanpa arus investasi yang lancar. Demi melancarkan pertemuan kedua pihak yang berkaitan dengan investasi, didirikanlah bank sebagai lembaga keuangan yang berperan sebagai intermediasor antara pihak yang kelebihan dana dan pihak yang membutuhkan dana. Selain bank, lembaga keuangan lain seperti asuransi dan dana pensiun juga melakukan penyaluran dana. Tapi, bank adalah satu-satunya lembaga yang dapat menghimpun dana langsung dari masyarakat.

Investasi dapat dilakukan pada dua sektor: sektor riil dan sektor finansial. Pada sektor riil, investor menanamkan modalnya langsung kepada proyek-proyek usaha, akuisisi usaha lain, merger, lahan, serta pendirian usaha atau bisnis baru seperti wiraswasta. Sementara itu, investasi pada sektor finansial melibatkan instrumen-instrumen keuangan yang biasa disebut dengan sekuritas. Ada dua pasar pada investasi sektor finansial: pasar uang dan pasar modal. Pasar uang adalah tempat transaksi instrumen keuangan jangka pendek yang kurang dari satu tahun, seperti obligasi tanpa kupon. Pasar modal adalah tempat transaksi instrumen keuangan jangka panjang yang lebih dari satu tahun, seperti saham dan obligasi dengan kupon.

Bodie dkk (2001) menuliskan bahwa aset finansial merupakan klaim terhadap keuntungan yang dihasilkan dari aset riil. Itulah sebabnya, investasi pada aset finansial sering dikatakan tidak berkontribusi secara langsung pada pertumbuhan ekonomi, beda dengan aset riil yang dampaknya terasa langsung pada ekonomi.

II. 2. Teori Reksa Dana

II. 2. 1. Pengertian Reksa Dana

Dalam Bahasa Indonesia, istilah reksa dana berasal dari kata reksa yang berarti menjaga atau memelihara, dan dana yang berarti uang atau sekumpulan uang. Jadi, dapat disimpulkan bahwa reksa dana adalah sekumpulan uang yang dipelihara untuk suatu tujuan atau kepentingan tertentu.

Sementara, UU no. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal menyebutkan bahwa reksa dana adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan pada portfolio efek (instrumen investasi) oleh manajer investasi.

Berdasarkan definisi di atas, A. H. Manurung (2008) menurunkan karakteristik reksa dana yaitu:

- Adanya kumpulan dana dan pemilik, dimana pemilik reksa dana adalah berbagai pihak yang menginvestasikan dananya ke reksa dana. Investor tersebut dapat perorangan ataupun lembaga
- Reksa dana diinvestasikan pada portfolio efek berupa instrumen investasi. Instrumen investasi tersebut antara lain deposito, surat utang jangka pendek, surat utang jangka panjang, obligasi, saham, serta efek derivatif. Manajer investasi mengalokasikan dana sesuai besaran yang berbeda-beda pada setiap efek. UU Pasar Modal melarang manajer investasi menginvestasikan reksa dananya ke dalam reksa

dana lain.

- Reksa dana dikelola oleh manajer investasi. Manajer investasi dapat dapat diperhatikan dari dua sisi yaitu sebagai lembaga atau perorangan. Sebagai lembaga, manajer investasi harus mempunyai izin perusahaan dari Bapepam. Perusahaan yang mempunyai izin harus memiliki orang yang mempunyai izin sebagai pengelola dana.

- Reksa dana merupakan instrumen investasi jangka menengah dan panjang. Hal ini tersirat karena umumnya reksa dana menginvestasikan dananya ke instrumen investasi jangka panjang.

- Reksa dana merupakan produk investasi yang berisiko. Risiko reksa dana sama seperti risiko portfolio efek, karena pada dasarnya reksa dana adalah portfolio efek dengan investor yang beragam (bukan hanya satu orang).

II. 2. 2. Bentuk Hukum Reksa Dana

Reksa dana dapat didirikan dalam dua bentuk, yaitu:

- Reksa dana perseroan

Reksa dana perseroan (PT) merupakan badan hukum tersendiri yang didirikan untuk melakukan kegiatan reksa dana. Reksa dana ini berdiri sesuai dengan ketentuan badan hukum perseroan yang berlaku di Indonesia. Untuk mendirikannya, pendiri harus mendirikan PT terlebih dahulu kemudian menunjuk manajer investasi dan bank kustodian. Reksa dana PT memiliki anggaran dasar, pemegang saham, pengurus, dan direksi sendiri. Reksa dana PT harus mendapatkan izin usaha dari Bapepam sebelum dapat melakukan penawaran umum kepada masyarakat. Efek yang dikeluarkan oleh reksa dana PT berupa saham. Perusahaan penerbit menghimpun dana dengan menjual saham, lalu hasil penjualan tersebut

diinvestasikan pada berbagai jenis efek baik itu yang berbasis ekuitas maupun utang. Pengelolaan portfolio efek dilakukan oleh manajer investasi, sementara penyimpanan dan pengadministrasiannya dilakukan oleh bank kustodian. Manajer investasi dan bank kustodian bekerja berdasarkan kontrak penunjukkan oleh reksa dana PT.

- Reksa dana kontrak investasi kolektif (KIK)

Reksa dana KIK tidak berbentuk badan hukum sendiri. D. Siamat (2005) mengartikan KIK adalah kontrak antara manajer investasi dan bank kustodian yang mengikat investor, dimana manajer investasi diberi wewenang untuk mengelola portfolio, dan bank kustodian diberi wewenang untuk melakukan penitipan dana kolektif. Efek yang dikeluarkan oleh reksa dana KIK adalah unit penyertaan (UP). Investor menyerahkan dananya dalam bentuk pembelian unit penyertaan lalu memercayakan pengelolaannya pada manajer investasi. Manajer investasi mengelola dana berbentuk portfolio milik investor secara bersama-sama. Perusahaan efek yang telah mendapat izin manajer investasi dari Bapepam dapat mendirikan reksa dana KIK, beda dengan reksa dana PT yang harus mendirikan PT dahulu.

