



*Hak cipta dilindungi Undang-Undang*

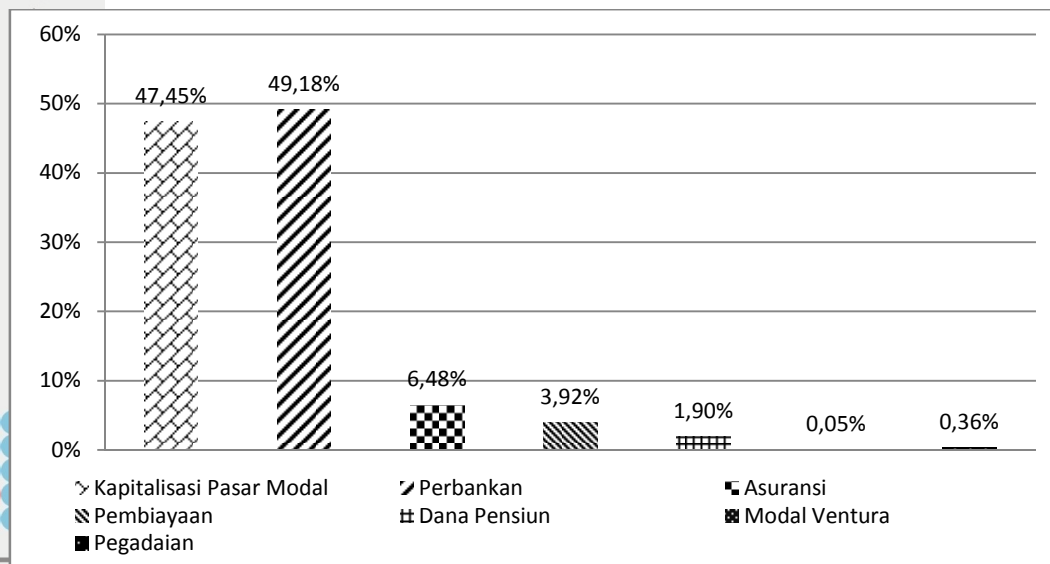
1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang menggunakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

# 1 PENDAHULUAN

## Latar Belakang

Masyarakat Indonesia lebih banyak mengenal bahwa program pensiun hanya dapat dimiliki oleh seseorang yang berstatus Pegawai Negeri Sipil (PNS). Tidak mengherankan jika masih banyak pendapat yang beranggapan bahwa status sebagai PNS masih cukup menjanjikan dengan alasan adanya kesinambungan penghasilan setelah masa purnabakti. Kenyataannya tidaklah demikian, program pensiun dapat dimiliki oleh setiap orang, baik karyawan swasta ataupun pegawai mandiri. Ada perusahaan yang memang mendirikan Dana Pensiun Pemberi Kerja (DPPK) dengan tujuan memberikan penghargaan kepada karyawannya setelah masa purnabakti, namun ada pula yang mengikutsertakan pegawainya sebagai peserta pensiun pada Dana Pensiun Lembaga Keuangan (DPLK). Para pekerja mandiri pun dapat menjadi peserta pensiun pada DPLK.

Payung hukum keberadaan industri dana pensiun di Indonesia sudah ada sejak 20 tahun yang lalu, yaitu sejak disahkannya Undang-undang nomor 11 tahun 1992 tentang Dana Pensiun (Undang-undang Dana Pensiun). Dalam kurun waktu 20 tahun, dana pensiun di Indonesia memang belum dapat dikatakan sebagai industri yang berkembang dengan pesat seperti halnya industri keuangan lainnya. Berdasarkan Gambar 1, industri perbankan dan pasar modal merupakan industri yang persentasenya paling besar terhadap produk domestik bruto (PDB), yaitu hampir mencapai 50%. Sementara itu, industri keuangan lainnya masih di bawah 10%, bahkan sumbangsih kekayaan dana pensiun terhadap produk domestik bruto pun hanya sebesar 1,9%. Berdasarkan data Bapepam-LK (2011), rata-rata kekayaan dana pensiun terhadap produk domestik bruto sejak tahun 2006 sampai dengan tahun 2010 adalah sekitar 2%.

