

## BAB 2

### TINJAUAN LITERATUR

#### 2.1 Investasi di Pasar Modal

Di bagian ini dibahas tinjauan menurut syariah Islam dan hukum positif di Indonesia terkait investasi di pasar modal dan pelaporan kinerja investasi. Namun sebelumnya dibahas terlebih dahulu metode perhitungan imbal hasil historis dalam pelaporan kinerja investasi yang telah menjadi standar dan konsensus umum.

##### 2.1.1 Pelaporan Kinerja Investasi di Pasar Modal

Konsep *dollar-weighting* hampir tidak pernah digunakan untuk mengevaluasi imbal hasil historis investasi di pasar modal. Namun konsep *dollar-weighting* umum digunakan dalam perhitungan *internal rate of return* (IRR) untuk mengevaluasi proyeksi imbal hasil proyek riil. IRR memiliki kelebihan dalam menyediakan suatu besaran angka yang dapat menggambarkan nilai atau profitabilitas dari sebuah investasi. Ross, Westerfield dan Jaffe (2005) menyatakan angka ini bersifat internal atau intrinsik terhadap investasi tersebut dan karenanya disebut sebagai *internal rate of return*. Angka ini sendiri hanya tergantung dari arus kas sepanjang periode investasi. Sementara Martin (1995) menyatakan bahwa IRR adalah sebuah *rate* atau rasio dan bukan nilai absolut. Karenanya, IRR berguna dalam membandingkan investasi yang berbeda jenis (seperti saham dan obligasi), periode investasi, ukuran perusahaan, atau negara. Meskipun ada sejumlah kritik terhadap kelemahan IRR, terutama dalam *capital budgeting*, Martin menyimpulkan bahwa hal tersebut jarang terjadi dan hal serupa juga berlaku pada metode *net present value* (NPV).

Bodie, Kane dan Marcus (2002) membahas konsep, pengukuran serta kelebihan dan kekurangan dalam menggunakan *time-weighted return* (TWR) dibandingkan *dollar-weighted return* (DWR). Mereka menyatakan bahwa dalam industri manajemen keuangan kurang sesuai jika digunakan DWR karena manajer portofolio tidak memegang kontrol atas *timing* dan nilai dari modal yang

diinvestasikan dalam efek. Atau dengan kata lain investorlah sebenarnya yang memutuskan kedua hal tersebut. Hal yang sama juga ditegaskan oleh Reilly dan Brown (2006). Menurut mereka, evaluasi kinerja manajer investasi seharusnya tidak dikaitkan dengan keputusan investor dalam menentukan *timing* dari arus modal mereka. Artinya, manajer investasi tidak bertanggung jawab atas imbal hasil investor yang rendah jika investor yang salah mengambil keputusan *timing*. Karena itu, Reilly dkk. menyatakan bahwa metode perhitungan lebih relevan untuk mengukur kinerja manajer investasi.

Hal ini sejalan dengan pengembangan standar dari CFA Institute di Amerika Serikat (dahulu dikenal sebagai Association for Investment Management and Research atau AIMR). CFA Institute mengembangkan standar presentasi kinerja (*performance presentasi standards* atau PPS) untuk mencapai keseragaman dan agar dapat diperbandingkan di antara berbagai presentasi kinerja investasi. Standar AIMS-PPS ini diperkenalkan tahun 1987, mulai diadopsi secara resmi tahun 1993 dan dimodifikasi tahun 1999. Menurut Reilly dkk. (2006), standar ini telah menjadi standar praktis yang diterima oleh komunitas manajemen investasi.

Pada tahun 1999, AIMR mengadopsi *Global Investment Performance Standards* (GIPS). GIPS bertujuan antara lain untuk mempresentasikan hasil kinerja yang dapat diperbandingkan di antara manajer investasi, tanpa tergantung lokasi geografisnya. Ada 5 elemen yang didefinisikan dalam GIPS seperti yang tertulis di situs CFA Institute ([www.cfainstitute.org](http://www.cfainstitute.org)): (1) *input data*, (2) *calculation methodology*, (3) *composite construction*, (4) *disclosures* dan (5) *presentation and reporting*. Dalam hal ini, AIMR menggunakan metodologi perhitungan (*calculation methodology*) dengan *time-weighted total-rate-of-return* atau TWR.

Sebagai tambahan, di Indonesia sendiri prinsip perhitungan yang umum digunakan oleh manajer investasi adalah *holding period yield* (HPY) untuk satu periode tertentu. Di sebuah situs independen seperti Infovesta ([www.infovesta.com](http://www.infovesta.com)) ditampilkan data imbal hasil dalam 1 hari, 1 minggu, 1 bulan, 1 tahun, 3 tahun dan 5 tahun. Sedangkan di situs lain yaitu Portal Reksadana ([www.portalreksadana.com](http://www.portalreksadana.com)) ditampilkan data imbal hasil dalam 1 hari, 1 bulan, 3 bulan, 6 bulan, 1 tahun, 2 tahun, 3 tahun, *year-to-date* (sejak awal tahun) dan *since-*

*inception* (sejak diterbitkan). Di situs internet Bapepam-LK ([www.bapepam.go.id](http://www.bapepam.go.id)) pun juga ditampilkan data imbal hasil untuk H-1 dan H-7.

Dengan demikian, laporan hasil kinerja investasi menggunakan metode perhitungan HPY untuk satu periode atau TWR untuk multi periode pada dasarnya sudah sesuai dengan konsensus dan standar yang berlaku. Namun sebagai pembanding, berikut ini dijelaskan alternatif metode perhitungan imbal hasil investor dengan DWR. Lalu dalam pembahasan penelitian sebelumnya, ditinjau pula kelemahan-kelemahan dari metode ini.

Perhitungan DWR untuk portofolio dapat dipandang sebagai pengembangan secara *time-series* terhadap *value-weighting* dari rata-rata imbal hasil portofolio. *Value-weighting* dari imbal hasil portofolio mencerminkan kondisi yang tepat secara *cross-section*, yaitu bahwa sebagian efek patut diberi bobot lebih dalam portofolio sebab kapitalisasi pasarnya lebih besar. Namun menurut Dichev (2004), *value-weighting* secara *cross-section* ini tidak memperhitungkan bahwa dalam periode berbeda, *cross-section* yang berbeda mempunyai nilai kapitalisasi pasar yang berbeda pula. Dalam hal ini, kapitalisasi pasar merupakan persepsi pasar (masyarakat) terhadap nilai modal dari sebuah perusahaan. Kapitalisasi pasar umumnya dihitung berdasarkan jumlah saham yang beredar dikalikan harga saham. *Dollar-weighting* dari imbal hasil dapat mengkombinasikan aspek *cross-section* dan *time-series* secara keseluruhan. Dalam praktiknya, perhitungan IRR dapat digunakan karena IRR memberikan *value-weighting* baik secara *cross-section* maupun *time-series* dari imbal hasil. Artinya, nilai arus modal bersih dari investor untuk setiap periode diperhitungkan dalam hal ini.