II. 2. 3. Sifat Operasional Reksa Dana

Berdasarkan sifat operasionalnya, reksa dana dibagi menjadi dua jenis, yaitu reksa dana tertutup (*closed-end*) dan reksa dana terbuka (*opened-end*). Perbedaan kedua sifat reksa dana ini dirangkum dalam Tabel 2.1

Tabel 2.1 Perbedaan Reksa Dana Tertutup dan Reksa Dana Terbuka

Kriteria	Reksa dana tertutup	Reksa dana terbuka
Perbedaan Penjualan saham/ UP	Terbatas, sesuai dengan modal dasar pada anggaran dasar. Apabila mau menambah penjualan saham, maka harus mengubah jumlah modal dasar pada anggaran dasar.	Penjualan UP dapat dilakukan terus-menerus selama ada investor yang mau membeli.
Penerimaan investor baru	Tergantung jumlah saham yang sudah dikeluarkan, apabila sudah lebih dari ketentuan anggaran dasar maka anggaran dasar harus diubah dulu.	Bisa menerima investor terus-menerus
Penjualan kembali saham/UP	Investor tidak dapat menjual kembali saham-saham yang telah dibeli pada perusahaan yang membentuk reksa dana.	Investor dapat menjual kembali UP kepada manajer investasi.
Pembentukan harga jual/beli saham reksa dana/UP	Jual beli saham reksa dana dilakukan di bursa efek dengan harga berdasarkan mekanisme pasar. NAB hanya indikator harga.	UP tidak dicatatkan pada bursa, investor dapat menjual beli UP secara langsung berdasarkan NAB.
Waktu pengumuman dan perhitungan NAB	NAB dihitung dan diumumkan hanya satu kali dalam satu minggu	NAB dihitung dan diumumkan setiap hari.

II. 2. 4. Jenis-Jenis Reksa Dana

Bapepam menguraikan jenis investasi reksa dana yang diizinkan di Indonesia, secara garis besar yaitu sebagai berikut:

1. Reksa dana pasar uang

Reksa dana pasar uang menginvestasikan dananya pada instrumen pasar uang, diantaranya adalah Sertifikat Bank Indonesia (SBI), Sertifikat Deposito, deposito berjangka, surat berharga pasar uang atau obligasi jangka pendek. Reksa dana ini biasanya disebut memiliki risiko terendah dibanding jenis-jenis lain.

2. Reksa dana terproteksi

Reksa dana ini memberikan proteksi atas investasi awal yang disetorkan. Jadi, pokok investasi awal investor tidak akan berkurang hingga akhir tempo. Tapi, proteksi ini berlaku hanya apabila investor mencairkan dananya pada akhir periode perjanjian. Apabila investor melakukan pencairan sebelum periode perjanjian, maka akan mengalami kerugian karena tidak membuat nilai pokok awal investasi sama dengan pada akhir periode investasi. Biasanya, investasi dilakukan pada aset berpendapatan tetap dengan jangka waktu tertentu, misalnya obligasi.

3. Reksa dana pendapatan tetap

Reksa dana ini menginvestasikan sebagian besar dana investor (minimal 80%) ke dalam instrumen surat utang atau obligasi jangka menengah. Sementara sisa dana biasanya diinvestasikan pada aset bebas risiko atau instrumen pasar uang. Obligasi yang dibeli biasanya adalah Surat Utang Negara (SUN) dan obligasi dari perusahaan swasta.

4. Reksa dana saham

Reksa dana ini menggunakan sebagian besar dana (minimum 80%) untuk membeli saham. Sisa dana biasanya diinvestasikan pada instrumen pasar uang atau

obligasi. Pembagian proporsi dana ini penting karena reksa dana juga mengikuti prinsip diversifikasi dan *trade-off* portfolio. Reksa dana saham umumnya memberikan imbal hasil tertinggi, tapi juga mempunyai risiko tertinggi. Sisa dana yang 20% dapat memberikan imbal hasil yang lebih stabil, menjaga likuiditas, dan mengurangi ekspos terhadap pergolakan harga saham di bursa.

5. Reksa dana campuran

Para manajer investasi bisa menyebar dana investasinya pada macam-macam instrumen, bisa saham, pasar uang, atau obligasi dengan porsi yang beraneka ragam. Masing-masing produk reksa dana campuran dapat berbeda komposisi portfolionya, tapi harus tercantum pada prospektusnya. Contoh komposisinya adalah instrumen efek ekuitas 25%-75%, instrumen utang dan pasar uang 25%-75%.

II. 2. 5. Perhitungan Nilai Aktiva Bersih (NAB)

NAB adalah perhitungan tingkat pengembalian dari reksa dana. Biasanya, pada awal reksa dana nilai awal NAB adalah Rp 1000. Untuk mengetahui cara perhitungan NAB, kita harus mengerti dulu istilah-istilah yang digunakan dalam perhitungan. Total NAB adalah total nilai aset yang dimiliki reksa dana tersebut, baik itu berupa harga saham, obligasi, maupun jumlah kas dalam deposito. Lalu, unit penyertaan (UP) adalah bagian kepemilikan investor reksa dana terbuka, yang besarnya tergantung jumlah dana yang diinvestasikan investor, atau dapat dikatakan jumlah pembelian unit penyertaan investor.

NAB dihitung setiap hari oleh bank kustodian berdasarkan nilai wajar dari aset-aset yang ada di dalam portfolio reksa dana.

NAB disebut 'bersih' karena perhitungan NAB sudah mencakup biaya-biaya seperti biaya pengelolaan investasi, biaya bank kustodian, biaya akuntan publik, dan lain-

lain. NAB yang dipublikasikan telah mencerminkan nilai bersih investasi yang diterima investor.