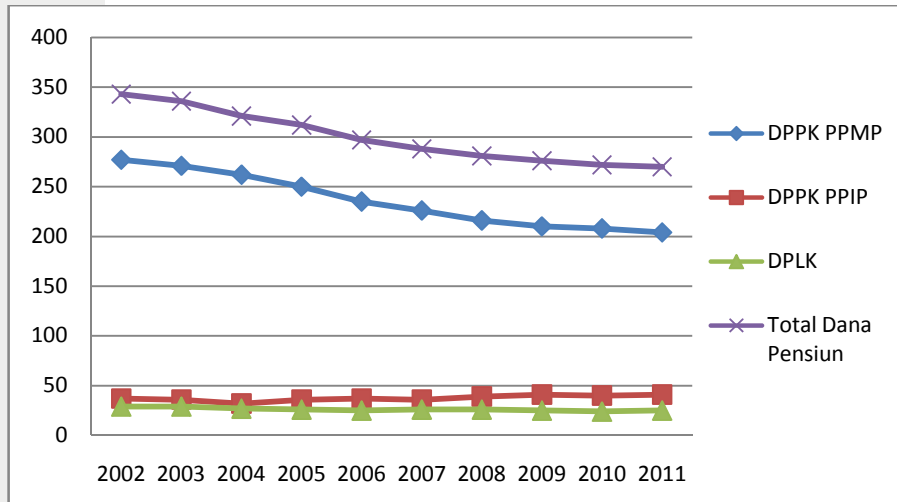


Sumber : Bapepam-LK, BI, dan Perum Pegadaian dalam Laporan Tahunan Industri Perusahaan Pembiayaan Tahun 2011

Gambar 1 Persentase industri keuangan terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) tahun 2011

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

Berdasarkan data Bapenam-LK (2012a), jumlah dana pensiun dalam sepuluh tahun terakhir mengalami penurunan, khususnya dana pensiun dengan skema Program Pensiun Manfaat Pasti (PPMP). Hingga akhir tahun 2011, dana pensiun yang berstatus aktif berjumlah 272 dana pensiun, yang terdiri dari 247 DPPK dan 25 DPLK. Dari 247 DPPK terdiri dari 206 DPPK Program Pensiun Manfaat Pasti (PPMP) dan 41 DPPK Program Pensiun Iuran Pasti (PIIP). Walaupun secara entitas jumlah dana pensiun dengan skema PPMP terlihat besar, namun jika dilihat dari jumlah pemberi kerja yang menggunakan skema PPMP sebenarnya hanya sebagian kecil. Jumlah pemberi kerja yang memiliki program pensiun melalui DPPK adalah sejumlah 1.582 pemberi kerja, sedangkan jumlah pemberi kerja yang menyediakan program pensiun DPLK berjumlah 3.355 pemberi kerja. Saat ini, pemberi kerja cenderung mendirikan dana pensiun dengan skema PPIP atau mengikutsertakan pegawainya pada DPLK. Perkembangan jumlah dana pensiun dalam sepuluh tahun terakhir dapat dilihat pada Gambar 2.



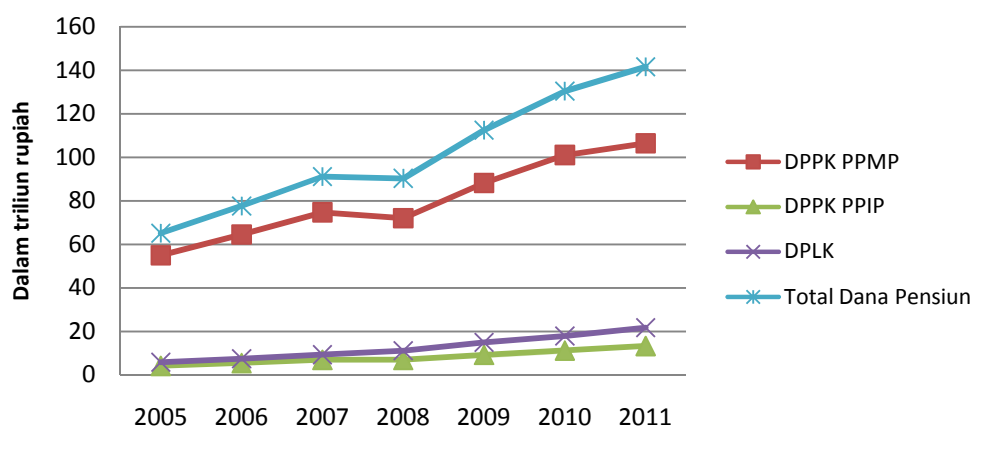
Sumber : Bapenam-LK, 2012a (data olahan)