IRR biasa digunakan dalam *capital budgeting* atau pengambilan keputusan sebelum menerima suatu proyek sebagai alternatif dari NPV. NPV sendiri adalah penjumlahan investasi awal dengan seluruh *present value* dari arus kas di masa mendatang. Dalam hubungannya dengan NPV, IRR adalah nilai imbal hasil yang menyebabkan NPV menjadi nol. IRR umumnya didapatkan dengan metode coba-coba (*trial-and-error*) dengan bantuan kalkulator atau komputer.

Perhitungan IRR membutuhkan informasi arus kas dari investor. Dalam perhitungan IRR untuk sampel portofolio, informasi ini sulit didapatkan secara langsung karena harus memperhitungkan setiap aksi korporasi yang mungkin

terjadi. Aksi yang sederhana meliputi pembagian dividen, pembelian kembali saham, dan penawaran saham baru. Sedangkan aksi yang kompleks mencakup kontribusi dan distribusi aset non-kas, *exercise* dari kontrak opsi saham, merger, akuisisi, dan sebagainya.

Namun menurut Dichev (hal. 9, 2004) ada cara yang konsisten dan akurat untuk menurunkan arus kas atau arus modal dari suatu investasi saham atau portofolio saham secara tidak langsung. Dalam hal ini dapat digunakan besaran distribusi (yaitu distribusi bersih ke investor) yang dirumuskan sebagai berikut:

$$Distribution_t = MV_{t-1} * (1 + r_t) - MV_t \quad (2.1)$$

di mana  $MV$  adalah kapitalisasi pasar dari saham dan  $r$  adalah total imbal hasil, termasuk dividen. Jika nilai distribusi positif berarti ada arus modal ke investor di periode tersebut. Jika negatif berarti ada arus modal dari investor. Secara intuitif, perubahan kapitalisasi pasar berasal dari perubahan harga saham dan arus modal investor. Sehingga jika perubahan kapitalisasi pasar ini disesuaikan (*adjusted*) dengan imbal hasil pada periode yang bersangkutan, hasilnya adalah arus modal bersih ke atau dari investor. Setelah didapatkan arus kas untuk perhitungan IRR, maka proses selanjutnya adalah:

- total nilai pasar awal dimasukkan sebagai investasi awal (negatif),
- distribusi setiap periode dimasukkan sebagai arus kas dengan tandanya masing-masing, dan
- total nilai pasar akhir dimasukkan sebagai pendapatan akhir (positif).

### 2.1.2 Tinjauan Syariah Terkait Investasi Saham

Huda dan Nasution (2007) menjelaskan ada selisih pendapat di antara fuqaha kontemporer dalam memperlakukan saham dari aspek hukum (*tahkim*), yaitu ada yang mengharamkan dan ada yang menghalalkan dengan syarat. Sebelumnya, Achsien (2000) mengulas bahwa fiqih modern menganggap sekuritas saham sebagai penyertaan dalam *mudharaba partnership* yang merefleksikan kepemilikan perusahaan (*ownership of the enterprise*), bukan saham kemitraan pribadi (*personal partnership interest*). Kepemilikan perusahaan ini disamakan dengan kepemilikan terhadap aset perusahaan. Maka, perdagangan saham dapat

dilakukan bukan sebagai model patungan usaha (*syirkatul 'uqud*) tetapi sebagai bentuk kepemilikan bersama atas aset perusahaan (*syirkatul mulk*). Masing-masing pemegang saham akan dianggap sebagai *co-owners* dari aset perusahaan. Dengan demikian, *co-owners* dapat menjual sahamnya pada pihak ketiga tanpa memerlukan persetujuan *co-owners* lainnya.

Menurut Setiawan (2007), prinsip dasar saham syariah adalah bersifat musyarakah jika ditawarkan secara terbatas dan bersifat mudharabah jika ditawarkan kepada publik. Ia juga menjelaskan beberapa pedoman syariah yang berlaku pada saham:

1. Uang tidak boleh menghasilkan uang. Uang hanya boleh berkembang bila diinvestasikan dalam aktivitas ekonomi.
2. Hasil dari kegiatan ekonomi diukur dengan tingkat keuntungan investasi. Keuntungan ini dapat diestimasi tetapi tidak ditetapkan di depan.
3. Uang tidak boleh dijual untuk memperoleh uang.
4. Saham dalam perusahaan, kegiatan mudharabah atau *partnership*/ musyarakah dapat diperjualbelikan dalam rangka kegiatan investasi dan bukan untuk spekulasi dan untuk tujuan perdagangan kertas berharga.
5. Instrumen finansial islami, seperti saham, dalam suatu *venture* atau perusahaan, dapat diperjualbelikan karena ia mewakili bagian kepemilikan atas aset dari suatu bisnis.
6. Beberapa batasan dalam perdagangan sekuritas seperti itu antara lain: a. Nilai per *share* dalam suatu bisnis harus didasarkan pada hasil *appraisal* atas bisnis yang bersangkutan, b. Transaksi tunai, harus segera diselesaikan sesuai dengan kontrak.

Ash-Shawi dan Al-Mushlih (2004) menyatakan Lembaga Pengkajian Fikih yang menginduk kepada *Rabithah al-Alam al-Islami* telah merinci dan menetapkan hukum syariah tentang transaksi di pasar bursa (saham maupun komoditi). Berikut ini ringkasannya:

1. Target utama pasar bursa adalah menciptakan pasar tetap dan simultan di mana mekanisme pasar terjadi antara pedagang dan pembeli.
2. Transaksi langsung terhadap barang yang ada dalam kepemilikan penjual adalah transaksi yang dibolehkan, selama bukan barang haram.

3. Transaksi langsung terhadap saham perusahaan yang berada dalam kepemilikan penjual dibolehkan, selama bukan perusahaan yang usahanya haram.
4. Transaksi langsung atau berjangka terhadap kuitansi piutang dengan sistem bunga dengan berbagai bentuknya tidak dibolehkan.
5. Transaksi berjangka dengan segala bentuknya terhadap saham atau barang yang tidak berada dalam kepemilikan penjual tidak dibolehkan.
6. Transaksi berjangka dalam pasar bursa bukanlah jual beli *Salam* yang dibolehkan, karena keduanya berbeda dalam hal:
  - Dalam bursa harga barang tidak dibayar langsung saat transaksi, namun ditangguhkan pembayarannya sampai penutupan pasar bursa. Sementara dalam jual beli *Salam* harga barang harus dibayar dahulu.
  - Dalam bursa barang dijual beberapa kali saat dalam kepemilikan penjual pertama. Sedangkan dalam jual beli *Salam* tidak boleh menjual barang sebelum diterima.

Dibolehkannya perdagangan saham telah memungkinkan jual beli saham menurut harga pasar di bursa sebagai pasar sekunder. Dalam hal ini, tujuan investor di pasar modal adalah mengalokasikan tabungan, memperoleh pendapatan dan keuntungan dari apresiasi harga saham ketika dijual di masa depan. Investor sejati tidak akan berniat ikut serta dalam perdagangan jangka pendek. Niat investor, paling tidak pada saat pembelian saham, adalah untuk memegang saham dalam jangka panjang (Chapra, 2000). Semakin pendek waktu yang diniatkan untuk memegang sekuritas, maka semakin kecil motivasi investasinya (Rix, 1965 dalam Chapra, 2000). Praktik seperti *short selling*, yaitu menjual saham yang belum dimiliki dengan harapan harganya akan turun, misalnya setelah ada peristiwa besar seperti pengeboman, sangat dekat pada motif spekulasi. Dealer berhak dan wajib menolak pesanan (*order*) seperti ini dari investor menurut peraturan baik dari Bapepam-LK maupun bursa efek (Tambunan, 2007).

