

**ANALISIS KINERJA REKSADANA SAHAM DAN REKSADANA INDEKS
DALAM PENILAIAN TINGKAT EFISIENSI PASAR MODAL INDONESIA**

Analysis of the performance of equity mutual fund and index fund to measure the efficiency level of Indonesia capital market

Tona Aurora Lubis

Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Jambi

Moeljadi dan Munawar Ismail

Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya Malang

ABSTRACT

The objectives of this research are: first, to know whether LQ-45 Index Fund performs better than the equity mutual fund in Indonesian capital market; second, to measure the level of Indonesian capital efficiency.

Results show that the raw performance and risk-adjusted performance of the LQ-45 Index Fund is better than the performance of all equity mutual funds (concurrently). For the investors who wish to invest their capital in equity mutual fund, however, we have found two individual equity mutual fund which perform better than the LQ-45 Index Fund, that is Phinisi Dana Saham and Rencana Cerdas. The result of this research also shows that the excess performance of the LQ-45 Index Fund is smaller than the excess performance of (individual) equity mutual fund. From this result, we may conclude that Indonesian capital market is an inefficient capital market.

Keywords: Equity Mutual Fund, Index Fund, Efficiency Market

PENDAHULUAN

Berdasarkan teori portofolio modern, manajer investasi berusaha untuk memperoleh hasil investasi superior sesuai dengan tingkat resiko yang ada (superior risk-adjusted return), yang mana hal ini dipengaruhi oleh faktor waktu (timing) yang superior dan seleksi efek yang superior. Dalam menentukan timing dan seleksi efek inilah terdapat dua strategi investasi yang dapat ditempuh yaitu strategic active management dan strategic passive management.

Investasi dengan strategic active management mengharuskan manajer investasi secara aktif memilih dan mengubah portofolionya dari waktu ke waktu sesuai dengan keadaan pasar agar keuntungan yang didapat menjadi maksimal. Kelemahan dari strategi ini adalah adanya banyak biaya transaksi serta beban operasi yang harus ditanggung oleh reksadana

tersebut. Hal ini mengakibatkan hasil rata-rata kinerja reksadana tersebut menjadi rendah.

Sedangkan strategic passive management, manajer investasi menyusun portofolionya dengan semua sekuritas saham yang menjadi penyusun indeks tersebut dan hanya mengubah portofolionya jika sekuritas saham yang terdapat dalam indeks tersebut berubah. Keuntungan dari strategi ini adalah biaya transaksi serta beban operasi yang harus ditanggung oleh reksadana tersebut menjadi lebih rendah karena aktivitas transaksinya rendah. Diharapkan dengan rendahnya biaya yang dikeluarkan maka keuntungan rata-rata yang didapat akan lebih besar.

Penerapan strategic passive management dilakukan untuk pertama kalinya oleh The Vanguard Group pada tahun 1970 pada Pasar Modal AS. The Vanguard Group membentuk reksadana indeks berdasarkan indeks Standard and Poor 500,

yang merupakan kumpulan 500 saham dengan likuiditas tinggi. Reksadana indeks ini kemudian lebih dikenal dengan nama Vanguard 500 Index Fund.

Dalam perkembangannya reksadana indeks menunjukkan kinerja yang relatif lebih baik daripada reksadana saham pada Pasar Modal AS. Hal ini ditunjukkan oleh Glickman, 1999, yang menyatakan bahwa kinerja reksadana indeks biasanya 80% lebih unggul dari semua fund manager. Sedangkan menurut www.mfea.com, return yang dihasilkan oleh indeks S&P 500 lebih besar dari return rata-rata large company growth funds pada periode 1 tahun, 5 tahun, 10 tahun. Return indeks saham yang lebih besar daripada return reksadana saham menunjukkan kinerja market yang lebih baik (menghasilkan return yang lebih besar) daripada kinerja reksadana saham. Kinerja market yang lebih baik daripada kinerja reksadana saham mencerminkan pasar tersebut efisien, artinya tidak ada dari investor yang memperoleh keuntungan abnormal, sehingga dengan demikian Pasar Modal AS dapat dinyatakan sebagai pasar modal yang efisien.

Sedangkan di Pasar Modal Indonesia, penerapan strategic passive management belum dilakukan (Fardiansyah, 2002 dan Cahyono, 2002), walaupun di Bursa Efek Jakarta mempunyai Indeks LQ-45 yang juga merupakan kumpulan 45 saham dengan likuiditas tinggi. Dengan demikian, belum dapat diketahui perbandingan kinerja antara reksadana indeks dengan reksadana saham pada Pasar Modal Indonesia.

Berdasarkan latar belakang diatas maka dapat ditetapkan perumusan masalah sebagai berikut : (1) Apakah kinerja Reksadana Indeks LQ-45 lebih baik dibandingkan dengan kinerja reksadana saham di Pasar Modal Indonesia ; (2) Apakah pasar efisien dalam arti kinerja Reksadana Indeks LQ-45 lebih besar atau sama dengan reksadana saham.

Tujuan penelitian ini adalah untuk : (1) mengetahui apakah kinerja Reksadana Indeks LQ-45 lebih baik dibandingkan

dengan kinerja reksadana saham di Pasar Modal Indonesia; (2) mengetahui tingkat efisiensi Pasar Modal Indonesia.