Jadi, perhitungan total NAB adalah:

$$\text{Total NAB} = \text{Nilai Aktiva} - \text{Total Kewajiban} \quad (2.1)$$

NAB yang akan didapatkan investor adalah NAB/unit yang diperoleh melalui:

$$\text{NAB/unit} = \frac{\text{Total NAB}}{\text{Unit Penyertaan}} \quad (2.2)$$

Jumlah yang akan didapat investor adalah NAB/unit dikali unit penyertaan yang dimiliki investor.

II. 2. 6. Manfaat dan Keuntungan Reksa Dana

Sebagai portfolio efek, reksa dana juga memiliki manfaat dan keuntungan diversifikasi risiko yang utama. Tapi, selain itu reksa dana juga memiliki keuntungan khas.

D. Siamat (2005) menguraikan manfaat dan keuntungan tersebut.

1. Likuiditas

Pada reksa dana terbuka, investor dapat menjual kembali unit penyertaannya pada manajer investasi, dan manajer investasi wajib membeli sesuai dengan NAB. Ini berarti investor tidak perlu menunggu pembeli yang berminat seperti penjualan saham atau obligasi di bursa. Maka, likuiditas reksa dana dijamin.

2. Diversifikasi

Investasi reksa dana berisi beragam instrumen investasi yang berbeda-beda risikonya. Apabila manajer investasinya aktif, maka komposisi aset dapat berubah-ubah sehingga nilainya maksimum.

3. Pengelolaan yang profesional

Manajer investasi mempunyai orang-orang yang memiliki pengalaman dan keahlian dalam investasi, baik pasar uang maupun pasar modal. Bahkan, untuk menjadi manajer investasi diperlukan izin khusus dari Bapepam.

4. Biaya lebih rendah

Biaya transaksi dapat ditekan oleh pengelola reksa dana karena dananya berjumlah besar. Hal ini berpengaruh pada investor. Biaya transaksi investor akan lebih tinggi apabila melakukan investasi sendiri. Selain itu, dana yang dikeluarkan investor untuk membeli efek pun lebih kecil dibanding membeli sendiri.

5. Pelayanan tambahan

Manajer investasi dapat menawarkan pelayanan tambahan bagi investor. Misalnya, melakukan reinvestasi otomatis terhadap dividen atau *capital gain* yang seharusnya diterima investor sehingga investasinya jadi lebih besar. Manajer investasi juga dapat memberi masukan-masukan investasi.

II. 2. 7. Risiko Reksa Dana

Seperti yang sudah dikatakan di atas, reksa dana memiliki risiko seperti portfolio efek serta risiko yang umum terjadi pada investasi. Manurung (2008) menurunkan risiko reksa dana yang dirangkum dari berbagai prospektus, yaitu:

- Risiko ekonomi, yaitu kondisi faktor makroekonomi yang dapat mempengaruhi NAB
- Risiko fluktuasi NAB yang terjadi karena adanya perubahan dalam portfolio, atau perubahan kebijakan pemerintah yang tidak dapat dikendalikan manajer investasi. Risiko ini termasuk berubahnya unit penyertaan investor.
- Risiko likuiditas apabila reksa dana tidak mampu membayar karena portfolio yang tidak dapat dijual atau adanya investor yang melakukan pencairan besar-

besaran reksa dana.

•Risiko pertanggung jawaban atas harta/kekayaan reksa dana apabila ada instrumen investasi yang tidak dibayar akibat *force major* sehingga diperlukan asuransi oleh bank kustodian. Risiko ini termasuk apabila ada gagal bayar dari aset yang diinvestasikan.

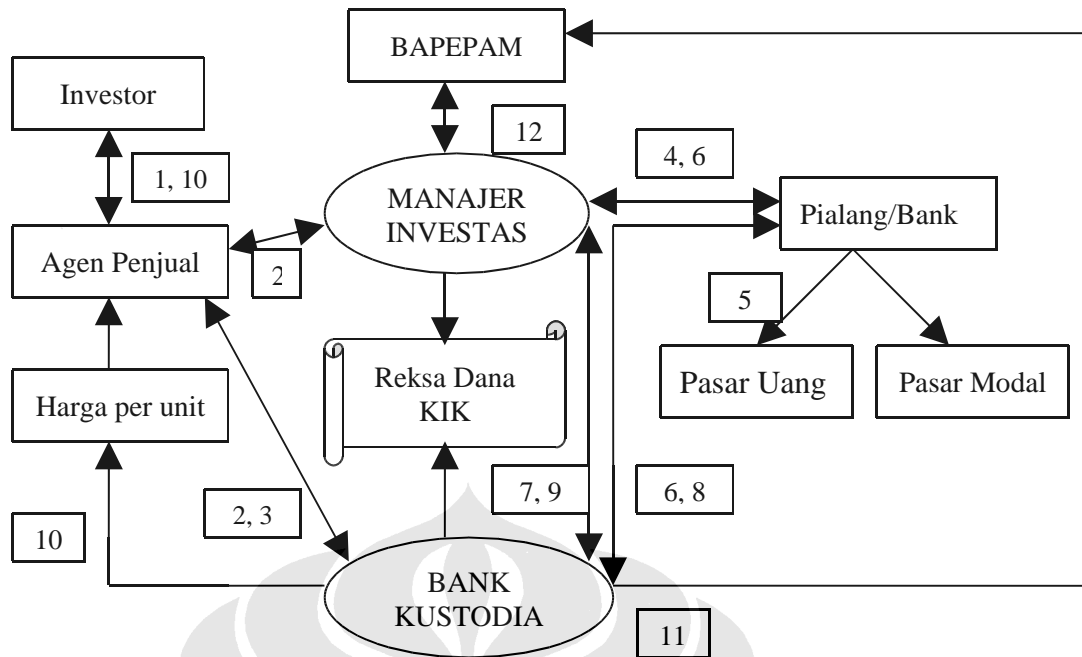
II. 2. 8. Mekanisme Operasional Reksa Dana

Kegiatan operasional reksa dana melibatkan beberapa pihak utama antara lain:

1. Bapepam sebagai regulator dan penerima laporan perubahan nilai reksa dana dari bank kustodian
2. Manajer investasi sebagai pengelola aset reksa dana dan memutuskan transaksi jual-beli.
3. Bank kustodian sebagai tempat penyimpanan dana hasil investasi reksa dana, pencatat transaksi dan melakukan perhitungan NAB, serta penerima dan pembayar transaksi yang diputuskan oleh manajer investasi.