Gambar 2 Jumlah dana pensiun tahun 2002 - 2011

Berdasarkan Undang-undang Dana Pensiun, dana pensiun didefinisikan sebagai badan hukum yang mengelola dan menjalankan program yang menjanjikan manfaat pensiun. Seperti halnya perusahaan asuransi ataupun bank, dana pensiun juga termasuk lembaga *intermediary*, yang mengumpulkan dana pihak ketiga. Walaupun persentase kekayaan dana pensiun dibandingkan PDB masih relatif kecil dan jumlah dana pensiun juga terus menurun, pertumbuhan aset/investasi dan peserta program pensiun di Indonesia terus mengalami peningkatan. Berdasarkan Gambar 3, nilai aset dana pensiun pada tahun 2005 hanya sebesar Rp65,17 triliun, sedangkan pada akhir tahun 2011, nilai tersebut mencapai Rp141,58 triliun atau mengalami peningkatan lebih dari dua kali lipatnya. Berdasarkan data Bapenam-LK (2012a), pertumbuhan jumlah peserta pada tahun 2011 mencapai 9,39%. Kenaikan pada tahun tersebut merupakan kenaikan yang cukup besar dikarenakan kenaikan pada tahun-tahun sebelumnya hanya mencapai 5%.



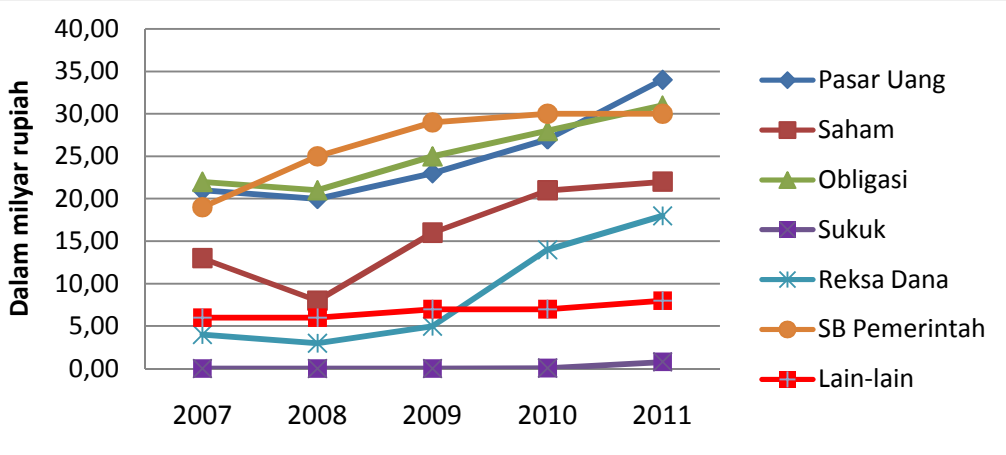
Hak cipta dilindungi Undang-Undang



Sumber : Bapepam-LK, 2012a (data olahan)

Gambar 3 Jumlah aset dana pensiun tahun 2005 – 2011

Besarnya dana yang harus dikelola oleh dana pensiun dan besarnya potensi dana yang dimiliki oleh dana pensiun diharapkan juga dapat menggerakkan roda perekonomian Indonesia. Jika dilihat dari alokasi investasi dana pensiun per akhir tahun 2011 yang mencapai Rp137 triliun, dana tersebut tentunya bukan merupakan dana yang kecil. Dana tersebut tersebar pada instrumen pasar uang (deposito, *deposito on call*, sertifikat deposito, dan sertifikat Bank Indonesia), pasar modal (obligasi, sukuk, saham, dan reksadana), tanah dan bangunan, surat berharga negara, dan penyertaan langsung. Berdasarkan data Bapepam-LK (2012a), dalam kurun waktu 1997-2003, proporsi investasi dalam bentuk deposito mencapai 70% dari total investasi Dana Pensiun. Namun demikian, sejalan dengan semakin menurunnya tingkat suku bunga deposito, dana pensiun mulai melakukan penempatan investasi pada pasar modal. Jika pada tahun 2003, penempatan investasi pada pasar modal hanya berkisar 20%, maka pada tahun 2011 hampir mencapai 50%. Perkembangan portofolio investasi dana pensiun dapat dilihat pada Gambar 4.