KERANGKA KONSEP DAN HIPOTESIS

Hipotesis

Hipotesis dapat dirumuskan seperti berikut:

1. Diduga kinerja Reksadana Indeks LQ-45 lebih baik dibandingkan dengan kinerja reksadana saham di Pasar Modal Indonesia
2. Diduga Pasar Modal Indonesia efisien dalam arti kinerja Reksadana Indeks LQ-45 lebih besar atau sama dengan kinerja reksadana saham.

Kerangka Pikir

Adapun kerangka pikir dari penelitian ini dapat ditampilkan pada bagan Gambar 1.

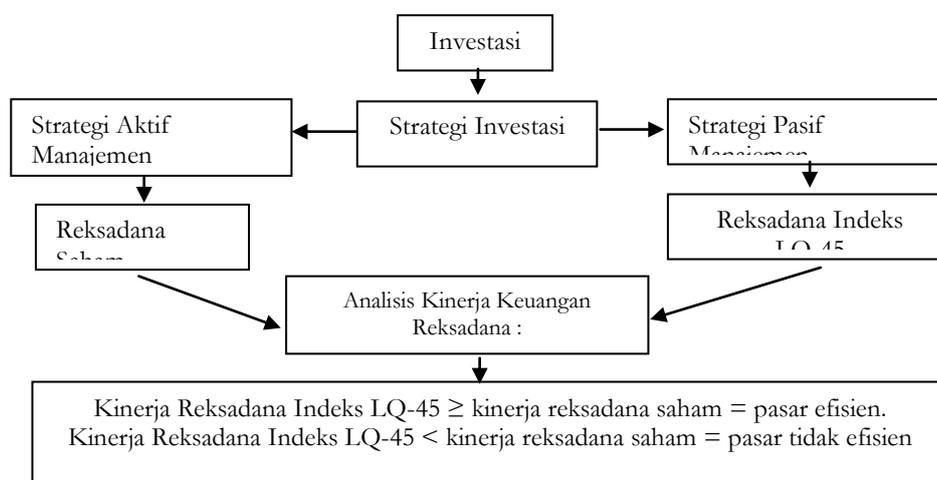
METODE PENELITIAN

Ruang Lingkup Penelitian.

Penelitian ini dilaksanakan pada reksadana di Indonesia yang terdaftar di BAPEPAM, dengan obyek penelitian seluruh reksadana saham terbuka yang telah aktif periode tahun 2000-2002.

Dalam penelitian ini diasumsinya bahwa telah terbentuk suatu reksadana indeks yaitu Reksadana Indeks LQ-45 yang portofolio sahamnya terdiri dari 45 saham penyusun indeks LQ-45 tersebut. Unsur biaya pada Reksadana Indeks LQ-45 dan reksadana saham diasumsikan tidak ada.

Fokus bahasan utama dalam penelitian ini adalah apakah kinerja Reksadana Indeks LQ-45 lebih baik dibandingkan dengan kinerja reksadana saham di Pasar Modal Indonesia dan apakah pasar efisien dalam arti kinerja Reksadana Indeks LQ-45 lebih besar atau sama dengan reksadana saham.



Gambar 1. Kerangka pikir

Populasi Dan Sampel

Menurut Sekaran (1992), populasi menunjukkan keseluruhan group dari orang-orang, peristiwa atau barang yang diminati untuk diselidiki. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh reksadana saham yang bersifat terbuka dan seluruh saham penyusun indeks LQ-45 selama periode 2000-2002.

Sampel adalah sebagian dari populasi yang karakteristiknya akan diselidiki, dianggap bisa mewakili keseluruhan populasi. Penentuan sampel dalam penelitian ini menggunakan teknik Purposive Sampling, yaitu suatu metode pengambilan sampel yang tergolong dalam sampel non-probabilitas dimana pemilihannya dilakukan berdasarkan kriteria tertentu (Sugiono, 2001). Kriteria pengambilan sampel adalah sebagai berikut:

- Reksadana yang diteliti adalah seluruh reksadana saham yang bersifat terbuka
- Reksadana saham yang telah menerbitkan laporan keuangan mulai Januari 2000 - Desember 2002.
- Seluruh saham yang berkapitalisasi besar yang berjumlah 45 saham yang dikenal dengan kelompok LQ-45.

Berdasarkan kriteria pengambilan sampel tersebut maka penelitian ini terdiri

1 reksadana indeks yaitu Reksadana Indeks LQ-45 dan 17 reksadana saham.

Sumber Data

Sumber data dalam penelitian ini diperoleh dari data sekunder, yaitu data yang diperoleh dengan cara tidak langsung yang telah dipublikasikan dan bersumber dari : Laporan keuangan reksadana saham periode tahun 2000-2002, Bank Indonesia, BAPEPAM, BEJ, Harian Bisnis Indonesia, situs-situs pasar modal, situs-situs reksadana, serta sumber-sumber lain yang valid.

Data Reksadana Indeks LQ-45 berasal dari nilai indeks LQ-45 harian yang kemudian diasumsikan sebagai Nilai Aktiva Bersih harian dalam tiap tahun selama periode 2000-2002. Sedangkan data reksadana saham akan dinilai berdasarkan Nilai Aktiva Bersih harian dalam tiap tahun selama periode 2000-2002. Data untuk Aset bebas resiko (risk free rate) yang dipergunakan adalah rata-rata tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) harian pada tiap bulannya selama periode tahun 2000-2002. Sedangkan data pasar adalah data IHSG harian tiap tahun selama periode tahun 2000-2002.

