

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Profil Perusahaan

Dana Pensiun Muhammadiyah merupakan lembaga yang didirikan oleh Pimpinan Pusat (PP) Muhammadiyah berdasarkan Surat Keputusan Nomor: 42/SK-PP/I-A/1.a/1999 tanggal 15 Juni 1999 tentang Badan Usaha Dana Pensiun Muhammadiyah dan Peraturannya disahkan dengan Nomor: 89/SK.PP/I-A/3.C/1999, tanggal 05 November 1999. Dana Pensiun Muhammadiyah secara resmi beroperasi pada tahun 2000 setelah ditetapkannya Keputusan Menteri Keuangan RI Nomor: KEP-282/KM.17/2000, tanggal 03 Juli 2000.

Sebelum Dana Pensiun Muhammadiyah ini berdiri, telah berdiri 2 dana pensiun di bawah Persyarikatan Muhammadiyah yaitu, Dana Pensiun Rumah Sakit Islam (Dapersi) dan Dana Pensiun Pegawai Rumah Sakit PKU Muhammadiyah Yogyakarta. Dapersi didirikan oleh Yayasan Rumah Sakit Islam Jakarta dan Dana Pensiun Pegawai Rumah Sakit PKU Muhammadiyah Yogyakarta didirikan oleh Direksi Rumah Sakit PKU Yogyakarta. Walaupun demikian, PP Muhammadiyah ingin memiliki dana pensiun yang didirikan oleh PP Muhammadiyah dan akan menaungi kebutuhan manfaat pensiun seluruh anggota Muhammadiyah secara nasional. Untuk merealisasikan hal tersebut didirikanlah Dana Pensiun Muhammadiyah dimana PP Muhammadiyah sebagai Pendiri dan Universitas Muhammadiyah Yogyakarta sebagai Mitra Pendiri.

Dana Pensiun Muhammadiyah yang selanjutnya akan disebut DPM merupakan Dana Pensiun Pemberi Kerja (DPPK) dengan Program Pensiun Manfaat Pasti (PPMP). Lembaga Keuangan Non-Bank ini didirikan berdasarkan pertimbangan perkembangan amal-amal usaha (unit usaha) Muhammadiyah yang sangat pesat di Indonesia, diharapkan dengan disertakannya pegawai Program Dana Pensiun akan mempengaruhi komitmen, loyalitas dan kinerja pegawai yang bersangkutan serta meningkatnya pelayanan pemberi kerja pada para pekerjanya.

Tujuan dibentuknya DPM adalah untuk menjaga kesinambungan kesejahteraan bagi peserta dan keluarganya setelah masuk masa purna karya dengan memberikan program pelayanan jasa pengelolaan program pensiun bagi Pemberi Kerja bagi Amal Usaha Muhammadiyah yang memiliki kemampuan untuk menjadi mitra. Namun, DPM sempat mengalami kendala dalam merealisasikan tujuan tersebut pada tahun 2015 dengan membukukan pengembalian investasi terendah sebesar 5,54%. Untuk itu seiring dengan adanya pergantian kepengurusan tahun 2016, DPM kemudian mengajukan izin konversi syariah ke OJK. Perubahan basis kerja ke dalam syariah ini diharapkan dapat membantu lembaga dalam meningkatkan pengembalian investasi dengan meningkatkan jumlah dana pengelolaan. Berubahnya basis kerja secara sah ke syariah dapat menarik lebih banyak peserta dan Amal Usaha Muhammadiyah (AUM) untuk ikut bergabung sebagai mitra di Dana Pensiun Muhammadiyah. Sesuai dengan POJK No.33/POJK.05/2016, untuk memenuhi syarat perubahan tersebut DPM perlu melakukan konversi seluruh portofolio investasi yang dimilikinya dari konvensional ke instrumen syariah. DPM akhirnya mendapatkan izin dari OJK atas

konversi secara penuh ke syariah dan berganti nama menjadi Dana Pensiun Syariah Muhammadiyah.