Niat menjadi sangat penting, karena seperti sabda Rasulullah SAW dalam hadits pertama di kitab *Hadits Arba'in* dari Imam Nawawi, ”*Sesungguhnya seluruh amal itu tergantung kepada niatnya, dan setiap orang akan mendapatkan sesuai*

*niatnya.*” (HR Bukhari-Muslim). Terkait dengan hal tersebut, Chapra juga menyatakan bahwa ada 3 hal yang mencirikan perilaku investor sejati, yaitu:

1. mengambil saham yang telah dibeli,
2. melakukan pembayaran penuh pada saat serah terima, dan
3. niat untuk memegang saham dalam periode tak terbatas.

Karena itu Metwally (1995) dan Obaidullah (2001) mengusulkan adanya *minimum holding period* dalam bertansaksi di bursa efek. Dengan aturan ini, saham tidak dapat diperjualbelikan setiap saat, sehingga meredam motivasi mencari untung jangka pendek dari pergerakan harga saham semata tanpa mempedulikan kegiatan bisnis, fundamental usaha dan fundamental keuangan dari emiten. Tampak bahwa berbagai pandangan tersebut mengerucut pada konsep investasi syariah di pasar modal yang berjangka panjang dengan memperhatikan fundamental bisnis dari perusahaan. Bahkan Warren Buffet, salah satu investor saham terbesar di dunia, selalu menekankan perlunya memahami fundamental bisnis dari emiten dan bukan hanya pergerakan harga saham (Pardoe, 2005).

Namun penentuan *time horizon* investasi yang bersifat jangka panjang tidak boleh menyebabkan perdagangan saham tidak likuid, karena dapat mengakibatkan tingginya biaya transaksi. Obaidullah (2001, hal. 24) mengakui hal ini dengan mengatakan:

*The trading mechanism in Stock Exchanges is devised keeping in mind the overwhelming concern about imparting liquidity and reducing transaction costs. Liquidity is high when the volume of transactions is high. For this reason, regulators around the globe seem to believe that the presence of speculators on the Stock Exchange is desirable. With only investors with a long time horizon as participants in the market, the volume of transactions would be extremely low resulting in low liquidity and high transaction costs.*

Selanjutnya, menurut Pontjowinoto (2008), bentuk ideal dari pasar modal dapat dicapai dengan terpenuhinya 4 pilar pasar modal, yaitu:

1. Emiten dan efek yang diterbitkannya memenuhi kaidah keadilan, kehati-hatian dan transparansi;

2. Pelaku pasar (investor) yang telah memiliki pemahaman yang baik tentang risiko dan manfaat transaksi di pasar modal;
3. Infrastruktur informasi bursa efek yang transparan dan tepat waktu yang merata di publik yang ditunjang oleh mekanisme pasar yang wajar; dan
4. Pengawasan dan penegakan hukum oleh otoritas pasar modal dapat diselenggarakan secara efisien, efektif dan ekonomis.

Terlihat bahwa keempat pilar pasar modal ini sebenarnya sudah sesuai prinsip-prinsip syariah di pasar modal. Dalam kaitannya dengan penelitian ini, yang perlu dicermati adalah kaidah keadilan dan transparansi, pemahaman investor tentang transaksi di pasar modal serta laporan kinerja yang transparan.

Di Indonesia, Dewan Syariah Nasional – Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) adalah lembaga yang berwenang mengeluarkan fatwa terkait ekonomi dan keuangan syariah, termasuk investasi di pasar modal. DSN-MUI sendiri baru terbentuk secara resmi melalui Surat Keputusan MUI No. Kep-754/MUI/II/1999 tanggal 10 Pebruari 1999 tentang Pembentukan Dewan Syariah Nasional. Jadi ketika produk reksa dana syariah pertama diluncurkan pada tanggal 3 Juli 1997, sebenarnya DSN-MUI belum terbentuk. Dapat dikatakan kemunculan produk ini yang menjadi salah satu awal pemikiran perlunya keberadaan DSN-MUI.

Hal ini terlihat dalam Fatwa MUI tentang Reksadana Syariah tahun 1997, yang merupakan hasil dari Lokakarya Alim Ulama tentang Reksadana Syariah. Lokakarya ini diselenggarakan oleh MUI bekerjasama dengan Bank Muamalat Indonesia tanggal 29-30 Juli 1997 di Jakarta. Di bagian penutup dari fatwa MUI tersebut, terdapat pernyataan seperti yang tercantum di situs MUI ([www.mui.or.id](http://www.mui.or.id)):

Perlu adanya Dewan Pengawas Syariah Lembaga Keuangan Islam Nasional yang mencakup perbankan, asuransi, multi finance, reksadana dan lembaga-lembaga keuangan Islam lainnya. Untuk memastikan otoritas Dewan Syariah Nasional ini perlu dibentuk bersama antara MUI, BI dan Depkeu.

Berbeda dengan keberadaan obligasi (surat hutang) syariah, prinsip-prinsip penyertaan modal secara syariah di Bursa Efek Indonesia (BEI) tidak diwujudkan dalam bentuk saham syariah, melainkan berupa pembentukan indeks saham yang memenuhi prinsip-prinsip syariah. Pada tanggal 3 Juli 2000 BEI bekerjasama

dengan PT. Danareksa Investment Management meluncurkan *Jakarta Islamic Index* (JII) yaitu indeks bursa yang berisi 30 saham yang memenuhi kriteria syariah Islam yang ditetapkan DSN-MUI. Dengan demikian, investor yang ingin berinvestasi sesuai syariah kini telah mempunyai pilihan instrumen investasi berupa saham tanpa harus melanggar prinsip syariah. Meskipun JII sudah terbentuk, fatwa resmi dari DSN-MUI yang mengatur investasi syariah di pasar modal baru mulai dikeluarkan hampir setahun kemudian. Sejumlah fatwa DSN-MUI yang terkait pasar modal syariah disajikan di Tabel 2.2.

**Tabel 2.2 Fatwa DSN-MUI terkait Pasar Modal Syariah**

Nomor	Tentang
20/DSN-MUI/IV/2001	Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksadana Syariah
32/DSN-MUI/IX/2002	Obligasi Syariah
33/DSN-MUI/IX/2002	Obligasi Syariah Mudharabah
40/DSN-MUI/X/2003	Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal
41/DSN-MUI/III/2004	Obligasi Syariah Ijarah
59/DSN-MUI/V/2007	Obligasi Syariah Mudharabah Konversi

Sumber: Fatwa DSN-MUI (2001-2007).

Keenam fatwa DSN-MUI ini lebih mengatur secara umum dan normatif tentang kriteria syariah dari efek yang diperjualbelikan di pasar modal serta jenis-jenis akad yang dapat dipergunakan dalam penerbitan efek. Artinya, penekanan tentang kewajiban memberikan informasi yang transparan tentang kinerja investasi di pasar modal belum termasuk dalam cakupan fatwa DSN-MUI.