Menurut Pratomo, alur kerja pihak-pihak utama dan pihak penunjang reksa dana lainnya dapat digambarkan melalui bagan berikut ini:

Gambar 3.1 Hubungan antarpihak dalam kegiatan operasional reksa dana



Sumber gambar: Pratama, Eko P.

Penjelasan alur kerja pihak-pihak tersebut sesuai dengan simbol angkanya secara singkat yaitu:

1. Transaksi pembelian, penjualan, dan pengalihan unit penyertaan
2. Informasi masuknya dana investasi (pembelian) atau kebutuhan pencairan dana (penjualan)
3. Penyetoran dana masuk atau pembayaran atas penjualan unit penyertaan
4. Perintah transaksi investasi jual/beli bisa melalui bank atau pialang
5. Eksekusi transaksi oleh pialang atau bank ke pasar uang atau pasar modal
6. Pelaporan transaksi kepada bank kustodian dan manajer investasi
7. Perintah penyelesaian transaksi kepada bank kustodian
8. Eksekusi penyelesaian transaksi dan penyimpanan aset
9. Laporan valuasi harian kepada manajer investasi
10. Perhitungan dan informasi NAB/unit dan kepemilikan unit
11. Laporan kepada Bapepam
12. Bapepam melakukan pengawasan terhadap operasional reksa dana

II. 3. Reksa Dana Syariah

II. 3. 1. Pengertian Reksa Dana Syariah

Fatwa Dewan Syariah Nasional nomor 20/DSN-MUI/IV/2001 menuliskan bahwa reksa dana syariah adalah reksa dana yang beroperasi menurut ketentuan dan prinsip Syariah Islam, baik dalam bentuk akad antara investor sebagai pemilik harta (*sahib 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 (pemilik aset yang diinvestasikan).

Pengertian di atas memperlihatkan bahwa pada dasarnya pelaku reksa dana syariah sama seperti reksa dana konvensional, seperti adanya investor, manajer investasi, dan bank kustodian. Bedanya adalah hukum yang mendasarinya adalah hukum Islam (syariah), dengan ketentuan investasi seperti yang akan diuraikan pada bagian selanjutnya. Di Indonesia, reksa dana syariah belum sebanyak reksa dana konvensional, tapi jumlahnya terus meningkat seiring dengan bertumbuhnya lembaga keuangan syariah seperti bank, asuransi, dan manajemen investasi syariah.

II. 3. 2. Ekonomi Syariah

Ekonomi syariah adalah sistem ekonomi yang berfokus pada pemenuhan kebutuhan hidup umat manusia dan menjaga keberlangsungannya, dengan berpegang pada ajaran serta nilai-nilai agama Islam¹.

Ajaran Islam bersumber dari Al-Quran dan As-Sunnah, dan terdiri atas tiga aspek utama, yaitu aqidah (keimanan), syariah (hukum), dan akhlak (sikap). Akidah adalah pokok-pokok keimanan dan kepercayaan yang harus diyakini kebenarannya oleh manusia. Syariah adalah peraturan dan hukum dari Allah SWT yang berisi perintah dan larangan

¹ Wibisono, Yusuf., 2007. Ekonomi Syariah: Apa dan Mengapa

kepada manusia. Maqashid syariah adalah tujuan yang ingin dicapai melalui hukum dan moral Islam. Hukum Islam dibagi dua yaitu: ibadah (hukum yang berkaitan dengan hubungan manusia dan Allah) dan muamalah (hukum yang berkaitan dengan hubungan antarmanusia).

Praktek keuangan adalah aspek muamalah yang penting dalam Islam. Kegiatan finansial sangat dibutuhkan untuk mensejahterakan rakyat, dan akhirnya memajukan kepentingan umum yang sesuai dengan maqashid syariah. Hukum Islam memiliki peraturan yang lebih keras pada pasar finansial dibanding pasar riil, karena pasar finansial punya keunikan tersendiri yang berkesempatan lebih besar dalam melakukan praktek korupsi.

II. 3. 3. Ketentuan Investasi Syariah

Aktivitas investasi adalah salah satu praktek ekonomi yang diatur dalam Islam. Investasi syariah adalah aktivitas penyaluran dana/modal dari pihak yang kelebihan dana ke pihak yang membutuhkan dana, dengan berpegang pada ajaran muamalah Islam.

Nejatullah M. Siddiqi (2004) menguraikan pembatasan-pembatasan syariah Islam mengenai transaksi ekonomi dan investasi adalah:

- Bebas dari riba. Ada dua macam riba: *riba al-nasi'a* dan *riba al-fadl*. *Riba al-nasi'a* adalah kelebihan, atau penambahan dari pengembalian utang yang tidak seharusnya. Jumhur ulama sepakat memasukkan seluruh bentuk *interest-bearing loans* sebagai *riba al-nasi'a*. Sementara itu *riba al-fadl* adalah memperdagangkan barang dengan jenis yang sama dalam kuantitas yang berbeda.

- Bebas dari gharar. *Gharar* mencakup transaksi dengan informasi yang tidak lengkap serta adanya resiko dan ketidakpastian yang melekat pada objek transaksi.