Berdasarkan data OJK, hingga saat ini jumlah pelaku industri dana pensiun mencapai 232 unit dengan rincian 164 merupakan Dana Pensiun Pemberi Kerja-Program Pensiun Manfaat Pasti (DPPK PPMP), 44 Dana Pensiun Pemberi Kerja-Program Pensiun Iuran Pasti (DPPK PPIP), dan 25 Dana Pensiun Lembaga Keuangan (DPLK) dengan aset bersih Investasi industri dana pensiun hingga Desember 2018 mencapai Rp 267,884 triliun.

Jumlah aset investasi hingga akhir 2018 mengalami pertumbuhan sebesar Rp. 267,773 atau 0,032% dibandingkan dengan posisi pada akhir tahun lalu yang mencapai Rp. 259,470 triliun. Seperti yang dikutip dari data Otoritas Jasa Keuangan (OJK) pada Kamis (09/08/2018), hingga Juni 2018, pengembalian investasi industri dana pensiun telah menyentuh angka 4,19%, jauh lebih tinggi dari periode yang sama tahun 2017 sebesar 3,65%. Secara lebih rinci, pengembalian investasi yang didapat oleh dana pensiun pemberi kerja (DPPK) yang menjalankan program pensiun manfaat pasti (PPMP) tercatat sebesar 4,68% dan dana pensiun pemberi kerja (DPPK) yang menjalankan program pensiun iuran pasti (PPIP) mengantongi imbal hasil sebesar 3,80%.

Di tahun 2018 pengembalian investasi investasi mencapai Rp 10,74 triliun naik 23% dibandingkan dengan realisasi pertengahan tahun 2017 lalu sebesar Rp 8,73 triliun. Portofolio investasi industri DPM proporsi penempatan paling besar pada deposito sebesar 27%, selanjutnya surat berharga negara (SBN) sebesar 23%,

saham sebesar 11,5%, reksadana sebesar 6,3% dan sisanya ditempatkan di instrumen lain.

Tahun 2017 menjadi sejarah penting bagi industri dana pensiun syariah, ditandai dengan mulai beroperasinya dana pensiun syariah yang disahkan oleh OJK. Tercatat hingga 2018 ada sejumlah 232 unit dana pensiun yang terdaftar di OJK, hanya 3 diantaranya yang merupakan dana pensiun syariah terdiri dari 1 Dana Pensiun Lembaga Keuangan (DPLK) dan 2 Dana Pensiun Pemberi Kerja (DPPK). Menurut ketua Asosiasi Dana Pensiun Indonesia (ADPI) (Kontan, 15/01/2019), saat ini hanya ada 9 DPPK anggota ADPI yang berpotensi untuk konversi ke syariah sepenuhnya. Kesulitan untuk memenuhi persyaratan yang ada menjadi kendala bagi dana pensiun untuk memperoleh izin konversi ke syariah sepenuhnya dari OJK.

Persyaratan yang harus dipenuhi mulai dari portofolio yang seluruhnya harus syariah, mencari dewan pengawas syariah, hingga melakukan sosialisasi ke berbagai mitra pendiri. Untuk itu, harus ada kemauan dan rasa membutuhkan dari pendiri, pengurus, maupun peserta untuk beralih ke Dapen syariah. Bagi DPM konversi ke dana pensiun syariah menjadi lebih mudah karena sebagai organisasi islam berskala nasional, Muhammadiyah sudah memiliki dewan pengawas syariah dan sudah menerapkan sistem pengelolaan syariah, hanya saja sebelumnya penempatan investasi dilakukan pada aset-aset konvensional bukan syariah.

1.2 Latar Belakang Masalah

Kewajiban Dana Pensiun Syariah Muhammadiyah adalah memastikan kecukupan pendanaan bagi program pensiun seluruh peserta yang merupakan anggota mitra Muhammadiyah yang bergabung. Dalam mengalokasikan dan mengelola dana investasi yang dimilikinya, DPM berpedoman pada Peraturan Menteri Keuangan Republik Indonesia nomor 199/PMK.010/2008 tanggal 5 Desember 2008 mengenai Investasi Dana Pensiun dan Arahannya dari Pendiri. Mengacu pada peraturan tersebut, PP Muhammadiyah sebagai Pendiri menetapkan Keputusan Pimpinan Pusat Muhammadiyah nomor 179/KEP/I.0/A/2018 mengenai Arahannya Investasi Dana Pensiun Syariah Muhammadiyah.