Berdasarkan kriteria data pengamatan maka pada penelitian ini untuk tahun 2000 sebanyak 231 hari, tahun 2001 sebanyak 231 hari, tahun 2002 sebanyak 201 hari.

Identifikasi Dan Definisi Operasional Dari Variabel Penelitian

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Return Reksadana Indeks LQ-45 atau return reksadana saham adalah tingkat keuntungan yang ditunjukkan dengan perubahan nilai aktiva dari reksadana tersebut yang dihitung dengan:

$$R_{Fd,t} = \frac{NAB_t - NAB_{t-1}}{NAB_{t-1}}$$

dimana: $R_{Fd,t}$ = return Reksadana Indeks LQ-45 atau return reksadana saham pada periode t (dalam harian); NAB_t = nilai aktiva bersih Reksadana Indeks LQ-45 atau reksadana saham pada periode t (dalam harian); NAB_{t-1} = nilai aktiva bersih Reksadana Indeks LQ-45 atau reksadana saham pada periode t-1 (dalam harian).

2. Return pasar adalah tingkat keuntungan investasi portofolio pasar yang diukur dari perubahan Indeks Harga Saham Gabungan yang dihitung dengan:

$$R_{M,t} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

dimana: $R_{M,t}$ = return pasar pada periode t (dalam harian); $IHSG_t$ = nilai IHSG pada periode t (dalam harian); $IHSG_{t-1}$ = nilai IHSG pada periode t-1 (dalam harian)

3. Return aset bebas resiko adalah tingkat keuntungan dari aset bebas resiko yang diukur dari perubahan suku bunga deposito 1 bulan dari SBI yang diterbitkan oleh Bank Indonesia.

$$R_f = \frac{SBI_b}{n}$$

dimana: R_f = return aset bebas resiko (dalam harian); SBI_b = % SBI bulanan per tahun; n = jumlah hari per tahun.

4. Portfolio excess performance merupakan ukuran kinerja Reksadana Indeks LQ-45 atau reksadana saham, yang dinyatakan sebagai selisih antara return Reksadana Indeks LQ-45 atau return reksadana saham dengan return aset bebas resiko.

$$\text{Portfolio excess performance} = R_{Fd} - R_f$$

Dimana: R_{Fd} = return Reksadana Indeks LQ-45 atau reksadana saham ; R_f = return aset bebas resiko.

5. Market excess performance merupakan ukuran kinerja pasar, yang dinyatakan sebagai selisih dari return pasar dengan return aset bebas resiko.

$$\text{Market excess performance} = R_M - R_f$$

dimana: R_M = return Market; R_f = return aset bebas resiko.

Metode Analisis Data.

Berdasarkan tujuan penelitian yang telah dijelaskan sebelumnya, maka tahapan dan metode analisis yang dilakukan adalah sebagai berikut :

1. Menganalisis perbandingan kinerja Reksadana Indeks LQ-45 terhadap kinerja reksadana saham, dan kinerja Reksadana Indeks LQ-45 dan kinerja reksadana saham terhadap kinerja pasar secara raw performance. Prosedur yang dilakukan adalah dengan menghitung average return Reksadana Indeks LQ-45, dan average return reksadana saham, serta average return pasar pada tiap-tiap tahun penelitian maupun selama periode penelitian.

2. Menganalisis perbandingan kinerja Reksadana Indeks LQ-45 terhadap

kinerja reksadana saham secara risk adjusted performance, yaitu dengan model Capital Asset Pricing Model (CAPM) dari Jensen.

Model CAPM ini dinyatakan dengan persamaan sebagai berikut:

$$R_{Fd} - R_f = \alpha + \beta (R_m - R_f) + e_{Fd}$$

dimana:

R_{Fd} = return Reksadana Indeks LQ-45 atau return reksadana saham atau pada periode t (dalam harian)

R_f = return aset bebas resiko pada periode t (dalam harian)

R_m = return pasar pada periode t (dalam harian)

α = excess performance Reksadana Indeks LQ-45 atau reksadana saham

β = resiko sistematis dari Reksadana Indeks LQ-45 atau reksadana saham

e_{Fd} = random error.

Tabel 1. Kinerja Reksadana Indeks LQ-45, Kinerja Reksadana Saham Secara Keseluruhan, Kinerja Reksadana Saham Individual, dan Kinerja Market Secara *Raw Performance*.

Tahun 2000	Tahun 2001	Tahun 2002	Tahun 2000 -20002
Seluruh Rrs : Negatif	Rrs : Positif & Negatif	Rrs : Positif & Negatif	Seluruh Rrs : Negatif
RrsK : Negatif	RrsK : Negatif	RrsK : Positif	RrsK : Negatif
Rm : Negatif	Rm : Negatif	Rm : Positif	Rm : Negatif
Rri : Negatif	Rri : Positif	Rri : Positif	Rri : Positif
RrsK > Rm	RrsK > Rm	RrsK < Rm	RrsK < Rm
11 Rrs > Rm	11 Rrs > Rm	8 Rrs > Rm	9 Rrs > Rm
Rri < Rm	Rri > Rm	Rri > Rm	Rri > Rm
Rri < RrsK	Rri > RrsK	Rri > RrsK	Rri > RrsK
	6 Rrs > Rri	4 Rrs > Rri	9 Rrs > Rri

Keterangan : Rrs = Return rata-rata reksadana saham, RrsK = Return rata-rata reksadana saham secara keseluruhan; Rm = Return rata-rata market; Rri = Return rata-rata Reksadana Indeks LQ-45.