### 2.1.3 Tinjauan Hukum Terkait Pasar Modal Syariah

Sebenarnya sudah banyak saham dan obligasi di Indonesia yang tidak melanggar prinsip syariah sejak kehadiran reksa dana syariah tahun 1997. Namun hingga tahun 2006, pemerintah belum mengeluarkan perangkat hukum yang mengatur penerbitan efek syariah. Sebelumnya, Bapepam-LK sebagai regulator pasar modal telah mengeluarkan Peraturan No. IX.A.1-12 yang mengatur tata cara penawaran umum seperti tercantum di situs Bapepam-LK ([www.bapepam.go.id](http://www.bapepam.go.id)).

Namun peraturan-peraturan ini belum membahas secara khusus kriteria efek syariah dan ketentuan lainnya. Sehingga, emiten yang menerbitkan efek syariah tetap harus mendapatkan persetujuan dari dua pihak: DSN-MUI dan Bapepam-LK.

Barulah pada tanggal 23 November 2006 Peraturan Bapepam-LK IX.A.13 dan 14 yang mengatur penerbitan efek syariah dikeluarkan melalui Keputusan Ketua Bapepam-LK No. Kep-130/BL/2006 dan No. Kep-131/BL/2006. Dalam siaran persnya, Bapepam-LK menyatakan bahwa:

Penerbitan paket regulasi tsb dilatarbelakangi oleh semakin derasnya tuntutan masyarakat, baik dari kalangan perusahaan maupun investor, agar di lingkungan pasar modal terdapat suatu dasar hukum untuk penerbitan Efek berdasarkan syariah Islam di Pasar Modal.

Pembahasan kedua Peraturan dimaksud telah melibatkan DSN-MUI dan pelaku pasar lainnya. Terhadap kedua peraturan tsb, DSN-MUI melalui surat Nomor B-271/DSN-MUI/XI/2006 tanggal 24 Oktober 2006 menyatakan bahwa secara umum kedua peraturan dimaksud tidak bertentangan dengan prinsip syariah dan fatwa-fatwa yang telah dikeluarkan oleh DSN-MUI.

Peraturan No. IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah mengatur penerbitan efek berupa saham syariah, sukuk (obligasi syariah), reksa dana syariah dan efek beragun aset (EBA) syariah. Sedangkan Peraturan No. IX.A.14 tentang Akad-akad yang Digunakan dalam Penerbitan Efek Syariah di Pasar Modal memuat akad-akad ijarah, kafalah, mudharabah dan wakalah.

Hampir setahun kemudian, Peraturan II.K.1 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah dikeluarkan pada tanggal 31 Agustus 2007 melalui Keputusan No. Kep-314/BL/2007. Peraturan ini segera disusul dengan diresmikannya Daftar Efek Syariah pertama melalui Keputusan Ketua Bapepam-LK No. Kep-325/BL/2007 tentang Daftar Efek Syariah tanggal 12 September 2007.

Melalui Peraturan No. IX.A.13 dan 14, serta II.K.1 dan Keputusan No. Kep-325/BL/2007 inilah, tanggung jawab menentukan dan mengumumkan efek, emiten dan perusahaan publik yang memenuhi prinsip-prinsip syariah di pasar modal telah beralih ke tangan Bapepam-LK. Dalam siaran pers terkait peraturan ini, Bapepam-LK menyatakan bahwa:

Daftar Efek Syariah sebagaimana terlampir dalam keputusan dimaksud disusun oleh sebuah tim yang beranggotakan pejabat dan pegawai di lingkungan Bapepam dan LK, PT. Bursa Efek Jakarta, PT. Bursa Efek Surabaya dan anggota Dewan Syariah Nasional – Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI).

Sumber data yang digunakan sebagai bahan penelaahan dalam penyusunan Daftar Efek Syariah dimaksud adalah berasal dari Laporan Keuangan Tahunan dan atau Laporan Tahunan Emiten atau Perusahaan Publik per 31 Desember 2006 serta data pendukung lainnya berupa data tertulis yang diperoleh dari Emiten atau Perusahaan Publik maupun dari pihak-pihak lainnya yang dapat dipercaya.

Secara periodik Bapepam dan LK akan melakukan review atas Daftar Efek Syariah berdasarkan Laporan Keuangan Tengah Tahunan dan Laporan Keuangan Tahunan dari Emiten atau Perusahaan Publik. Review atas Daftar Efek Syariah juga dilakukan apabila terdapat Emiten atau Perusahaan Publik yang Pernyataan Pendaftarannya telah menjadi efektif dan memenuhi kriteria Efek Syariah atau apabila terdapat aksi korporasi, informasi, atau fakta dari Emiten atau Perusahaan Publik yang dapat menyebabkan terpenuhi atau tidak terpenuhinya kriteria Efek Syariah.

Namun demikian, prosedur teknis seperti pelaporan hasil investasi tetap diatur lewat peraturan yang sudah ada dan bersifat umum. Untuk reksa dana misalnya, total hasil investasi diatur dalam Peraturan No. VIII.G.9 tentang Informasi Dalam Ikhtisar Keuangan Singkat Reksa Dana sebagai berikut:

Total Hasil Investasi adalah perbandingan antara besarnya kenaikan nilai aktiva bersih per saham/Unit Penyertaan dalam satu periode dengan nilai aktiva bersih per saham/Unit Penyertaan pada awal periode, dengan ketentuan sebagai berikut:

1) jika dalam satu periode terjadi pembagian dividen, maka besarnya dividen per saham/Unit Penyertaan dikoversikan ke dalam satuan saham/Unit Penyertaan berdasarkan nilai aktiva bersih per saham/Unit Penyertaan pada saat dilakukan pembagian dividen. Saham/Unit Penyertaan dari konversi ini dianggap akan menambah jumlah saham/Unit Penyertaan secara keseluruhan; dan

2) nilai aktiva bersih per saham/Unit Penyertaan pada awal periode dikalikan dengan jumlah saham/Unit Penyertaan sebelum dilakukan pembagian dividen/uang tunai sedangkan nilai aktiva bersih pada akhir periode dikalikan dengan jumlah saham/Unit Penyertaan setelah dilakukan pembagian dividen/uang tunai.

Dapat dilihat bahwa Bapepam-LK menggunakan pendekatan HPY untuk satu periode tertentu dalam perhitungan imbal hasil historis dari investasi. Sementara bentuk pelaporan kinerja reksa dana dijelaskan di lampiran dari Peraturan No. VIII.G.9 seperti tercantum di Tabel 2.3. Informasi imbal hasil reksa dana yang ditetapkan oleh Bapepam-LK adalah untuk periode *year-to-date* (sejak awal tahun), 1 tahun terakhir, 3 tahun terakhir, dan 5 tahun terakhir.

**Tabel 2.3 Ikhtisar Keuangan Reksa Dana (Peraturan Bapepam-LK No. VIII.G.9)**

	Periode dari tanggal 1 Januari tahun berjalan s/d tanggal Prospektus	Periode 12 bulan terakhir dari tanggal Prospektus	Periode 36 bulan terakhir dari tanggal Prospektus	Periode 60 bulan terakhir dari tanggal Prospektus	3 tahun kalender terakhir		
					19...	19...	19...
TOTAL HASIL INVESTASI (%)							
HASIL INVESTASI SETELAH MEMPERHITUNGAN BIAYA PEMASARAN (%)							
BIAYA OPERASI (%)							
PERPUTARAN PORTOFOLIO							
PERSENTASE PENGHASILAN KENA PAJAK (%)							

Sumber: Peraturan Bapepam-LK (1996).