- Tidak menginvestasikan dana ke usaha-usaha yang memiliki kegiatan yang bertentangan dengan ajaran Islam, yaitu: hiburan (musik, film, dsb), perbankan dan keuangan, perhotelan, makanan/minuman yang diharamkan seperti yang mengandung babi atau alkohol, perjudian, rokok.

Bapepam LK sebagai badan regulasi kegiatan pasar modal telah mengeluarkan Daftar Efek Syariah (DES) yang penyusunannya bekerja sama dengan Dewan Syariah Nasional. DES adalah panduan investasi bagi para investor yang menginginkan investasi yang kehalalannya terjamin. Panduan ini juga berlaku untuk manajer investasi yang mengelola reksa dana syariah. DES berisi efek-efek, baik itu obligasi atau saham, yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah serta peraturan lain yang telah ditetapkan. Peraturan itu antara lain pembatasan-pembatasan hukum Islam seperti diatas, ditambah dengan ketentuan-ketentuan sebagai berikut:

- Surat berharga syariah yang diterbitkan oleh Negara Republik Indonesia, sukuk yang diterbitkan oleh Emiten atau Perusahaan Publik termasuk obligasi syariah, efek beragun aset syariah, dan efek berupa saham.
- Tidak melakukan perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang/jasa;
- tidak melakukan perdagangan dengan penawaran atau permintaan palsu;
- tidak melebihi rasio-rasio keuangan sebagai berikut:
 - a) total hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82% (hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 45%:55%); dan
 - b) total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan (revenue) tidak lebih dari 10%.

II. 3. 4. Mekanisme Operasional Reksa Dana Syariah

Fatwa Dewan Syariah Nasional menguraikan garis besar mekanisme operasional reksa dana dari sisi hukum Islam, yaitu sebagai berikut:

- Akad antara investor dengan manajer investasi dilakukan dengan sistem *wakalah*. Akad *wakalah* adalah ketika investor memberikan mandat kepada manajer investasi untuk melaksanakan investasi bagi kepentingan investor, sesuai dengan ketentuan yang tercantum dalam Prospektus.

- Akad antara manajer investasi dan pengguna investasi dilakukan dengan sistem *mudharabah*. Karakteristik sistem *mudharabah* adalah: Pembagian keuntungan antara investor (*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 investor, dan investor hanya menanggung resiko sebesar dana yang telah diberikan. Manajer investasi sebagai wakil tidak menanggung resiko kerugian atas investasi yang dilakukannya sepanjang bukan karena kelalaiannya (*gross negligence/tafrith*).

II. 3. 5. Jenis-jenis Reksa Dana Syariah

Pada dasarnya, reksa dana syariah memiliki jenis yang sama dengan reksa dana konvensional. Perbedaannya terletak pada aset yang diinvestasikan. Berikut adalah beberapa jenis reksa dana syariah di Indonesia:

1. Reksa dana pendapatan tetap

Reksa dana ini menginvestasikan sebagian besar dananya pada obligasi syariah (ijarah) jangka menengah. Sisa dana diinvestasikan pada aset bebas risiko

dan instrumen pasar uang yang sesuai prinsip syariah, seperti Sertifikat Wadiah Bank Indonesia (SWBI), atau deposito pada bank umum syariah.

2. Reksa dana saham

Reksa dana ini menginvestasikan sebagian besar dana pada saham dari perusahaan yang dianggap sesuai ketentuan syariah yang tercakup dalam Jakarta Islamic Index (JII) atau DES. Sisa dana biasanya diinvestasikan pada SWBI.

3. Reksa dana campuran

Reksa dana ini mempunyai beragam instrumen investasi seperti saham, obligasi, dan pasar uang yang semuanya harus sesuai prinsip syariah. Komposisi tiap aset sesuai yang tercantum di prospektus.

II. 3. 6. Manfaat dan Risiko Reksa Dana Syariah

Risiko dan manfaat reksa dana syariah secara umum sama dengan reksa dana konvensional. Tapi, manfaat utama reksa dana syariah adalah investor memiliki keyakinan bahwa investasinya halal, dan ketenangan bahwa dananya tidak akan ditaruh pada perusahaan yang haram (tidak sesuai prinsip syariah). Investor bukan hanya menambah kesejahteraan lewat investasi, tapi juga mendapatkan ridho Allah swt karena meraihnya dengan investasi yang halal.

II. 4. Teori Manajemen Portfolio

Emery dkk (2004) mendefinisikan portfolio sebagai investasi yang dilakukan pada sekelompok aset. Tujuan investor melakukan portfolio asetnya adalah untuk mendiversifikasi aset yang akhirnya akan mengurangi atau mendiversifikasi risiko. Tujuan ini sejalan dengan prinsip diversifikasi, yaitu ketika aset dengan imbal hasil yang sedang tinggi akan menutup aset dengan imbal hasil yang sedang rendah. Investor yang rasional

dianggap akan lebih memilih asetnya dalam portfolio daripada 'menaruhnya dalam satu keranjang'.

Dalam teori manajemen portfolio, investor memiliki dua pilihan aset untuk dimasukkan dalam portfolionya. Aset pertama adalah aset bebas risiko (*risk-free asset*). Aset bebas risiko adalah aset yang tidak memiliki deviasi standar, atau aset yang imbal hasilnya di masa depan dapat dipastikan. Biasanya, aset keluaran pemerintah (US treasury bills, SBI, dsb) dianggap sebagai aset bebas risiko karena tidak mungkin gagal bayar. Secara kenyataan, aset bebas risiko tidak ada karena aset pemerintah pun masih mungkin gagal bayar walaupun kecil risikonya. Karena kecil sekali risikonya inilah aset keluaran pemerintah dianggap aset bebas risiko. Aset kedua adalah aset berisiko. Aset berisiko adalah semua aset di pasar (saham, obligasi, dsb) kecuali aset yang dianggap bebas risiko. Investor akan mengkombinasikan aset bebas risiko dan aset berisiko dalam portfolionya. Hal ini dikarenakan adanya prinsip *trade-off* dalam manajemen portfolio, yaitu aset yang berisiko tinggi seharusnya memiliki imbal hasil yang tinggi, sementara aset berisiko rendah memiliki imbal hasil yang rendah pula.