Melalui uji regresi dapat diketahui nilai α yang mengindikasikan excess performance Reksadana Indeks LQ-45 atau reksadana saham terhadap kinerja pasar. Nilai α positif yang semakin tinggi menunjukkan kinerja yang semakin baik dengan tingkat signifikansi yang diharapkan sebesar 5 %.

3. Menganalisis tingkat efisiensi Pasar Modal Indonesia dengan analisis perbandingan kinerja, yang dinilai berdasarkan perbandingan excess performance Reksadana Indeks LQ-45 dengan excess performance reksadana saham, yang dapat dijabarkan sebagai berikut :

a. Pada Reksadana Indeks LQ-45

H_0 : α Reksadana Indeks LQ-45 = 0

H_1 : α Reksadana Indeks LQ-45 \neq 0

Signifikan berarti menerima H_1 dan menolak H_0 , dan sebaliknya.

b. Pada reksadana saham

H_0 : α reksadana saham = 0

H_1 : α reksadana saham \neq 0

Signifikan berarti menerima H_1 dan menolak H_0 , dan sebaliknya.

Sehingga perbandingan antara Reksadana Indeks LQ-45 dengan reksadana saham dapat dinyatakan sebagai berikut:

α Reksadana Indeks LQ-45 \geq α reksadana saham = pasar efisien, atau

α Reksadana Indeks LQ-45 < α reksadana saham = pasar tidak efisien.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Hipotesa Pertama

Untuk membuktikan hipotesa pertama yaitu “diduga kinerja Reksadana Indeks LQ-45 lebih baik dibandingkan dengan kinerja reksadana saham di Pasar Modal Indonesia” dilakukan dengan pengujian raw performance dan risk adjusted performance.

A. Hasil perbandingan secara raw performance disajikan dalam Tabel 1.

Berdasarkan hasil penelitian pada tiap tahun dan tiga tahun kumulatif, investasi pada Reksadana Indeks LQ-45 dan reksadana saham individual menunjukkan return rata-rata yang tidak stabil. Hal ini ditunjukkan pada tahun 2000 dan periode 2000 sampai dengan 2002, Reksadana Indeks LQ-45 dan seluruh reksadana saham individual memiliki nilai return rata-rata negatif yang mencerminkan kerugian

sebesar nilai negatifnya tersebut tanpa memperhitungkan faktor resiko. Sedangkan pada tahun 2001 dan 2002 Reksadana Indeks LQ-45 dan sebagian besar reksadana saham memiliki nilai return rata-rata positif yang mencerminkan keuntungan sebesar nilai positif tersebut tanpa memperhitungkan faktor resiko. Hal ini diduga karena pada tahun 2000 pengaruh krisis ekonomi di Indonesia masih berdampak, sebaliknya pada tahun 2001 dan 2002 pengaruh krisis ekonomi mulai berkurang dengan membaiknya indikator ekonomi makro seperti nilai kurs rupiah yang cukup stabil, adanya kegiatan investasi disektor riil sehingga terjadi penyerapan tenaga kerja dan sebagainya. Sedangkan secara tiga tahun kumulatif yaitu 2000 sampai 2002 menunjukkan bahwa perolehan return rata-rata yang lebih baik pada tahun 2001 dan 2002 belum mampu menutupi return rata-rata yang negatif pada tahun 2000.

Tabel 2. Signifikansi Nilai Alfa Reksadana Indeks LQ-45, Total Reksadana Saham, dan Reksadana Saham Individual secara *Risk Adjusted Performance*, Periode 2000-2002

	Nilai α Tahun 2000				Nilai α Tahun 2001				Nilai α Tahun 2002				Nilai α Periode 2000- 2002			
	Sig		Tdk Sig		Sig		Tdk Sig		Sig		Tdk Sig		Sig		Tdk Sig	
	+	-	+	-	+	-	+	-	+	-	+	-	+	-	+	-
Total	---	---	---	✕	---	---	---	✕	---	---	---	✕	---	---	---	✕
Rd Saham	---	---	6	11	2	2	7	6	---	1	7	9	1	3	6	7
Rd. Saham Individual	---	---	☑	---	☑	---	---	---	---	---	☑	---	☑	---	---	---
Rd. Indeks LQ-45	---	---	☑	---	☑	---	---	---	---	---	☑	---	☑	---	---	---

Keterangan : Signifikan pada level 5 %,

Berdasarkan hasil perbandingan secara raw performance dari Reksadana Indeks LQ-45 terhadap kinerja pasar menunjukkan bahwa Reksadana Indeks LQ-45 mempunyai kinerja lebih rendah dari kinerja pasar (underperform) pada

tahun 2000. Sedangkan pada tahun 2001, 2002 dan tiga tahun kumulatif 2000 sampai 2002 menunjukkan kinerja Reksadana Indeks LQ-45 lebih tinggi dibandingkan kinerja pasar (Outperform). Hasil perbandingan juga menunjukkan bahwa