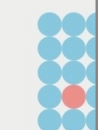


Sumber : Bapepam-LK, 2012 (data olahan)

Gambar 4 Portofolio investasi dana pensiun tahun 2007 - 2011

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :  
 a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.  
 b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.

2. Dilarang menggunakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis  
 Institut Pertanian Bogor

IPB-IPB



1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

Dana pensiun dalam menjalankan pengelolaan dananya menggunakan prinsip kehati-hatian (*prudent*). Namun demikian, sebagaimana kita ketahui semakin besar *return* yang ingin diperoleh, maka akan semakin besar pula risiko yang dihadapi (*risk-return trade-off*). Pemerintah mengatur tentang pengelolaan investasi yang dilakukan oleh dana pensiun melalui Peraturan Menteri Keuangan nomor 199/PMK.010/2008 tentang Investasi dana pensiun. Adanya peraturan ini diharapkan dapat menjadi panduan bagi dana pensiun dalam menginvestasikan dana kelolaannya agar dapat memperoleh hasil yang optimal, namun tetap memperhatikan aspek kehati-hatian (*prudent*) sehingga dapat melindungi kepentingan peserta.

Penelitian ini akan difokuskan pada Dana Pensiun Lembaga Keuangan (DPLK) yang menjalankan Program Pensiun Iuran Pasti (PPIP). Berbeda dengan dana pensiun yang menjalankan Program Pensiun Manfaat Pasti (PPMP), risiko investasi dana pensiun dengan Program Pensiun Iuran Pasti (PPIP) ada pada peserta pensiun. Hal ini sesuai dengan definisi PPIP menurut Undang-undang Dana Pensiun bahwa Program Pensiun Iuran Pasti (PPIP) adalah program pensiun yang iurannya ditetapkan dalam Peraturan Dana Pensiun (PDP) dan seluruh iuran serta hasil pengembangannya dibukukan pada rekening peserta sebagai manfaat pensiun. Semakin baik kinerja keuangan dan kinerja investasi yang dilakukan oleh dana pensiun, maka akan semakin besar manfaat pensiun yang akan diterima oleh peserta DPLK.

Setiap DPLK biasanya menawarkan beberapa alternatif pilihan paket investasi bagi pesertanya. Paket investasi itu bebas dipilih oleh setiap peserta pensiun sesuai dengan seberapa besar tingkat *risk-return* yang diekpektasikannya. Namun, investasi pada pihak mana akan ditempatkan dan seberapa besar komposisi penempatan pada setiap kelas aset investasi tetap menjadi kebijakan dari DPLK. Lonkani *et al.* (2013) berpendapat bahwa *selectivity* dan *market timing* merupakan dua kemampuan dasar bagi pengelola dana yang dapat menentukan kinerja dari dana yang dikelolanya. Oleh karena itu, diperlukan sebuah kemampuan dan pengetahuan yang baik tentang portofolio dan risiko untuk dapat mengetahui faktor-faktor yang dapat memengaruhi tingkat imbal hasil (*return*) dari penempatan investasi yang dilakukan serta kemampuan dalam melakukan pemilihan portofolio investasi (*selectivity*) dan kemampuan *market timing*.