Perhitungan imbal hasil portfolio aset sederhananya adalah rata-rata tertimbang dari imbal hasil aset individu. Sementara, perhitungan risikonya bukanlah kombinasi dari risiko tiap aset individu. Portfolio memiliki dua risiko spesifik, yaitu risiko yang dapat didiversifikasi dan risiko yang tidak dapat didiversifikasi. Risiko yang tidak dapat didiversifikasi biasanya disebut risiko pasar karena risiko ini adalah bagian dari risiko aset yang berhubungan dengan portfolio pasar. Portfolio pasar adalah portfolio yang berisi semua aset berisiko yang ada di pasar.

Tentunya, untuk mencapai tujuan sesuai prinsip diversifikasi, investor harus mempunyai portfolio yang memiliki imbal hasil maksimum pada tiap tingkat risiko tertentu dan memiliki risiko minimum untuk tiap imbal hasil tertentu. Portfolio yang memiliki

kriteria ini disebut portfolio yang efisien². Pilihan portfolio yang efisien digambarkan dalam kurva yang disebut *efficient frontier*. Emery dkk (2004) mengatakan bahwa investor akan memutuskan untuk memilih portfolio yang mendominasi porsi terbesar dari *efficient frontier*.

II. 4. 1. Evaluasi Kinerja Portofolio

Pada hakikatnya, investor dan manajer investasi mengevaluasi kinerja portofolio dengan cara membandingkan imbal hasil satu portofolio dan portofolio lainnya. Menurut Elton dan Gruber dkk (2001), portofolio yang dapat dibandingkan harus memenuhi syarat-syarat tertentu agar dapat benar-benar dibandingkan. Syarat-syarat itu adalah memiliki risiko dan kendala-kendala yang mirip (sama).

Ada dua ukuran risiko yang biasa digunakan, yaitu risiko nonsistematis dan risiko sistematis. Risiko nonsistematis, yang biasa disebut risiko total, adalah risiko yang dapat hilang melalui diversifikasi aset dalam portofolio. Oleh karena itu, risiko ini disebut juga *diversifiable risk*. Risiko nonsistematis diukur dengan deviasi standar. Risiko sistematis adalah risiko yang tidak dapat hilang melalui diversifikasi aset dalam portofolio. Oleh karena itu, risiko ini disebut juga *nondiversifiable risk* dan diukur dengan beta. Beta juga digunakan untuk mengukur sensitivitas sekuritas terhadap pasar.

Manajer investasi dapat memilih untuk mengelola aset secara pasif atau aktif. Strategi pengelolaan portofolio pasif mengasumsikan bahwa pasar sangatlah efisien, maka harga sekuritas di pasar adalah harga yang wajar yang mencerminkan seluruh informasi yang tersedia. Akibatnya, manajer investasi tidak akan dapat mengalahkan pasar, atau tidak sukses melakukan peramalan pasar (*market timing*) dan pemilihan saham (*stock selection*). Portfolionya sangat terdiversifikasi dan komposisi efeknya jarang mengalami perubahan.

² Emery dkk (2004) mendefinisikan portfolio yang efisien sebagai “*one that provides the highest expected return for a given amount of risk and the lowest risk for a given expected return*”.

A. H. Manurung (2008) menyatakan bahwa strategi portfolio pasif ditandai dengan tingkat *turnover* perdagangan yang rendah, biaya transaksi yang kecil, selalu mengurangi pengeluaran pengelolaan, dan risiko yang cukup kecil. Bodie dkk (2007) menyatakan bahwa manajer investasi akan melakukan strategi beli dan tahan, karena tidak membutuhkan menjual-beli sekuritas secara berkala. Strategi paling umum dalam pengelolaan pasif portfolio adalah membentuk portfolio indeks yang didesain untuk mereplikasi indeks tertentu di pasar.

Sementara, manajer investasi yang mengelola asetnya secara aktif akan terus menganalisis harga sekuritas dan mencari sekuritas dengan harapan bisa mendapat imbal hasil abnormal. Komposisi aset dalam portfolio seringkali berubah dan manajer investasi sering melakukan jual-beli saham apabila ada saham lain yang menjanjikan imbal hasil lebih tinggi dibanding yang sudah ada dalam portfolionya. Sebelum melakukan jual-beli, tentunya manajer investasi harus dapat meramalkan pasar untuk mendapatkan imbal hasil yang optimal melalui pemanfaatan kondisi pasar yang tidak efisien. Pada pasar yang tidak efisien, harga sekuritas belum tentu mencerminkan harga wajar, karena harga tidak merefleksikan seluruh informasi. Ini berarti ada saham yang dihargai dibawah harga wajarnya (*undervalued*), dan saham inilah yang biasanya dipilih-pilih oleh manajer investasi.

Oleh karena itu, aktivitas *market timing* dan *selectivity* adalah bagian dari pelaksanaan strategi aktif pengelolaan portfolio efek.

II. 5. Teori Pengukuran Waktu dan Penyeleksian

Bagi investor yang akan mengambil keputusan investasi, penting juga untuk mengetahui aspek-aspek yang dapat mempengaruhi kinerja portofolionya. Elton Gruber dkk mengedepankan dua aspek yang dapat membentuk kinerja. Aspek pertama adalah

diversifikasi. Diversifikasi biasanya diukur dengan persentase dari risiko total yang dipengaruhi oleh pergerakan pasar³. Pergerakan pasar disini biasanya diwakili oleh indeks pasar, atau pada Indonesia oleh Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Portofolio disebut terdiversifikasi dengan baik apabila mayoritas risiko yang muncul diakibatkan oleh pergerakan pasar. Atau, dapat pula dikatakan bahwa risiko yang muncul bukan berasal dari efek yang ada di dalam portofolio, karena portofolio tersebut sudah didiversifikasi dengan baik. Apabila terdapat dominasi risiko nonpasar, berarti portofolio tersebut menanggung risiko ekstra. Agar investor mau menanggung risiko ekstra tersebut, maka harus ada imbal hasil ekstra yang didapat.