Reksadana saham individual mempunyai kinerja lebih tinggi dibandingkan kinerja pasar (outperform) pada tahun 2000 dan 2001 adalah sebesar 64,7% sedangkan pada tahun 2002 adalah sebesar 47,1% dan untuk periode tiga tahun secara kumulatif sebesar 52,9%. Kemudian, kinerja reksadana saham secara keseluruhan juga menunjukkan outperform pada tahun 2000 dan 2001 sedangkan tahun 2002 dan periode tahun 2000 sampai 2002 underperform

Selanjutnya hasil perbandingan raw performance, Reksadana Indeks LQ-45 terhadap reksadana saham secara keseluruhan menunjukkan bahwa, Reksadana Indeks LQ-45 mempunyai kinerja yang lebih tinggi dari reksadana saham secara keseluruhan, dan sebaliknya terhadap reksadana saham individual menunjukkan bahwa Reksadana Indeks LQ-45 mempunyai kinerja yang lebih rendah dari beberapa reksadana saham individual.

Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Samsuri (2003) yang menyebutkan bahwa secara raw performance rata-rata reksadana saham individual mempunyai kinerja yang rendah dibandingkan kinerja pasar (underperform) akan tetapi kinerja reksadana saham secara keseluruhan lebih tinggi dibandingkan kinerja pasar, pada periode penelitiannya yaitu 1999-2001. Adanya perbedaan hasil penelitian ini diduga dikarenakan adanya perbedaan waktu pengamatan pada periode tahun penelitian. Pengamatan return rata-rata reksadana saham dan return pasar dilakukan secara mingguan pada penelitian Samsuri (2003) sedangkan pengamatan pada penelitian ini return rata-rata reksadana sahamnya dan return rata-rata pasarnya dilakukan secara harian.

B. Hasil perbandingan secara risk adjusted performance disajikan dalam Tabel 2.

Hasil perhitungan risk adjusted performance memperlihatkan, pada tahun

2000, Reksadana Indeks LQ-45, dan reksadana secara keseluruhan maupun reksadana saham individual tidak mempunyai nilai alfa positif maupun negatif yang signifikan. Namun pada tahun 2001 terjadi perubahan, Reksadana Indeks LQ-45 mempunyai nilai alfa positif signifikan tetapi reksadana saham secara keseluruhan tetap mempunyai nilai alfa negatif tidak signifikan. Sedangkan pada reksadana saham individual terdapat 2 reksadana saham yang mempunyai alfa positif signifikan dan juga 2 reksadana saham mempunyai alfa negatif signifikan. Pada tahun 2002, Reksadana Indeks LQ-45 dan reksadana saham secara keseluruhan tidak signifikan baik alfa positif maupun negatif sebaliknya hanya terdapat 1 reksadana saham individual yang signifikan namun negatif. Kemudian dalam waktu tiga tahun secara kumulatif Reksadana Indeks LQ-45 mempunyai alfa positif signifikan dan hanya satu reksadana saham individual yang bernilai alfa positif signifikan. Sebaliknya, reksadana saham secara keseluruhan masih tetap juga menunjukkan nilai alfa negatif tidak signifikan. Hasil risk adjusted performance juga menunjukkan bahwa rata-rata reksadana saham tidak mempunyai alfa positif maupun negatif signifikan. Excess performance dengan nilai alfa positif menunjukkan reksadana tersebut memiliki kelebihan return setelah memperhitungkan biaya-biaya yang ditanggung dan sebaliknya.

Unsur resiko dalam Reksadana Indeks LQ-45 dan reksadana saham adalah resiko berkurangnya nilai unit penyertaan, resiko politik dan ekonomi, resiko likuiditas reksadana, resiko wanprestasi dan resiko yang berkaitan dengan peraturan. Diantara resiko tersebut yang merupakan resiko sistimatis (systimatic) adalah resiko perubahan ekonomi dan politik serta resiko yang berkaitan dengan peraturan, sedangkan resiko yang lainnya adalah resiko tidak sistimatis (unsystimatic). Dalam penelitian ini yang dapat diidentifikasi adalah resiko sistimatis

yang ditunjukkan dengan beta yang diperoleh dalam konteks CAPM, karena sesuai dengan teori CAPM bahwa resiko sistematik tidak dapat dihilangkan walaupun dengan diversifikasi. Nilai beta yang bervariasi diantara reksadana saham dan reksadana indeks LQ-45 tersebut mengindikasikan besarnya resiko sistematik yang dimiliki pada masing-masing reksadana tersebut. Sehingga dapat disimpulkan bahwa beta menunjukkan tingkat resiko yang harus dihadapi oleh manajer investasi. Jika fluktuasi perubahan reksadana saham dan Reksadana Indeks LQ-45 serta IHSG tepat sama, maka beta sama dengan satu. Jika ternyata reksadana saham dan Reksadana Indeks LQ-45 mengalami perubahan laba yang lebih besar dibandingkan laba pasar, beta akan lebih besar dari satu, begitu pula sebaliknya.