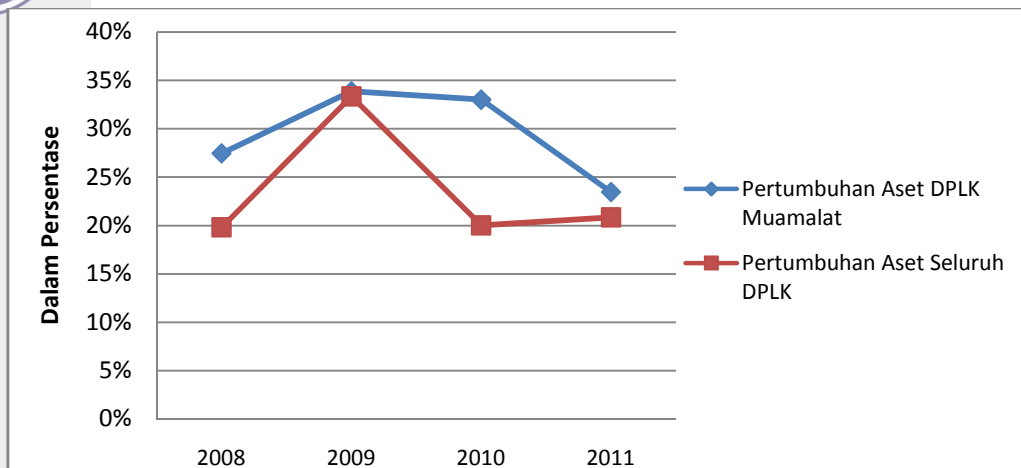
### Perumusan Masalah

Perkembangan ekonomi syariah di Indonesia terlihat dari pesatnya perkembangan industri perbankan syariah. Hal ini berdampak positif terhadap perkembangan industri keuangan lainnya (Febriyanti 2008). DPLK Muamalat merupakan salah satu dari 24 DPLK yang ada di Indonesia dan merupakan satu-satunya DPLK yang menggunakan prinsip syariah. Berdasarkan Gambar 5, pertumbuhan aset DPLK dalam lima tahun terakhir rata-rata berada di atas 20% dari tahun sebelumnya. Pertumbuhan ini juga masih lebih tinggi dari pertumbuhan aset DPLK secara keseluruhan. Pertumbuhan aset yang cukup baik membutuhkan perhatian khusus dari Pendiri DPLK bahwa DPLK merupakan salah satu unit bisnis yang cukup menjanjikan.



Hak cipta dilindungi Undang-Undang

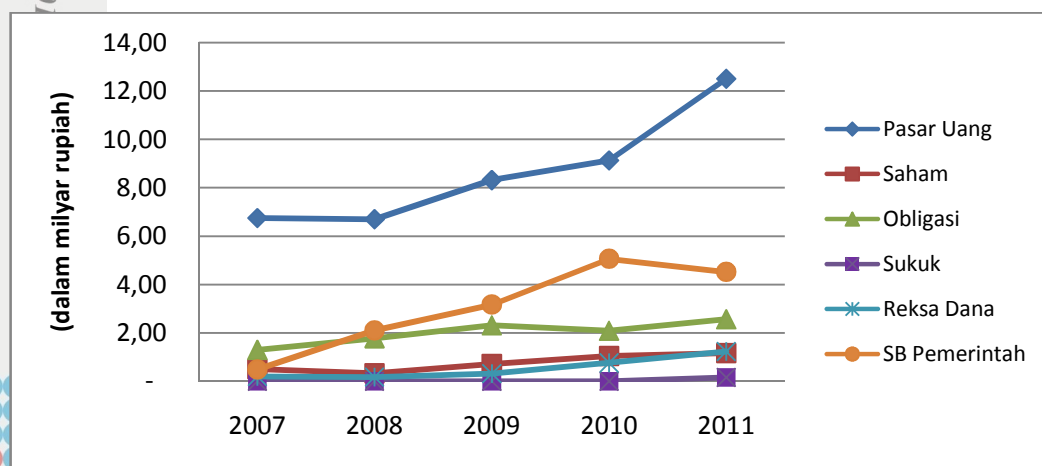
1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



Sumber : Bapepam-LK, 2012 (Data olahan)

Gambar 5 Pertumbuhan aset DPLK Muamalat dibandingkan dengan aset seluruh DPLK

Secara umum kondisi portofolio investasi seluruh DPLK sedikit berbeda dengan industri dana pensiun. Berdasarkan Gambar 6, dalam kurun waktu tahun 2007-2011, sebagian besar penempatan investasi yang dilakukan oleh DPLK masih didominasi dengan penempatan pada pasar uang dan surat berharga pemerintah, sedangkan penempatan investasi pada instrumen pasar modal masih rendah. Begitu pula dengan kondisi pada tahun 2011, penempatan pada pasar uang sebesar 56% masih mendominasi investasi DPLK, selanjutnya penempatan pada surat berharga pemerintah mencapai 20%, obligasi dan sukuk 13%, dan sisanya penempatan pada reksa dana dan saham. Paket investasi yang dipilih oleh peserta pensiun pada DPLK Muamalat juga menunjukkan kondisi yang hampir sama, di mana sebagian besar peserta memilih paket dimana paket tersebut ditempatkan hampir seluruhnya pada deposito.