Perhitungan imbal hasil dalam peraturan ini juga menggunakan asumsi *buy-and-hold*, karena aktivitas perdagangan sepanjang periode tidak diperhitungkan. Dengan demikian, laporan imbal hasil yang diatur oleh Bapepam-LK masih mencerminkan kinerja investasi dari sisi aset. Hal ini dapat dipahami, karena untuk menggambarkan kinerja manajer investasi yang tidak memegang kontrol atas

aktivitas investor memang lebih sesuai jika digunakan perhitungan imbal hasil *buy-and-hold*. Namun, tentunya hal ini belum dapat membantu investor untuk menganalisis kinerja investasi historis secara lebih akurat dari sisi pandang mereka.

## 2.2 Penelitian Terkait Perhitungan Imbal Hasil Historis

Di bagian ini dibahas beberapa penelitian sebelumnya terkait perhitungan imbal hasil historis menggunakan metode DWR. DWR didapat dengan perhitungan IRR yang menganggap investasi di pasar modal sebagai sebuah investasi riil.

### 2.2.1 Penelitian Imbal Hasil Historis Saham

Menurut Indro dan Lee (1997) dalam Welch (1999), ada dua cara untuk mencari imbal hasil yang diharapkan (*expected return*) berdasarkan imbal hasil historis dalam penentuan anggaran modal (*capital budgeting*). Kedua cara perhitungan tersebut adalah rata-rata aritmetis (*arithmetic mean* atau AM) dan rata-rata geometris (*geometric mean* atau GM). Mereka menyatakan belum ada kesepakatan di antara para praktisi finansial akademis di Amerika Serikat tentang cara perhitungan yang dipakai. Namun pada umumnya, untuk menghitung TWR digunakan GM.

Sementara itu, keuntungan utama penggunaan DWR dalam pengukuran imbal hasil historis adalah hasilnya lebih akurat dari sisi pandang investor daripada rata-rata geometris pada TWR. Hal ini karena *compounding* dengan rata-rata geometris mengasumsikan pembobotan yang selalu sama sepanjang waktu. Asumsi ini bermasalah jika investor secara sengaja atau tidak melakukan *market timing* dan melakukan perubahan modal berdasarkan hal tersebut.

Hal ini dibuktikan oleh Gounopoulos, Nounis dan Stylianides (2007) yang menemukan bahwa arus modal masuk ke dan keluar dari bursa efek mempunyai pola *time-series* yang sama dengan tingkat imbal hasil saham, yaitu naik dengan cepat di masa IPO lalu segera turun kembali. Bukti empiris yang dikumpulkan Gounopoulos dkk. dari berbagai penelitian pada bursa efek di 23 negara membuktikan hal ini. Imbal hasil hari pertama IPO (*first-day return* atau *initial*

*return*) rata-rata mencapai 28,2%, sedangkan imbal hasil dalam jangka waktu yang lebih panjang sebagian besar bernilai negatif yaitu rata-rata -11,44%.

Di Indonesia, Sembel (1996) dan Suroso (2004) dalam Manurung (2005) juga menemukan hal yang sama dengan Gounopoulos dkk.. Sembel mengumpulkan data penelitian terkait IPO di sejumlah negara dalam periode 1969-1992. Sedangkan Suroso menganalisa *initial return* dari IPO di BEI (Bursa Efek Indonesia) dengan membaginya menjadi 3 sektor: riil, bank dan lembaga keuangan non-bank, serta 3 periode: 1992-1996, 1997-1999 dan 2000-2002. Keduanya mendapatkan fenomena yang sama, yaitu *initial return* yang tinggi saat IPO, namun segera jatuh dalam jangka waktu 6 bulan sampai satu tahun.

Jauh sebelumnya, Rock (1986) dalam Gounopoulos dkk. (2007) telah memperkenalkan sebuah model yang menjelaskan fenomena ini. Model ini disebut "*winner's curse hypothesis*" dan menggambarkan investor yang menang adalah yang memiliki informasi tentang harga IPO yang di bawah harga pasar wajar (*underpriced*). Sedangkan, pihak yang kalah adalah investor yang tidak memiliki akses ke informasi, karena tidak mengetahui saham yang mana yang di bawah harga pasar dan akhirnya justru membeli saham yang di atas harga pasar (*overpriced*). Hal ini terjadi karena investor awam ini terkecoh dengan informasi imbal hasil historis *buy-and-hold* yang tinggi dalam jangka pendek sejak IPO (*initial return*), kemudian mengikuti tren yang ada tetapi terlambat dalam antrian pembelian.

Beatty dan Ritter (1986), serta Barry dan Jennings (1993) dalam Gounopoulos dkk. (2007) mendukung hipotesis ini dengan bukti empiris dari pasar modal di Amerika Serikat. Namun di sisi lain, Gompers dan Lerner (2001) mengingatkan bahwa perbedaan metodologi yang digunakan untuk meneliti kinerja IPO dapat memberikan hasil temuan yang sebaliknya.

Sementara itu, Dichev (2004) meneliti *buy-and-hold return* (dengan TWR) dan *dollar-weighted return* (dengan IRR) saham-saham di NYSE/AMEX periode 1926-2002, di Nasdaq periode 1973-2002, serta 19 bursa efek dunia periode 1973-2004. Ia menemukan bahwa "*dollar-weighted returns are systematically lower than buy-and hold returns.*" Masing-masing nilai imbal hasil dari kedua metode perhitungan dianualisasikan dan didapatkan ada selisih 1,3% di NYSE/AMEX,

selisih 5,3% di Nasdaq (lihat Tabel 2.4). Sedangkan di 19 bursa efek besar di dunia yang diteliti ada selisih rata-rata 1,5%.

**Tabel 2.4 Perbandingan Buy-and-Hold Return dan Dollar-Weighted Return di NYSE/AMEX dan NASDAQ**

	Buy-and-Hold Return	Dollar-Weighted Return	Difference (BH Ret - DW Ret)	p-value on Difference
NYSE/AMEX	0.099	0.086	0.013	0.001
Nasdaq	0.096	0.043	0.053	0.001

Sumber: Dichev (2004).

DWR untuk portfolio dapat dipandang sebagai pengembangan secara *time-series* terhadap *value-weighting* dari rata-rata imbal hasil portofolio. *Value-weighting* dari imbal hasil portofolio mencerminkan kondisi yang tepat secara *cross-section*, yaitu bahwa sebagian efek patut diberi bobot lebih dalam portofolio sebab kapitalisasi pasarnya lebih besar. Namun menurut Dichev, *value-weighting* secara *cross-section* ini tidak memperhitungkan bahwa dalam periode berbeda, *cross-section* yang berbeda mempunyai kapitalisasi pasar yang berbeda pula. *Dollar-weighting* dari imbal hasil dapat mengkombinasikan aspek *cross-section* dan *time-series* secara keseluruhan. Dalam praktiknya, perhitungan IRR dapat digunakan karena IRR memberikan *value-weighting* baik secara *cross-section* maupun *time-series* dari imbal hasil.