Kedua peraturan tersebut mengatur jenis instrumen dan besaran investasi yang diperbolehkan. Isi dari peraturan tersebut juga menjelaskan ketentuan dalam menempatkan dana investasi pada masing-masing instrumen investasi. Selain mengatur terkait ketentuan berdasarkan tingkat risiko dan pengembalian investasi dari masing-masing instrumen, juga mengenai proporsi dana investasi yang boleh dialokasikan pada instrumen investasi tertentu. Instrumen investasi yang diperbolehkan berupa deposito *on call*, deposito berjangka, sertifikat deposito pada Bank, Surat Berharga Negara, saham, reksa dana, obligasi, sukuk yang tercatat di Bursa Efek Indonesia, kontrak opsi dan kontrak berjangka efek yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia, REPO, penyertaan langsung baik di dalam maupun luar negeri, serta aset tetap berupa tanah dan bangunan di Indonesia.

Salah satu peraturan Arahan Investasi terkait instrumen investasi Surat Berharga Negara mengacu pada Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 1/POJK.05/2016 Pasal 3 dinyatakan bahwa Lembaga Jasa Keuangan Non-Bank wajib menempatkan investasi pada SBN (Surat Berharga Negara) bagi dana pensiun pemberi kerja (DPPK) paling rendah sebesar 30% dari seluruh jumlah dana pensiun. Adanya peraturan ini akan membatasi keputusan dana pensiun dalam mengalokasikan dananya ke dalam instrumen investasi lainnya. Dari keseluruhan portofolio, kini tersisa 70% dana yang dapat dialokasikan ke instrumen investasi lain selain SBN.

Tercatat hingga 2017 jumlah aset yang dimiliki oleh DPM sebanyak Rp. 207 milyar dengan jumlah peserta sebanyak 5.318 orang dari 23 mitra. Sedangkan, aset investasinya terhitung sebanyak Rp. 199 milyar. Bertambahnya jumlah mitra yang bergabung akan meningkatkan jumlah peserta sehingga memberikan pengaruh terhadap kenaikan jumlah aset yang dimiliki oleh DPM. Sebelumnya, pada 2013 jumlah aset yang dimiliki DPM dengan jumlah mitra sebanyak 13 dan peserta sebanyak 2.324 orang, masih sebesar Rp. 64 milyar, tahun 2014 jumlah mitra meningkat menjadi 14 dengan peserta sebanyak 2.950 orang dan aset yang dimiliki DPM bertambah menjadi Rp. 88 milyar, tahun 2015 jumlah mitra 17 dengan peserta sebanyak 3.344 orang dan aset yang dimiliki DPM menjadi Rp. 108 M, pada 2016 DPM memiliki aset yang bertambah lebih besar dari tahun-tahun sebelumnya menjadi Rp. 158 milyar dengan peserta sebanyak 4.807 orang dari 23 mitra yang bergabung.

Hingga 2019, jumlah mitra yang bergabung telah mencapai angka 29. Jika dilihat dari jumlah Amal Usaha Muhammadiyah (AUM) yang diperkirakan terdiri dari 172 Perguruan Tinggi Muhammadiyah, 457 Rumah Sakit, dan 5500 lembaga pendidikan dasar dan menengah yang dimiliki oleh Muhammadiyah, jumlah mitra yang bergabung dengan DPM masih sangat jauh dari angka tersebut. Bertambahnya jumlah peserta yang bergabung otomatis juga berarti meningkatnya besaran aset secara terus-menerus berupa dana yang harus dikelola oleh DPM. Masalah muncul jika 70% dana investasi dalam portofolio yang dapat dikendalikan oleh DPM tidak dialokasikan secara optimal nantinya tidak akan mampu menghasilkan tingkat pengembalian yang diharapkan sesuai dengan Arahan Investasi secara kontinyu.