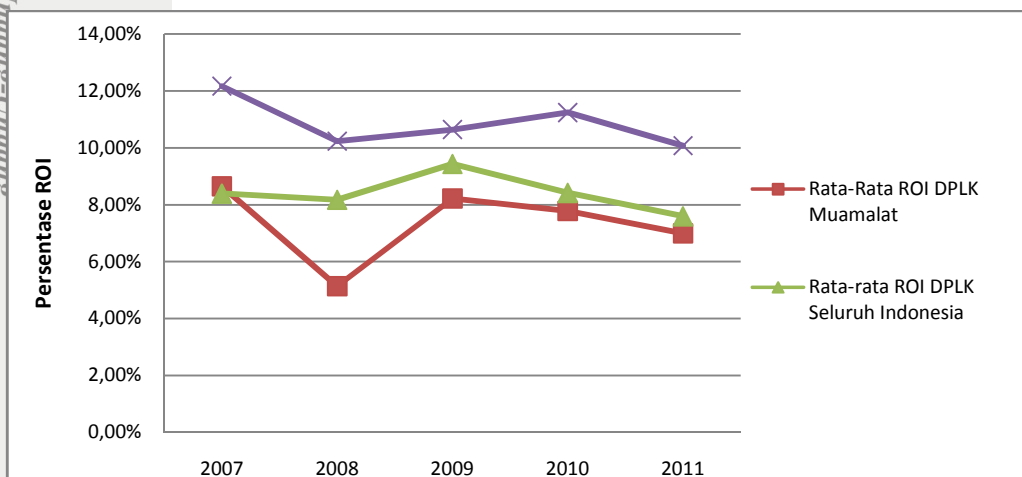
Sumber : Bapepam-LK, 2012 (Data olahan)

Gambar 6 Portofolio investasi seluruh DPLK tahun 2011

Pengurus DPLK melaporkan secara rutin kinerja portofolio investasinya kepada peserta. Kinerja dari DPLK tentunya menjadi salah satu komponen yang dapat dijadikan pertimbangan bagi para calon peserta DPLK dalam melakukan

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :  
 a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.  
 b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.  
 2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

pemilihan DPLK. Kinerja yang baik merupakan nilai lebih bagi DPLK dan dapat menjadi daya tarik tersendiri bagi pemberi kerja atau pekerja mandiri yang ingin ikut serta dalam program pensiun yang ditawarkan oleh DPLK Muamalat. Berdasarkan Gambar 7, dalam lima tahun terakhir, kinerja investasi DPLK Muamalat masih belum menunjukkan kinerja yang cukup baik, karena tingkat pengembalian hasil (*return on investment/ROI*) dari DPLK Muamalat berada di bawah rata-rata industri dana pensiun, baik khusus DPLK maupun untuk seluruh industri Dana Pensiun, kecuali yang terjadi pada tahun 2007 yang menunjukkan kinerja investasi dari DPLK Muamalat masih lebih baik dari kinerja DPLK secara keseluruhan.



Sumber : Bapepam-LK, 2012 (Data Olahan)

Gambar 7 Rata-rata *return on investment* DPLK Muamalat dibandingkan dengan industri dana pensiun dan DPLK seluruh Indonesia

Evaluasi atas kinerja portofolio perlu dilakukan oleh DPLK Muamalat. Ardianto (2004) menyatakan bahwa evaluasi kinerja dibutuhkan untuk mengetahui kinerja yang dihasilkan mencapai target yang telah ditentukan, baik yang mencakup *return* portofolio gabungan atau masing-masing kelas aset investasi atau *fund manager* yang digunakan. Selain itu, hal ini juga dimaksudkan untuk dapat menjadi bahan pertimbangan dalam menentukan kebijakan investasi selanjutnya dan sebagai sarana umpan balik dan kontrol. Dengan evaluasi berkesinambungan, diharapkan kerugian dapat ditekan sekecil-kecilnya dan peluang dapat diambil sebesar-besarnya. Ekandini (2008) menyatakan bahwa kinerja dapat tercermin dalam dua faktor, yaitu kemampuan *market timing* dan *stock selection* para pengelola dana.