Jensen (1968) mengatakan bahwa untuk mengukur kinerja portfolio yang dikelola, maka kita perlu menambahkan konstanta alpha sebagai simbol adanya kemampuan lebih yang dimiliki oleh si pengelola portfolio (manajer). Dengan pengetahuan lebih yang dimilikinya, pengelola portfolio dapat memprediksi harga sekuritas di masa depan dan portofolionya akan memiliki hasil di atas premi risiko normal pada tingkat risikonya. Apabila manajer tidak melakukan lebih baik daripada keputusan beli dan tahan secara acak, maka alpha akan negatif. Jensen menyebut alpha sebagai ukuran kinerja (*measure of performance*) portfolio dari pilihan sekuritas manajer investasi. Alpha menggambarkan rata-rata peningkatan imbal hasil portfolio per waktu yang berasal dari kemampuan manajer investasi dalam memprediksi harga sekuritas.

Aspek kedua yang membentuk kinerja portofolio adalah pengukuran waktu pasar. Bodie dkk (2007) mengatakan bahwa pengukuran waktu pasar adalah alokasi aset yang menaikkan investasi pada pasar (saham) apabila manajer memprediksi bahwa pasar/saham berkinerja lebih baik daripada utang (kondisi *bullish*). Aktivitas pengukuran waktu pasar yang sempurna akan menghasilkan portfolio dengan imbal hasil aset bebas risiko ketika

³ Elton, Edwin J., Martin J. Gruber, Stephen J. Brown, William N. Goetzmann, 2001. *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. 6th ed. USA: John Wiley & Sons, Inc.

pasar *bearish*, dan menghasilkan pengembalian pasar ketika pasar sedang *bullish*. Elton dkk (2001) mengungkapkan dua teknik yang bisa digunakan manajer untuk meningkatkan kinerja dengan memanfaatkan pengukuran waktu (*timing*). Kedua teknik tersebut adalah:

1. Mengubah proporsi saham dan obligasi untuk mengantisipasi perubahan pasar. Apabila pasar diprediksi akan naik, maka manajer menambah proporsi dana yang diinvestasikan pada saham, atau mengalihkan dana dari obligasi ke saham. Sementara apabila pasar diperkirakan akan turun, maka manajer mengalihkan dana dari saham ke obligasi.
2. Menyesuaikan tingkat beta rata-rata portofolio untuk mengantisipasi perubahan pasar. Ketika pasar diharapkan naik, maka manajer menaikkan beta dengan harapan aset akan lebih responsif terhadap pasar. Manajer menjual aset dengan beta lemah dan membeli aset dengan beta tinggi. Sementara apabila pasar diprediksi akan turun, manajer menurunkan beta agar portofolio menjadi tidak terlalu sensitif pada pasar yang mau turun.

Pada dasarnya, kedua teknik di atas bertujuan untuk mengubah beta agar sesuai dengan keadaan pasar. Oleh karena itu, untuk melihat ada tidaknya aktivitas pengukuran waktu, biasanya investor menggunakan beta rata-rata portofolio. Elton dkk (2001) kembali menganalisis cara-cara untuk melihat aktivitas pengukuran waktu pasar pada portofolio. Cara-cara itu adalah sebagai berikut:

- Memetakan pergerakan pasar dan perubahan komposisi saham dan obligasi atau beta rata-rata pada grafik. Grafik dapat menunjukkan apakah beta atau komposisi saham/obligasi mengikuti pergerakan pasar.
- Memplotkan beta portofolio atau kombinasi saham dan obligasi dibandingkan dengan imbal hasil pasar. Apabila ada aktivitas pengukuran waktu yang signifikan,

maka ada hubungan antara variabel-variabel tersebut, dan hubungan itu terlihat di plotnya.

- Melihat langsung pada imbal hasil portfolio dibandingkan dengan imbal hasil pasar. Apabila tidak ada aktivitas pengukuran waktu, maka beta rata-rata dari portfolio cenderung konstan. Portfolio yang tidak punya *diversifiable risk* akan konstan terhadap imbal hasil pasar, maka hubungannya terletak pada garis lurus. Apabila tidak ada aktivitas pengukuran waktu yang sukses, maka perubahan komposisi dan beta akan membentuk titik-titik yang menyebar. Sementara, apabila ada aktivitas pengukuran waktu, beta portfolio akan berada di atas beta pasar ketika pasar sedang naik, dan sebaliknya jika pasar turun.

II. 6. Model Analisis Pengukuran Waktu Pasar dan Seleksi

Henriksson Merton (HM-1981) mengajukan prosedur statistik yang dapat digunakan untuk mengukur kemampuan peramalan manajer investasi dalam mengelola portfolionya secara aktif. HM memisahkan kemampuan peramalan menjadi dua komponen. Fama (1972) menyebut kedua komponen ini sebagai *microforecasting* dan *macroforecasting*. *Microforecasting* adalah peramalan pergerakan harga suatu saham individu terhadap saham-saham lain secara umum, atau dapat disebut analisis yang membuat manajer melakukan pemilihan sekuritas. Sementara *macroforecasting* memprediksi pergerakan harga dari pasar modal relatif terhadap sekuritas pendapatan tetap, yang menjadi pengukuran waktu pasar.