Arahan Investasi DPM pada dasarnya merupakan kebijakan investasi yang ditetapkan oleh Pendiri yang harus dijadikan acuan atau pedoman oleh Pengurus dalam mengelola dana investasi. Sejalan dengan tujuan manajemen investasi, kebijakan investasi pada DPM dibuat dalam upaya mencapai hasil investasi yang optimum dalam artian menurut Markowitz (1952) yaitu tercapainya pengembalian investasi maksimal dengan secara simultan dapat meminimalisir risiko, serta terwujudnya pengelolaan Dana Pensiun secara sehat dan sesuai dengan prinsip syariah.

Dalam upaya pembentukan portofolio investasi untuk mencapai tingkat pengembalian secara keseluruhan yang sesuai dengan Arahan Investasi, Dana Pensiun sebagai investor harus memperhatikan tiga hal dasar pada instrumen keuangan yang akan dipilih dalam portofolio yaitu risiko, pengembalian investasi, serta hubungan antara risiko dengan pengembalian investasi. Menurut Markowitz

(1952), hubungan antara risiko dengan pengembalian investasi dijelaskan dalam *risk and return trade off theory* yang merupakan salah satu prinsip fundamental keuangan yang juga dikenal dengan istilah “*High Risk, High Return*” berarti semakin tinggi tingkat risiko dari suatu instrumen, semakin besar pula potensi pengembalian investasi yang dapat diperoleh.

Sitkin dan Pablo (1992) beranggapan bahwa persepsi akan risiko dan preferensi risiko dapat mempengaruhi pengambilan keputusan investasi individu dalam menghadapi ketidakpastian, sehingga pengambilan keputusan berisiko dapat tercermin dalam konstruksi portofolio investor individu. Artinya, persepsi risiko mempengaruhi keputusan, pengembalian investasi yang diharapkan, dan alokasi aset secara bersamaan. Berdasarkan anggapan tersebut, dari portofolio yang sudah terbentuk dapat menggambarkan preferensi DPM terhadap risiko.

Komposisi portofolio investasi DPM 80% terdiri dari masing-masing sebesar 30% pada Surat Berharga Negara (sesuai Peraturan Otoritas Jasa Keuangan) dan 50% pada Deposito Berjangka. Kedua instrumen tersebut memiliki tingkat volatilitas yang rendah dengan tingkat pengembalian investasi yang tetap sampai jangka waktu yang telah ditentukan. Ini menunjukkan bahwa DPM merupakan tipe investor *risk averse*. Tipe investor ini memiliki preferensi untuk menjauhi risiko.

Menurut Markowitz (1952) tingkat risiko dari suatu instrumen dapat diukur melalui volatilitasnya. Volatilitas sendiri adalah seberapa besar perubahan nilai yang dapat terjadi pada suatu instrumen. Bisa dikatakan bahwa risiko yang

ditanggung secara keseluruhan dari portofolio investasi DPM tergolong rendah sehingga potensi pengembalian investasi yang diperoleh juga rendah sesuai dengan teori *trade off risk and return*. Untuk dapat meningkatkan potensi pengembalian investasi yang diperoleh dengan menjaga tingkat risiko tetap rendah, salah satu upaya yang dapat dilakukan adalah dengan memperoleh manfaat optimum dari diversifikasi portofolio.

Diversifikasi portofolio dapat berhasil menurunkan tingkat risiko hingga memberikan manfaat optimum apabila antar instrumen pada suatu portofolio berkorelasi negatif (Markowitz, 1952). *Modern Portfolio Theory* dapat menjadi dasar yang tepat dalam pembentukan portofolio yang optimal bagi dana pensiun dikarenakan preferensi terhadap risiko yang rendah dengan pengembalian investasi yang diharapkan telah ditetapkan pada level tertentu.