Apabila investor mengeluarkan modal setelah imbal hasil sebelum yang tinggi dan sebelum imbal hasil sesudah yang rendah, maka DWR menjadi lebih rendah daripada TWR. Hal ini karena modal yang baru masuk akan mendapatkan imbal hasil yang lebih rendah dibandingkan modal yang sudah ada.

Dichev menjelaskan bahwa kondisi ini dapat ditunjukkan oleh adanya dua korelasi. *Pertama*, korelasi negatif antara arus modal ke investor dengan imbal hasil sebelumnya, yang pada dasarnya dapat mengindikasikan:

- investor cenderung menambah modal setelah imbal hasil yang tinggi, atau
- investor cenderung menarik modal setelah imbal hasil yang rendah.

*Kedua*, korelasi positif antara arus modal ke investor dengan imbal hasil sesudahnya, yang pada dasarnya dapat mengindikasikan:

- imbal hasil cenderung turun setelah investor menambah modal, atau
- imbal hasil cenderung naik setelah investor menarik modal

Dalam penelitiannya, Dichev juga mendapati adanya kedua korelasi ini di bursa NYSE/Amex dan Nasdaq (lihat Grafik 2.1). Seperti telah dijelaskan, Dichev menggunakan pendekatan distribusi bersih ke investor (atau cukup disebut distribusi saja) untuk menurunkan arus modal investor. Faktor *timing* dan nilai arus modal dalam kegiatan investasi investor inilah yang terabaikan dalam perhitungan TWR, karena investor diasumsikan berinvestasi secara *buy-and-hold*. Dichev menyimpulkan bahwa DWR merupakan ukuran yang lebih akurat dari imbal hasil bagi investor saham, karena DWR memperhitungkan pengaruh *timing* dan nilai dari arus modal investasi (dari sisi pandang investor).

#### NYSE/AMEX

Pearson correlations above diagonal/Spearman below (N=77), p-values in parentheses			
	Dist./MV	Past Return	Future Return
Dist./MV	*	-0.26 (0.027)	0.51 (<0.001)
Past Return	-0.17 (0.144)	*	-0.32 (0.006)
Future Return	0.45 (<0.001)	-0.15 (0.201)	*

#### Nasdaq

Pearson correlations above diagonal/Spearman below (N=30), p-values in parentheses			
	Dist./MV	Past Return	Future Return
Dist./MV	*	-0.57 (0.002)	0.28 (0.159)
Past Return	-0.46 (0.144)	*	-0.22 (0.297)
Future Return	0.30 (0.128)	-0.17 (0.414)	*

**Grafik 2.1 Korelasi antara Distribusi dengan Imbal Hasil Sebelum dan Sesudah di NYSE/AMEX dan Nasdaq**

Sumber: Dichev (2004).

Sebagai pembanding, Brinson, Hood dan Beebower (1986) meneliti imbal hasil dari 91 pengelola dana pensiun di Amerika Serikat yang menginvestasikan dananya di saham, obligasi dan pasar uang untuk periode 1974-1983. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah besar imbal hasil lebih ditentukan oleh kebijakan investasi (*investment policy*) jangka panjang, *market timing* atau pemilihan efek (*security selection*). Mereka menggunakan metodologi seperti yang digambarkan dalam Grafik 3.1.

Dalam penelitian ini ditemukan bahwa kegiatan investasi yang paling aktif (dengan mengandalkan *market timing* dan *security selection*) justru memberikan imbal hasil yang paling rendah sebesar 9,01%. Sementara strategi investasi jangka panjang (dengan mengandalkan *investment policy*) memberikan imbal hasil yang paling tinggi sebesar 10,11%. Selain itu, besar variasi dari imbal hasil dapat dijelaskan oleh kegiatan investasi aktif (100%), dibandingkan kebijakan investasi jangka panjang (93,6%). Artinya, temuan ini juga mendorong strategi investasi jangka panjang.

		Selection	
		Actual	Passive
Timing	Actual	(IV) Actual Portfolio Return	(II) Policy and Timing Return
	Passive	(III) Policy and Security Selection Return	(I) Policy Return (Passive Portfolio Benchmark)

  

Active Returns Due to:	
Timing	II - I
Selection	III - I
Other	IV - III - II + I
<u>Total</u>	<u>IV - I</u>

**Grafik 3.1** Imbal Hasil menurut *Investment Policy*, *Market Timing* dan *Security Selection*

Sumber: Brinson, Hood dan Beebower (1996).

Dari berbagai penelitian sebelumnya, umumnya didapatkan bahwa strategi investasi *buy-and-hold* jangka panjang memberikan imbal hasil yang lebih menguntungkan. Namun hasil yang berbeda justru ditemukan oleh Manurung

(1995) dalam Manurung (2007) yang meneliti imbal hasil dari 5 saham di di BEI (Bursa Efek Indonesia), yaitu Astra International, Barito Pacific, BDNI, Darya Varya dan Indosat). Ia menemukan bahwa strategi *active trading* memberikan imbal hasil yang lebih besar (rata-rata sebesar 20,8%) daripada strategi *buy-and-hold* (-4,2%). Perlu diteliti lebih lanjut, apakah memang ada kondisi yang berbeda di BEI, atau disebabkan oleh bias pemilihan saham yang kurang representatif (*selection bias*), atau ada penyebab lain seperti metodologi yang berbeda.

### 2.2.2 Penelitian Imbal Hasil Historis Reksa Dana

Zweig (2002) muncul sebagai pihak yang menggunakan pendekatan berbeda dari konsensus umum dan standar yang berlaku di dunia keuangan (lihat bagian 2.1.1). Seperti halnya Dichev, ia menyarankan penggunaan DWR dalam menghitung imbal hasil investor karena lebih dapat menggambarkan aktivitas perdagangan dari sisi pandang investor. Ia juga berpendapat bahwa manajer investasi seharusnya 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. Namun banyak manajer investasi yang justru terus menawarkan reksa dana kepada investor dengan memberikan laporan imbal hasil historis berupa HPY (yang mengasumsikan *buy-and-hold*).

Dalam penelitiannya, ia menulis bahwa memang ada sejumlah pengelola reksa dana di Amerika Serikat bahkan menolak menerima investor baru atau modal tambahan di saat harga reksa dana mereka pada kondisi terbaik. Ada juga manajer investasi yang mendorong investor untuk melakukan investasi secara *buy-and-hold*. Sementara di Bahrain, ada pengelola reksa dana syariah yang menolak penjualan kembali (*redemption*) di bawah US\$ 10,000 (Ahmed, 2001). Di Indonesia sendiri, penulis mengamati ada reksa dana yang bahkan membebankan biaya penjualan kembali (*redemption fee* atau *back-end load fee*) hingga 3% kepada investor yang menarik modal sebelum satu tahun. Semua ini dilakukan guna menggiatkan pola investasi jangka panjang.