HM menurunkan uji parametrik agar dapat mengukur aktivitas pengukuran waktu pasar dan penyeleksian dengan menggunakan data imbal hasil portfolio secara urut waktu (*time-series*). Uji ini membutuhkan tambahan asumsi mengenai proses perhitungan imbal hasil sekuritas. HM mengasumsikan pola keseimbangan imbal hasil sekuritas yang

konsisten dengan Security Market Line (SML) dari CAPM. Walaupun penelitian ini mengasumsikan valuasi sekuritas berdasarkan CAPM, model multifaktor juga dapat digunakan.

Persamaan regresi dari imbal hasil portfolio yang sesuai dengan CAPM ditulis sebagai berikut:

$$Z_p(t) - R(t) = \alpha + \beta x(t) + \varepsilon t \quad (2.3)$$

$Z_p(t)$ = realized return dari portfolio pada periode t

$R(t)$ = asset bebas risiko pada periode t

$x(t) = Z_m(t) - R(t)$ = realized excess return dari pasar pada periode t, dimana $Z_m(t)$ adalah imbal hasil pasar

εt = residual acak yang diasumsikan memenuhi kondisi

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

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

$$E[\varepsilon(t)|\varepsilon(t-i)] = 0, I = 1, 2, 3, \dots \quad (2.4)$$

Selanjutnya, HM mengasumsikan bahwa ada dua target tingkat risiko, yaitu ketika manajer investasi meramalkan bahwa imbal hasil portfolio pasar akan melebihi imbal hasil aset bebas risiko, dan kondisi kedua yaitu ketika aset bebas risiko memiliki imbal hasil lebih tinggi daripada portfolio pasar. Kedua kondisi tersebut dinotasikan menjadi $Z_m(t) > R(t)$ untuk *up-market* dan $Z_m(t) \leq R(t)$ untuk *down-market*.

Berdasarkan kedua kondisi pasar tersebut, manajer investasi menetapkan satu target beta ketika ia memprediksikan bahwa $Z_m(t) \leq R(t)$ disimbolkan dengan η_1 , dan satu target beta ketika ia memprediksikan bahwa $Z_m(t) > R(t)$ disimbolkan dengan η_2 .

HM menurunkan imbal hasil per periode dari portfolio investasi sebagai:

$$Z_p(t) = R(t) + (b + \theta t) x t + \lambda + \varepsilon p(t) \quad (2.5)$$

dimana:

$Z_p(t)$ = imbal hasil portfolio pada periode t

$R(t)$ = imbal hasil aset bebas risiko

b = ekspektasi nilai β_t tanpa syarat (nonkondisional)

θ_t = $\beta_t - b$ = ekspektasi komponen β_t yang tidak diantisipasi, tergantung pada prediksinya

x_t = $Z_m(t) - R(t)$

λ = ekspektasi imbal hasil lebih dari penyeleksian;

$\varepsilon_{p,t}$ = residual, diasumsikan memenuhi kondisi (2.4)

Sesuai bentuk di atas, maka $\eta_1 = b + \theta_t$ adalah target risiko ketika $Z_m(t) \leq R(t)$, dan $\eta_2 = b - \theta_t$ adalah target risiko ketika manajer memprediksi $Z_m(t) > R(t)$.

Berdasarkan model (2.5), analisis regresi kuadrat terkecil dapat digunakan untuk mengestimasi pemisahan kontribusi dari pengukuran waktu pasar atau penyeleksian. Bentuk regresinya adalah sebagai berikut:

$$Z_p(t) - R(t) = \alpha_p + \beta_{1p}x(t) + \beta_{2p}y(t) + \varepsilon_p(t) \quad (2.6)$$

dimana y_t = $\max(0, R(t) - Z_m(t)) = \max(0, -x(t))$

x_t = $Z_m(t) - R(t)$

α_p = kontribusi kemampuan penyeleksian kepada imbal hasil

β_{1p} = proporsi yang diinvestasikan pada portofolio pasar (asset berisiko)

β_{2p} = jumlah opsi put yang 'bebas' di pasar karena kemampuan pengukuran pasar manajer

Merton (1981) menunjukkan bahwa kunci menganalisis pola imbal hasil dari peramal waktu yang sempurna adalah dengan membandingkan imbal hasil dari investor peramal sempurna dengan investor lain yang memegang opsi *call* di portfolio ekuitasnya.

Dari teori ini, HM memodelkan estimasi α, β_1, β_2 yaitu:

$$\text{plim } \beta_1' = p_2\eta_2 + (1-p_2)\eta_1 \quad (2.7)$$

$$\text{plim } \beta_2' = (p_1+p_2-1)(\eta_2 - \eta_1) \quad (2.8)$$

$$\text{plim } \alpha_p' = \lambda \quad (2.9)$$

dimana

$$P_1(t) = \text{Prob}(\gamma_t = 0 | Z_{m,t} \leq R_t) \quad (2.10)$$

$$P_2(t) = \text{Prob}(\gamma_t = 1 | Z_{m,t} > R_t) \quad (2.11)$$

Kemampuan pengukuran waktu pasar manajer diukur oleh β_2 , yang akan bernilai nol apabila manajer tidak memiliki kemampuan tersebut, kondisi $p_1(t) + p_2(t) = 1$, atau ketika manajer tidak mengambil tindakan dari peramalannya, kondisi $\eta_2 = \eta_1$.

Model regresi (2.6) memiliki karakteristik:

$$\lim_{N \rightarrow \infty} [\sum \varepsilon_p(t) / N] = 0 \quad (2.12)$$

dimana $N \rightarrow \infty$

Koefisien dari estimasi kuadrat terkecil persamaan (2.6) menyediakan estimasi parameter kinerja portfolio yang konsisten. Metode OLS (*ordinary least square*) tidak efisien karena β_t tidak stasioner. Hal ini membuat deviasi standar residual ε_p menjadi meningkat seiring dengan $|x(t)|$. Kondisi ini mengindisasikan adanya heteroskedastis pada deviasi standar, sehingga kita harus memperbaiki heteroskedastis untuk meningkatkan efisiensi estimasi tersebut.