Hasil penelitian dengan menggunakan risk adjusted performance menunjukkan bahwa pada tahun 2000 resiko sistematik sangat besar. Hal ini diduga karena suasana politik yang tidak kondusif akibat agenda reformasi, serta adanya peraturan yang belum mendukung. Adanya peraturan yang tidak mendukung tersebut adalah manajer investasi selaku pengelola reksadana tidak boleh berinvestasi di luar negeri sehingga pada saat iklim investasi di dalam negeri tidak kondusif, manajer investasi tidak dapat memindahkan investasinya ke luar negeri. Pada tahun 2001 dan 2002 menggambarkan resiko sistematik yang mulai berkurang, namun demikian dampaknya masih kecil. Hal ini terlihat dari ketujuhbelas reksadana saham hanya 2 memiliki alfa positif dan 2 memiliki alfa negatif pada tahun 2001 dan pada tahun 2002 hanya memiliki 1 alfa negatif, sedangkan pada Reksadana Indeks LQ-45 hanya memiliki nilai alfa positif pada tahun 2001. Resiko sistematik yang semakin berkurang diduga karena telah mulai membaiknya kondisi politik di dalam negeri sehingga iklim investasi semakin kondusif. Namun demikian, dalam waktu tiga tahun kumulatif hanya terdapat satu reksadana saham dan

Reksadana Indeks LQ-45 yang bernilai positif. Hal ini diduga dikarenakan walaupun iklim investasi mulai membaik pada tahun 2001 dan 2002 namun keadaan ini belum mampu menutupi kerugian yang diderita pada tahun 2000. Keadaan yang tidak kondusif tersebut juga tercermin dengan besarnya nilai beta dari rata-rata reksadana saham yang diteliti.

Seperti halnya yang telah dikemukakan oleh Reilly & Norton (1995), dinyatakan bahwa Adjusted R-Square dapat mengindikasikan suatu ukuran diversifikasi, dimana Adjusted R Square yang mendekati satu menunjukkan portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Adjusted R Square juga dapat menunjukkan proporsi kemampuan model dalam menjelaskan faktor-faktor yang mempengaruhi return reksadana.

Identifikasi kinerja reksadana melalui nilai alfa, beta, maupun Adjusted R Square dapat memberikan informasi tentang tingkat kelebihan return terhadap return pasar, resiko sistematik yang tidak bisa dihindari dan tingkat diversifikasi maupun penjelasan model. Hasil penelitian menunjukkan pada tahun 2001 Phinisi Dana Saham mempunyai kelebihan return positif terhadap kinerja pasar sebesar $6,13E-04$ dengan resiko sistematik sebesar 1,041 serta diversifikasi portofolio sebesar 0,945. Sedangkan Rencana Cerdas mempunyai kelebihan return positif sebesar $7,32E-04$ dengan resiko sistematik sebesar 1,017 serta diversifikasi portofolio sebesar 0,903 sementara itu Reksadana Indeks LQ-45 mempunyai kelebihan return positif sebesar $4,84E-04$ dengan resiko sistematik sebesar 1,230 serta diversifikasi portofolio sebesar 0,975. Hasil penelitian secara tiga tahun kumulatif menunjukkan bahwa Phinisi Dana Saham mempunyai kelebihan return positif sebesar $4,12E-04$ dengan resiko sistematik sebesar 1,051 serta diversifikasi portofolio sebesar 0,905 sedangkan Reksadana Indeks LQ-45 mempunyai kelebihan return positif sebesar $3,74E-04$ dengan resiko sistematik sebesar 1,217 serta diversifikasi portofolio sebesar 0,955.

Berdasarkan perbandingan secara risk adjusted performance, Reksadana Indeks LQ-45 terhadap reksadana saham secara keseluruhan menunjukkan bahwa Reksadana Indeks LQ-45 mempunyai kinerja yang lebih tinggi dari reksadana saham secara keseluruhan, dan sebaliknya terhadap reksadana saham individual menunjukkan bahwa Reksadana Indeks LQ-45 mempunyai kinerja yang lebih rendah dari beberapa reksadana saham individual.

Hasil penelitian ini konsisten untuk Pasar Modal Indonesia sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Samsuri (2003) yang menyatakan bahwa kinerja secara risk adjusted performance reksadana saham mempunyai variasi kinerja terhadap kinerja pasar, dengan kata lain pada suatu tahun kinerja reksadana saham lebih baik dari kinerja pasar dan pada tahun yang lain kinerja saham lebih rendah dari kinerja pasar.

Dari uraian diatas maka dapat disimpulkan, berdasarkan raw performance dan risk adjusted performance, hipotesa pertama dalam penelitian ini terbukti

karena kinerja Reksadana Indeks LQ-45 lebih baik dibandingkan dengan kinerja reksadana saham (secara keseluruhan). Meskipun demikian bagi investor yang tetap berkeinginan berinvestasi pada reksadana saham maka terdapat dua reksadana saham individual yang memiliki kinerja yang lebih baik daripada kinerja Reksadana Indeks LQ-45, yaitu Phinisi Dana Saham dan Rencana Cerdas.

Kinerja reksadana saham secara keseluruhan yang lebih rendah dari kinerja Reksadana Indeks LQ-45 diduga karena pada kinerja reksadana saham secara keseluruhan terdapat beberapa reksadana saham individual yang berkinerja sangat jelek sehingga mempengaruhi reksadana saham secara keseluruhan, sedangkan beberapa reksadana individual yang berkinerja lebih baik dari Reksadana Indeks LQ-45 tersebut diduga karena dikelola oleh manajer investasi yang mempunyai kemampuan dalam memilih saham-saham penyusun portofolio reksadana sahamnya sehingga return yang diperoleh mampu menutupi resikonya.