Namun demikian, tidak semua pengelola reksa dana melakukan hal tersebut. Kebanyakan investor masuk (menambah modal) di saat yang salah dan keluar (menarik modal) di saat yang salah, dan manajer investasi tidak mungkin menolak

tambahan modal dari investor. Hal ini terkait dengan besarnya biaya manajemen (*management fee*) yang diterima pengelola reksa dana jika investor semakin sering menambah dan menarik modal.

Zweig, dibantu Trzcinka, Siegel and Aurther dari Money Research, meneliti *shareholder return* (imbal hasil investor) dengan metode DWR atau IRR dengan memperhitungkan arus kas masuk dan keluar selama periode investasi. *Investor return* ini kemudian dibandingkan dengan *fund return* berupa *total return* (HPY satu periode tertentu) yang dilaporkan oleh reksa dana. Mereka menemukan bahwa reksa dana di Amerika Serikat selama tahun 1998-2001 memberikan rata-rata imbal hasil 5,7% (dianualisasi), sementara *investor* reksa dana hanya mendapatkan 1% (dianualisasi).

ANNUALIZED RETURN 1998-2001			
FUND NAME	PORTFOLIO	SHAREHOLDER	DIFFERENCE
<b>BEST</b>			
Fidelity Adv. Growth Opp. T	-2.8%	0.9%	3.7%
Fidelity Destiny I	-3.4	-1.7	1.7
American Century Select Inv.	5.5	6.9	1.4
Fidelity Growth & Income	5.9	7.3	1.4
Fidelity Equity-Income II	6.4	7.5	1.2
Fidelity Contrafund	7.6	8.7	1.1
AIM Weingarten A	-1.5	-0.5	0.9
W&R Adv. Core Invest. A	7.6	8.5	0.9
AIM Constellation A	4.1	5.0	0.9
GE S&S Program Mutual	7.9	8.6	0.7
<b>WORST</b>			
Fidelity Aggressive Growth	2.8%	-24.1%	-26.9
Vanguard Capital Opportunity	29.2	5.2	-23.9
Invesco Dynamics Inv.	7.0	-14.4	-21.4
Janus Mercury	13.9	-7.4	-21.3
Fidelity Select Electronics	21.7	7.6	-14.0
Van Kampen Emerging Growth A	13.2	-0.7	-13.9
Alliance Premier Growth B	3.4	-9.2	-12.5
SEI Inst. Mgd. Large Cap Growth A	2.5	-8.3	-10.8
Fidelity Growth Company	12.4	1.9	-10.5
Fidelity OTC	7.7	-2.7	-10.4

**Grafik 3.2 Imbal Hasil Portofolio dan Imbal Hasil Investor dari Reksa Dana di Amerika Serikat**

Sumber: Zweig (2002).

Kondisi *investor return* atau imbal hasil investor yang lebih rendah daripada *fund return* imbal hasil reksa dana ini tidak berlaku untuk semua reksa dana yang diteliti. Namun, secara umum rata-rata imbal hasil investor lebih rendah daripada imbal hasil reksa dana (lihat Grafik 3.2). Dari 6900 reksa dana di Amerika Serikat, ada sejumlah reksa dana yang imbal hasil investornya lebih tinggi daripada imbal hasil reksa dananya. Akan tetapi untuk 10 reksa dana terbaik, rata-rata imbal hasil investor hanya lebih tinggi 1,3 poin daripada imbal hasil reksa dana. Sedangkan untuk 10 reksa dana terburuk, rata-rata imbal hasil investor lebih rendah 16,56 poin daripada imbal hasil reksa dana.

Zweig mengakui bahwa para manajer investasi tidaklah memberikan informasi yang salah kepada investornya. Metode perhitungan tingkat imbal hasil reksa dana yang mereka gunakan sudah sesuai dengan peraturan yang dikeluarkan oleh regulator. Namun ada satu kelemahan mendasar dari metode tersebut. Yaitu, bahwa *total return* menghitung imbal hasil reksa dana yang diendapkan sejak awal hingga akhir periode pengukuran, tanpa ada penambahan atau pengurangan modal di tengah periode. Pada kenyataannya, jarang sekali investor yang menginvestasikan dananya sekaligus (*lump sum*) di awal dan mengendapkannya selama 1, 2 atau 3 tahun, yaitu periode yang umum dalam laporan kinerja reksa dana. Asumsi yang dipakai dalam menghitung *total return* adalah ini mengandung bias dan kurang akurat dari sisi pandang investor.

Zweig menyatakan bahwa imbal hasil investor tidak hanya merefleksikan perilaku investasi tetapi juga perilaku investor. Imbal hasil investor secara umum *lag* (terlambat) dibandingkan imbal hasil reksa dana mereka. Penyebabnya adalah investor cenderung menambah modal setelah imbal hasil yang tinggi, dan segera setelah pasar menjadi jenuh, imbal hasil mulai menurun. Perilaku umum dari investor ini perlu diperhatikan karena menimbulkan pola investasi yang kurang tepat di pasar modal.

Hal ini menjadi sangat penting karena dunia reksa dana di Indonesia relatif baru dan banyak investor awam belum memahaminya dengan benar. Penelitian yang dilakukan oleh Tim Studi Tipologi Investor Reksa Dana dari Bapepam-LK (2007) menemukan fakta menarik. Dari hasil survei yang dikirimkan kepada agen penjual reksadana di Jakarta, Bandung, Semarang dan Denpasar, mayoritas investor

reksadana (42,02%) berusia di atas 50 tahun dan investor yang berusia di atas 50 tahun tersebut kebanyakan berinvestasi pada reksa dana saham. Selain itu, didapatkan pula bahwa mayoritas investor memiliki tujuan berinvestasi dengan jangka waktu kurang dari 1 tahun, namun proporsi terbesar dari investor dengan jangka waktu kurang dari 1 tahun justru terdapat pada reksa dana saham. Temuan ini bertolak belakang dengan kerangka risiko baik menurut usia ataupun jangka waktu investasi. Fakta tersebut menunjukkan bahwa sosialisasi mengenai panduan berinvestasi di pasar modal, terutama konsep *risk-return* dan *time horizon*, harus segera menjadi perhatian dari pihak-pihak yang berkepentingan.

### 2.3 Penerapan Teori dalam Pemecahan Masalah

Zweig (2002) dan Dichev (2004) menemukan bahwa imbal hasil aset (yang mengasumsikan *buy-and-hold*) secara umum lebih tinggi daripada imbal hasil investor yang sebenarnya (yang menggambarkan *active trading*). Dichev menyatakan keduanya baru akan berbeda jika ada korelasi material antara arus modal investor dari investor dengan imbal hasil sebelum yang tinggi dan imbal hasil sesudah yang rendah. Menurut Zweig, hal ini menggambarkan tendensi perilaku *active trading* secara reaktif dari investor reksa dana di Amerika Serikat secara umum (sebagai kebalikan dari investasi *buy-and-hold*). Dichev juga menemukan adanya korelasi ini dalam penelitiannya pada saham-saham di NYSE/AMEX dan Nasdaq.