Berdasarkan hal-hal yang telah diuraikan sebelumnya, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagaimana tingkat *return* dan risiko setiap jenis kelas aset investasi DPLK Muamalat dalam kurun waktu November 2011 sampai dengan Juni 2013.
2. Bagaimana kinerja portofolio yang dihasilkan dengan menggunakan metode *risk-adjusted performance*.



Hak cipta dilindungi Undang-Undang

3. Bagaimana kemampuan *selectivity* dan kemampuan *market timing* dalam pemilihan portofolio kelas aset investasi.

### Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah dikemukakan, tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Menganalisis kinerja setiap kelas aset investasi DPLK Muamalat dalam dalam kurun waktu November 2011 sampai dengan Juni 2013, baik tingkat *return* maupun tingkat risiko.
2. Mengevaluasi kinerja portofolio kelas aset investasi menggunakan metode *risk-adjusted performance*.
3. Menganalisis kemampuan *selectivity* dan kemampuan *market timing* dalam pemilihan portofolio kelas aset investasi.

### Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Manfaat bagi penulis, yaitu agar dapat memahami proses pengelolaan investasi secara teori dan praktik dalam suatu institusi, khususnya DPLK.
2. Manfaat bagi Dana Pensiun bersangkutan, yaitu agar hasil penelitian ini dapat memberikan bahan masukan dan bahan pertimbangan dalam mengoptimalkan pengelolaan portofolio agar dapat meningkatkan manfaat pensiun peserta.
3. Manfaat bagi akademisi, yaitu agar dapat digunakan sebagai salah satu referensi dalam memperkaya keilmuan terutama di bidang ilmu keuangan dan semoga dapat menjadi inspirasi untuk penelitian lain yang lebih sempurna.
4. Manfaat bagi masyarakat umum, yaitu agar dapat menambah wawasan yang lebih luas dalam mengelola portofolio investasi dan menilai hasil kinerjanya.

### Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian ini dibatasi pada data yang terdapat pada DPLK Muamalat. Instrumen investasi yang dibahas dalam penelitian ini hanya mencakup instrumen sukuk, reksadana, dan saham. DPLK Muamalat merupakan Dana Pensiun yang menjalankan pengelolaan investasinya berdasarkan prinsip syariah, sehingga instrumen investasi yang dipilih pun harus sesuai dengan kaidah syariah.

Evaluasi kinerja portofolio investasi hanya dilakukan dengan menggunakan pendekatan *risk-adjusted performance* yang meliputi empat metode, yaitu *Treynor's measure*, *Sharpe's measure*, *Jansen's measure*, dan

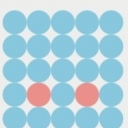
© Hak cipta milik IPB, tahun 2014



Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis  
Institut Pertanian Bogor

MB-IPB

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :  
a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.  
b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.  
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



*Appraisal ratio's measure*. Analisis kemampuan *selectivity* dan *market timing* dibatasi pada model Treynor-Mazuy dan model Henriksson-Merton.

Variabel makroekonomi yang digunakan adalah suku bunga Sertifikat Bank Indonesia jangka waktu 1 bulan yang digunakan sebagai indikator suku bunga bebas risiko ( $R_f$ ). *Benchmark return market* ( $R_m$ ) yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan *infovesta corporate bond indeks* (ICBI) untuk kelas aset investasi sukuk, *infovesta equity fund indeks* (IEFI) untuk kelas aset investasi reksa dana, dan indeks harga saham gabungan (IHSG) untuk kelas aset investasi saham.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :

- a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

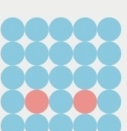




*Hak cipta dilindungi Undang-Undang*

© Hak cipta milik IPB

**Untuk Selengkapnya Tersedia di Perpustakaan MB-IPB**



**MB-IPB**  
Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis  
Institut Pertanian Bogor

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang menggunakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.