Tabel 3. Perbandingan Signifikansi Nilai Alfa Dari Reksadana Indeks LQ-45 Dan Reksadana Saham Individual, Serta Tingkat Efisiensi Pasar Modal Indonesia

	Tahun 2001 Nilai Alfa (α)	Periode 2000-2002 Nilai Alfa (α)
Reksadana Saham ;		
Rencana Cerdas	7,32E-04	-
Phinisi Dana Saham	6,13E-04	4,12E-04
Reksadana Indeks LQ-45	4,84E-04	3,74E-04
Pasar Modal Indonesia	Tidak efisien	Tidak efisien

Uji Hipotesa Ke dua

Untuk membuktikan hipotesa kedua yaitu “diduga Pasar Modal Indonesia efisien dalam arti kinerja Reksadana Indeks LQ-45 lebih besar atau sama dengan kinerja reksadana saham” dilakukan dengan perbandingan nilai alfa positif signifikan Reksadana Indeks LQ-45 terhadap alfa positif signifikan reksadana saham.

Dari hasil perbandingan alfa positif signifikan dapat disajikan dalam Tabel 3. Nilai alfa yang menunjukkan excess performance reksadana saham individual lebih besar dari alfa Reksadana Indeks LQ-45. Sehingga dapat dinyatakan bahwa kinerja reksadana saham individual lebih baik dari kinerja Reksadana Indeks LQ-45. Hal ini menunjukkan bahwa strategic active management yang dilakukan oleh manajer investasi pada reksadana saham

lebih baik daripada *strategic passive management* pada Reksadana Indeks LQ-45 di Pasar Modal Indonesia.

Teori finansial modern mengenal konsep hipotesis pasar efisien (*efficient market hypothesis*), yang mengklasifikasikan efisiensi pasar dalam tiga kelompok : lemah (*weak*), sedang (*semi-strong*) dan kuat (*strong*). Dalam pasar *weak*, informasi terdiri dari harga historis dan harga efek saat ini sudah mencerminkan informasi yang lalu. Pada pasar *semi strong*, informasi terdiri dari harga historis dan informasi lain yang tersedia bagi publik. Sedangkan di pasar *strong*, informasi terdiri dari harga historis, informasi publik dan *private (insider) information*. Jadi, informasi adalah kunci utama yang menentukan berapa wajar dari sebuah saham dan inilah yang merupakan isu utama dari konsep pasar efisien.

Pada penelitian ini menunjukkan kemampuan dari manajer investasi Rencana Cerdas dan Phinisi Dana Saham untuk mencari dan mempergunakan informasi guna memperoleh keuntungan. Dengan kata lain *strategic active management* menemukan signifikansinya pada pasar modal tidak efisien. Hal ini sesuai dengan Tandelilin (2001), dalam strategi aktif, manajer investasi akan melakukan tindakan-tindakan aktif, seperti mencari informasi tambahan, untuk analisis fundamental dan teknikal agar memperoleh return yang maksimal dibandingkan dengan biaya yang ditanggungnya. Dengan kata lain manajer investasi akan berusaha memperoleh hasil yang lebih tinggi dibanding manajer investasi lainnya.

Sedangkan reksadana indeks dengan *strategic passive management* dapat diterapkan dengan baik di bursa saham yang sudah maju dan efisien. Artinya, para manajer investasi tersebut sudah memperoleh semua informasi yang diperlukan sehingga harga saham yang terbentuk sudah mencerminkan informasi yang tersedia untuk publik sehingga pada tahap ini orang tidak perlu lagi melakukan riset. Di pasar modal efisien investor dapat

memilih saham secara acak, misalnya dengan melempar *dart*, karena harganya sudah mencerminkan informasi yang ada sehingga investasi pada reksadana indeks memberikan kinerja yang lebih baik dari reksadana saham karena semua portofolionya sudah mencerminkan informasi yang ada. Penerapan *strategic passive management* pada reksadana indeks telah terbukti menunjukkan kinerja yang lebih baik dari reksadana saham di pasar modal yang efisien seperti AS. Hal ini sesuai juga dengan pernyataan dari Forsyth (1997), Williamson (1997), Willis (1996).

Kesimpulan dari penelitian ini terhadap hipotesa kedua adalah tidak terbukti karena α yang mencerminkan *excess performance* Reksadana Indeks LQ-45 lebih kecil daripada α reksadana saham (*individual*). Dengan demikian Pasar Modal Indonesia dapat dinyatakan sebagai pasar modal yang tidak efisien baik untuk tahun 2001 maupun selama periode 2000-2002. Hal ini dikarenakan Pasar Modal Indonesia masih berada pada *emerging market* yang dipengaruhi oleh kapitalisasi pasar yang kecil, jumlah investor yang masih relatif sedikit, otoritas moneter sering melakukan intervensi, dan faktor resiko sistematis yang sangat mempengaruhi resiko tidak sistematis sehingga mempengaruhi resiko total sedangkan Pasar Modal AS termasuk dalam *develop market*.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan yang telah diuraikan sebelumnya, maka kesimpulan dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Dengan menggunakan penilaian kinerja secara *raw performance* dan *risk adjusted performance*, ditemukan bahwa kinerja Reksadana Indeks LQ-45 lebih baik daripada kinerja Reksadana saham (secara keseluruhan) di Pasar Modal Indonesia.