Dari berbagai penelitian sebelumnya, terlihat bahwa metode HPY satu periode dan TWR multi periode yang umum digunakan selama ini mengandung bias dan secara umum lebih tinggi daripada metode DWR. Metode HPY dan TWR mengasumsikan investor melakukan investasi *buy-and-hold* tanpa melakukan aktivitas apapun. Sedangkan metode DWR yang dikalkulasi dengan perhitungan IRR lebih akurat dalam menggambarkan *active trading* dari investor, karena memperhitungkan *timing* dan nilai arus modal sepanjang periode investasi. Setiap metode perhitungan imbal hasil memiliki kelebihan dan kekurangan jika ditinjau dari sisi pandang yang berbeda-beda dan dalam kasus yang berbeda-beda. Dari sisi pandang manajer investasi, lebih sesuai jika digunakan metode HPY atau TWR

(Bodie dkk., 2002, Reilly dkk., 2006 dan AIMR, 1999). Namun dari sisi pandang investor secara umum, Zweig (2002) dan Dichev (2004) lebih menyarankan penggunaan DWR dalam laporan imbal hasil investor.

Laporan imbal hasil historis yang kurang akurat dalam menggambarkan aktivitas investor yang sebenarnya dapat mempengaruhi pola aktivitas investor, terutama investor awam. Banyak investor berlomba-lomba menambah modal karena tertarik pada imbal hasil historis yang tinggi, menyebabkan pasar menjadi jenuh, dan imbal hasil mulai menurun. Perilaku umum dari investor ini perlu diperhatikan karena berpotensi membuat pasar modal menjadi tidak stabil. Dalam kasus ekstrem misalnya, begitu harga-harga saham naik, para investor awam akan segera menambah modal di reksa dana saham. Manajer investasi harus langsung menginvestasikan modal baru ini membeli lagi saham-saham yang harganya sudah naik. Permintaan yang tinggi menyebabkan harga-harga saham tentunya akan semakin meningkat. Lalu para investor tadi akan terpacu kembali untuk memasukkan modalnya. Untuk beberapa saat, kondisi ini akan dilihat oleh para pelaku pasar sebagai indikasi bursa yang sedang mengalami kenaikan (*bullish*). Namun kemampuan pasar ada batasnya, dan kondisi ini tidak akan bertahan lama. Bursa akan mencapai titik jenuh dan segera mengalami penurunan (*bearish*) atau bahkan kejatuhan (*crash*). Hal ini akan mengakibatkan banyaknya investor yang mengalami kerugian.

Karena itulah, perlu diketahui apakah kasus yang sama juga terjadi di pasar modal Indonesia, khususnya pada investor saham syariah di BEI. Untuk itu, perlu diteliti selisih nilai imbal hasil aset yang dihitung dengan metode TWR dan imbal hasil investor yang dihitung dengan metode DWR. Sebagai obyek penelitian dipilih JII (*Jakarta Islamic Index*) untuk mewakili saham syariah di BEI. Sesuai metodologi penelitian Dichev, imbal hasil aset atau TWR dihitung dengan mencari GM dari imbal hasil bulanan. Sedangkan imbal hasil investor atau DWR dihitung dengan IRR berdasarkan distribusi modal bersih ke investor setiap bulan. Selanjutnya, rata-rata yang didapat dengan metode TWR dibandingkan dengan DWR. Dichev menguji selisih rata-rata dari kedua sampel dengan *randomization test*. Namun dalam penelitian ini digunakan *Student's T-test* untuk menguji selisih rata-rata dari dua sampel berhubungan yang lebih sederhana. Jika penelitian ini

menghasilkan imbal hasil aset yang lebih tinggi daripada imbal hasil investor, dapat dikatakan perhitungan imbal hasil dengan metode TWR cenderung bias ke atas.

Kemudian perlu diteliti pula perilaku investasi dari investor saham-saham JII secara umum. Yaitu, apakah investor secara agregat cenderung bertransaksi dengan menambah modal (yaitu membeli saham) setelah imbal hasil yang tinggi (dan sebelum imbal hasil yang rendah). Sesuai uraian sebelumnya, kondisi ini ditunjukkan oleh:

- korelasi negatif antara arus modal ke investor dengan imbal hasil sebelum
- korelasi positif antara arus modal ke investor dengan imbal hasil sesudah.

Dalam penelitiannya, Dichev menggunakan uji korelasi Pearson dan Spearman dengan hasil yang tak jauh berbeda. Karena itu, dalam penelitian ini hanya digunakan uji korelasi Pearson saja. Jika penelitian ini menghasilkan kedua korelasi tersebut, dapat dikatakan investor saham-saham JII pada umumnya telah melakukan *active trading* secara reaktif.

Kalau kedua hal tersebut terbukti, secara agregat investor saham-saham JII sebenarnya mendapatkan imbal hasil yang lebih rendah tanpa menyadarinya. Maka barulah dapat dipastikan bahwa metode DWR sesuai untuk mengukur imbal hasil historis dari investor saham-saham JII. Hal ini karena metode DWR lebih akurat dalam menggambarkan kegiatan *active trading* yang sesungguhnya dari investor, sekaligus memperkuat teori Zweig dan Dichev. Terkait penerapan prinsip-prinsip syariah Islam di pasar modal, perlu ada langkah untuk menjamin prinsip kejujuran dan keadilan bagi investor dalam hal laporan kinerja investasi. Lalu, terkait prinsip berinvestasi di pasar modal Islami, perlu dikaji pula bagaimana perpektif ekonomi dan keuangan Islam dalam memandang kedua pola investasi tersebut.

Seperti telah dituturkan sebelumnya, penelitian ini tidak bermaksud untuk menghindari perhitungan imbal hasil aset dengan metode TWR. Perhitungan imbal hasil investor dengan metode DWR pun tidak selalu sesuai dalam segala kondisi, karena setiap metode memiliki kelebihan dan kekurangan masing-masing. Untuk mengevaluasi kinerja manajer investasi secara lebih adil, sebaiknya tetap digunakan metode perhitungan *buy-and-hold* seperti TWR untuk multi periode atau HPY untuk satu periode sebagaimana disarankan oleh Bodie dkk. (2002) serta Reilly dkk. (2006).

Selain itu, penelitian ini juga tidak bermaksud untuk menghindari *active trading*. Kegiatan *active trading* tidak selalu menyebabkan imbal hasil investor menjadi berkurang dibandingkan investasi *buy-and-hold*, karena kegiatan *active trading* yang dilakukan cermat dapat pula menguntungkan. Namun demikian, Metwally (1995), Chapra (2000), Obaidullah (2001) serta Ash-Shawi dan Al-Mushlih (2004) menyatakan bahwa ajaran Islam lebih mendorong investasi dalam jangka panjang. Hal ini demi menghindari kemungkinan terjerumusnya investor dalam kegiatan spekulasi (*maysir*) jangka pendek. Bahkan Chapra (2000) pun mengingatkan bahwa investor sejati tidak akan berniat ikut serta dalam perdagangan saham jangka pendek.

Dengan demikian, investor perlu berhati-hati dalam mengamati laporan imbal hasil historis. Terlebih lagi jika imbal hasil ini dihitung metode TWR yang mengasumsikan investasi *buy-and-hold* tanpa memperhitungkan setiap aktivitas perdagangan investor sebelumnya secara agregat. Dalam hal ini investor sebaiknya membandingkannya dengan laporan imbal hasil yang menggunakan metode DWR yang lebih akurat dalam menggambarkan aktivitas perdagangan sebelumnya.