Modern Portfolio Theory (MPT) merupakan kerangka kerja investasi yang dapat digunakan untuk pemilihan dan pembentukan portofolio investasi yang didasarkan pada maksimalisasi pengembalian portofolio investasi yang diharapkan seraya minimalisasi risiko investasi secara simultan (Fabozzi, Gupta, & Markowitz, 2002). Dasar dari MPT ini diambil dari teori portofolio yang dikemukakan oleh Markowitz (1952) yang kemudian lebih dikenal dengan model Markowitz. Aspek terpenting dari model Markowitz adalah penggambarannya mengenai dampak pada diversifikasi portofolio dari jumlah efek (surat berharga) yang ada dalam portofolio dan hubungan kovarians mereka (Megginson, 1996).

MPT menawarkan kerangka kerja yang memungkinkan investor *risk-averse* dalam membangun portofolio untuk mengoptimalkan atau memaksimalkan pengembalian investasi yang diharapkan berdasarkan tingkat risiko pasar tertentu, dengan penekanan bahwa risiko merupakan bagian yang melekat pada pengembalian investasi yang lebih tinggi. Konsep utama dari teori tersebut adalah untuk membangun “*efficient frontier*” yaitu serangkaian portofolio optimal yang menawarkan pengembalian investasi tertinggi yang diharapkan pada tingkat risiko yang telah ditentukan atau risiko terendah pada level yang telah ditentukan terkait tingkat pengembalian investasi yang diharapkan (Mangram, 2013).

Portofolio investasi DPM yang terbentuk untuk periode 2013-2017 berdasarkan laporan keuangan, menunjukkan bobot investasi pada instrumen saham dalam portofolio paling rendah dari keseluruhan portofolio. Berdasarkan konsep *risk and return tradeoff*, menunjukkan kesempatan DPM untuk memperoleh tingkat pengembalian investasi yang lebih tinggi apabila jumlah aset dari saham ditingkatkan, karena pembentukan harga saham ditentukan oleh pasar sehingga tingkat volatilitasnya tinggi. Dengan tingkat volatilitas yang tinggi dari saham sesuai dengan konsep *risk and return tradeoff* maka pengembalian yang diperoleh akan lebih tinggi. Salah satu upaya yang dapat dilakukan untuk mendapatkan manfaat penempatan investasi pada saham dengan tetap memperhatikan tingkat risikonya dapat dilakukan melalui penerapan *Carhart Four-Factor Model*.

Carhart Four-Factor Model merupakan pengembangan lanjutan dari *asset pricing model Fama-French Three-Factor* yang dikembangkan oleh Carhart (1997), dengan menambahkan faktor momentum yang juga dikenal sebagai faktor

MOM (*monthly momentum*). Faktor momentum ini menggambarkan kecenderungan harga saham untuk melanjutkan kenaikan ketika naik dan melanjutkan penurunan ketika turun. Strategi momentum mengacu pada pola yang terbentuk dalam jangka pendek tepatnya 1 bulan dengan asumsi bahwa kinerja saham di masa lalu akan berlanjut dengan mempengaruhi kinerja saham di masa yang akan datang (Carhart, 1997).

Strategi ini digunakan oleh Carhart (1997) dalam memprediksi pengembalian yang diharapkan dari investasi saham diukur dengan menghitung selisih antara nilai tertimbang pengembalian portofolio saham *winner*s dengan nilai tertimbang pengembalian portofolio saham *loser*s atau direpresentasikan sebagai WML (*Winners Minus Losers*). Pembentukan strategi ini didukung dengan pendapat Jegadeesh dan Titman (1993) mengenai bukti-bukti substansial yang menunjukkan bahwa kinerja saham yang baik atau buruk selama 3-12 bulan cenderung tidak mengalami perubahan yang signifikan (tetap baik atau buruk) pada periode berikutnya.

WML (*Winners Minus Losers*) yang semula digunakan Carhart (1997) untuk memprediksi pengembalian investasi yang diharapkan reksa dana di bursa Amerika, juga dapat diaplikasikan untuk memprediksi pengembalian investasi yang diharapkan dari saham. Hal ini dikonfirmasi oleh hasil penelitian Cakici dan Tan (2002) yang menemukan bukti kuat adanya *value effect* dari penerapan faktor momentum pada beberapa pasar negara berkembang yang ada di Asia dan Amerika Latin. Penelitian Candika (2017) terhadap kelebihan pengembalian saham di Indonesia, menjelaskan bahwa secara umum, *Carhart Four-Factor Model*

berpengaruh terhadap kelebihan pengembalian investasi saham dan dapat digunakan dalam menilai harga saham di pasar saham Indonesia.