2. Meskipun reksadana saham secara keseluruhan memiliki kinerja lebih rendah daripada Reksadana Indeks LQ-45, tetapi terdapat 2 reksadana saham individual yang memiliki kinerja lebih baik daripada Reksadana Indeks LQ-45. Adapun reksadana saham individual tersebut adalah Phinisi Dana Saham dan Rencanan Cerdas

3. Pasar Modal Indonesia belum efisien dalam arti kinerja Reksadana Indeks LQ-45 lebih kecil daripada kinerja reksadana saham (individual). Hal ini sesuai dengan kondisi pasar modal Indonesia yang masih berada pada kelompok emerging market.

Saran-saran

1. Bagi investor, calon investor, atau masyarakat, yang selama ini berinvestasi pada reksadana saham maka perlu juga mempertimbangkan investasi pada Reksadana Indeks LQ-45.

2. Bagi investor yang tetap berinvestasi pada reksadana saham maka Phinisi Dana Saham dan Rencana Cerdas dapat dijadikan pilihan investasi.

3. Bagi pihak pemerintah, untuk memasyarakatkan reksadana saham khususnya dengan memberikan insentif pada industri reksadana ini, diantaranya dengan kenaikan gaji pegawai negeri diberikan dalam bentuk unit penyertaan reksadana yang hanya boleh dijual kembali setelah periode tertentu, dengan demikian kenaikan gaji tersebut tidak secara otomatis mendorong inflasi (seperti yang dilakukan Malaysia).

4. Implikasi dari temuan ini bahwa indeks LQ-45 layak dipertimbangkan untuk dibentuk menjadi Reksadana Indeks LQ-45 di Pasar Modal Indonesia.

5. Keterbatasan penelitian ini dapat dijadikan perhatian untuk penelitian-penelitian selanjutnya. Beberapa hal yang perlu diperhatikan antara lain :

a. Penetapan periode penelitian yang lebih lama sehingga dapat memberikan kesimpulan yang lebih baik.

b. Pengelompokkan reksadana saham yang sesuai dengan kebijakan investasi minimumnya.

c. Beberapa indeks lain yang ada di BEJ yang dimungkinkan untuk diteliti sebagai reksadana indeks.

d. Penetapan penggunaan metode pengukuran kinerja reksadana seperti Positive Period Weight Measure dari Grinblatt dan Titman's, Sharpe rasio dari Sharpe, Treynor rasio dari Treynor, Quadratic Regression dari Treynor-Mazuy.

DAFTAR PUSTAKA

- Cumby, R.E. and Jack D.G. 1990. Evaluating the Performance of International Mutual Funds, *The Journal of Finance*, Vol. XLV, No.2: 497-521.
- Daniel, K., Mark G., Sheridan T. and Russ W. 1997. Measuring Mutual Fund Performance with Charatristic-Based Bechmarks, *The Journal of Finance*, Vol.LII, No.3, July.
- Droms, W.G., and A.W. David. 1994. Investment Performance of International Mutual Funds, *The Journal of Financial Research*, Vol. XVII, No.1:1-14
- Eun, C.S., Richard K., and G.R. Bruce. 1991. U.S.-Based International Mutual Funds : A Performance Evaluation, *Journal of Portofolio Management*, 17, 88-94
- Fardiansyah, T., 2002. Kiat dan Strategi Menjadi Investor Piawai, PT. Alex Media Komputindo, Jakarta.
- Forsyth, R.W., 1997. Can Anyting Beat Indexing: Yes, But It Takes Bonds, *Barons Article*, p.30-31, June, 30
- Glickman, M., 1999. *The Mindful Money Guide*, PT. Alex Media Komputindo, Jakarta.

- Grinblatt, M. and T. Sheridan . 1994. A Study of Mutual Fund Returns and Performance Evaluation Techniques, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.29, No.3, September.
- Grubber, J.M., 1996. Another Puzzle : The Growth in Actively Managed Mutual Funds, *The Journal of Finance*, Vol.LI, No.3, July
- Indro, D.C., X.J.Christine, Y.H.Michael and Y.L. Wayne . 1999. Mutual Fund Performance : Does Fund Size Matter?, *Financial Analysts Journal*, May/ June.
- Ippolito, R.A. 1989. Efficiency With Costly Information: A study of Mutual Fund Performance 1965-1984, *The Quarterley Journal of Economics*, Februari.
- Ippolito, R.A., 1993. On Studies of Mutual Fund Performance, 1962-1991, *Finanacial Analysis Journal*, Januari-Februari, 42-50.
- Jones, C.P., 1998. *Investments, Analysis and Managemen*, 6th Edition, John Wiley & Son, Inc, USA.
- Rodani, A., dan OthmanY., 2002. *Analisis Investasi dan Teori Portofolio*, Murai Kencana, PT. Raja Grasindo Persada, Jakarta
- Samsuri, A., 2003. "Analisis Konsistensi Kinerja Reksadana Saham Indonesia : Periode 1999-2001 (Suatu Pendekatan Teknikal)," Tesis, Program Studi Manajemen Program Pascasarjana Universitas Brawijaya, Malang.
- Suta, I.P.G.A., 2000. *Menuju Pasar Modal Modern*, Sad Satria Bhakti, Jakarta, Indonesia.
- Tandelilin, E., 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, BPFE, Yogyakarta.
- Willis, C., 1996. Why Every Investor Should Own an Index Fund, *Working Woman Article*, p.34. July/ August.