Mengacu pada Jegadeesh dan Titman (1993), faktor momentum hanya dapat digunakan untuk memprediksi pengembalian investasi yang diharapkan saham untuk jangka waktu yang pendek, sehingga berdasarkan penjelasan tersebut strategi ini tepat digunakan dalam perdagangan saham (*trading*). Penempatan investasi pada saham dengan cara berdagang (*trading*) dapat meminimalisir risiko yang melekat pada saham dengan tingkat pengembalian investasi yang diharapkan tinggi. Hal ini dikarenakan kemungkinan akan besarnya perubahan nilai saham ketika investor merealisasikan pengembalian investasi menjadi berkurang.

Kegiatan magang ini dilakukan di Dana Pensiun Syariah Muhammadiyah yang berlokasi di Yogyakarta untuk dapat membantu DPM dengan memberikan rekomendasi metode alternatif pembentukan portofolio yang optimal dengan menggunakan konsep *Modern Portfolio Theory* yang didukung dengan *Carhart Four Factor Model*.

1.3 Rumusan Masalah

Dalam pembentukan portofolio investasi yang optimal untuk mencapai tingkat pengembalian investasi sesuai Arah Investasi, perusahaan perlu meninjau kembali portofolio yang telah ada dengan melakukan analisis terhadap risiko, pengembalian investasi, serta imbal hasil antara risiko dan pengembalian investasi pada instrumen keuangan. Melalui pertimbangan tersebut ditentukan proporsi

penempatan dana investasi pada masing-masing instrumen keuangan yang menguntungkan bagi perusahaan.

Berdasarkan latar belakang di atas, berikut permasalahan yang akan dianalisis dan diatasi dalam kegiatan Magang ini:

1. Bagaimana profil risiko dan pengembalian investasi dari masing-masing instrumen keuangan pada portofolio investasi Dana Pensiun Syariah Muhammadiyah yang sudah terbentuk untuk periode 2013-2017?
2. Bagaimana pengaruh proporsi atau bobot portofolio investasi Dana Pensiun Syariah Muhammadiyah yang sudah terbentuk untuk periode 2013-2017 terhadap pengembalian investasi?
3. Bagaimana metode alternatif dalam pembentukan portofolio investasi yang optimal yang dapat dipertimbangkan oleh Dana Pensiun Syariah Muhammadiyah sebagai acuan?

1.4 Tujuan Magang

1. Untuk mengetahui profil risiko dan pengembalian investasi portofolio investasi Dana Pensiun Syariah Muhammadiyah.
2. Untuk mengetahui pengaruh bobot portofolio investasi Dana Pensiun Syariah Muhammadiyah yang sudah terbentuk pada periode 2013-2017 hingga saat ini terhadap pengembalian investasi portofolio.
3. Untuk memberikan rekomendasi berupa metode alternatif dalam pembentukan portofolio investasi yang optimal sebagai acuan

penempatan investasi menggunakan *Modern Portfolio Theory* didukung dengan *Carhart Four Factor Model* yang dapat dipertimbangkan oleh Dana Pensiun Syariah Muhammadiyah.

1.5 **Manfaat Magang**

1. Membantu Dana Pensiun Syariah Muhammadiyah dalam menganalisis profil risiko dan pengembalian investasi portofolio investasi yang digunakan sebagai acuan dalam penempatan investasi.
2. Membantu Dana Pensiun Syariah Muhammadiyah dalam menganalisis pengaruh bobot portofolio investasi yang sudah ada terhadap pengembalian investasi yang dihasilkan.
3. Membantu Dana Pensiun Syariah Muhammadiyah dalam mempertimbangkan strategi penempatan investasi yang tepat dalam membentuk portofolio optimal.