

ANALISIS KINERJA REKSA DANA SAHAM DAN REKSA DANA INDEKS LQ-45 DALAM PENILAIAN TINGKAT EFISIENSI PASAR MODAL PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BEI

Nurlatifah Dan Nurmatias
Fakultas Ekonomi UPN "Veteran" Jakarta

ABSTRACT

This research was conducted to measure the performance of equity funds and mutual funds LQ-45 index in the assessment of the efficiency of capital markets at companies listed on the stock exchanges of Indonesia from 2011. Data obtained from an equity fund as many as 43 companies and 1 funds the LQ-45 index. The analysis technique used is the raw performance and risk-adjusted performance and test hypotheses using simple regression with the significant level of 5%. These results indicate that the performance of an equity fund with mutual fund performance LQ-45 index in raw performance and risk-adjusted performance, and the results were positive alpha signifikan rate of 5% on individual stocks and mutual funds in mutual funds LQ-45 index has alpha-negative, the Indonesian capital market is inefficient.

Keywords: *Equity Mutual Fund, Index Fund, Efficiency Market*

PENDAHULUAN

Reksa Dana mulai diperkenalkan di Indonesia tahun 1995, yakni dengan diluncurkannya sebuah reksa dana tertutup yaitu PT. BDNI Reksa Dana dengan menawarkan 600 juta saham dengan nilai satu saham Rp 500,- sehingga terkumpul dana sebesar Rp 300 miliar. Kemudian pada tahun 1996, diberlakukannya Undang-Undang No.8 tahun 1995 tentang Pasar Modal. Dalam Undang-Undang ini pemerintah mengizinkan Reksa Dana terbuka untuk beroperasi. Sejak saat itu reksa dana menunjukkan perkembangannya secara signifikan.

Kinerja reksa dana pada 9 tahun terakhir ini sangat baik karena memiliki kinerja diatas kinerja pasar terutama pada kinerja reksa dana saham yang memiliki kinerja dengan tingkat pengembalian tertinggi dibandingkan kinerja reksa dana lain. Kinerja reksa dana indeks LQ-45 pada 2 tahun terakhir ini memiliki kinerja yang kurang baik karena mulai dari tahun 2009 sampai 2012 kinerja reksa dana indeks LQ-45 berada dibawah kinerja pasar. Reksa dana merupakan sebuah bentuk investasi yang dilakukan secara kolektif (bersama-sama) dan dikelola oleh sebuah Perusahaan Manajemen Investasi (PMI)

atau seorang Manajer Investasi (MI). Pendirian reksa dana terus berkembang dimana pada tahun 1996 berdiri sebanyak 25 Reksa Dana Terbuka dan 25 reksa dana ini dikelola oleh 12 manajer investasi. Total Asset reksa dana yang dikenal dengan total Nilai Aktiva Bersih sebesar Rp 2,8 triliun. Kemudian, total nilai aktiva bersih meningkat menjadi sekitar Rp 8 triliun pada Juni 1997. Peningkatan tersebut karena reksa dana mulai dikenal dan masyarakat merasakan tingkat pengembalian yang lebih baik dibandingkan dengan instrumen yang lain.

Kegiatan investasi dapat dilakukan secara langsung maupun tidak langsung. Investasi langsung merupakan investasi dimana investor secara langsung memperoleh hak atas surat berharga seperti pembelian saham, obligasi maupun surat berharga lainnya. Sedangkan investasi yang tidak langsung merupakan investasi yang dilakukan dalam suatu portofolio seperti Reksa Dana.

Reksa Dana merupakan salah satu wadah yang digunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal yang mempunyai tujuan investasi bersamaan. maraknya reksa dana dimulai sejak tahun 2001.

Berdasarkan sumber yang ada, Reksa dana mengalami perkembangan yang pesat dan signifikan sejak tahun 2001 hingga 2009. Hal tersebut dikarenakan kondisi perekonomian di Indonesia mulai membaik dan stabil. Jenis reksa dana itu sendiri cukup banyak, seperti reksa dana pendapatan tetap, reksa dana pasar uang, reksa dana saham dan reksa dana campuran. Berkembangnya reksa dana yang ada di Indonesia dapat dilihat dari total nilai aktiva bersih reksa dana yang mengalami pertumbuhan yang signifikan. Pada awal tahun 2001 triwulan pertama total nilai aktiva bersih reksa dana hanya terkumpul sebesar Rp. 9,47 T. Jumlah Reksa dana Indonesia masih terus mengalami pertumbuhan di tahun 2007 ini, dari 399 reksa dana pada akhir Desember 2006 menjadi 469 reksa dana per Desember 2007 atau meningkat sebesar 17,54 % di tahun 2007 ini. Nilai Aktiva Bersih (NAB) reksa dana mengalami kenaikan yang cukup signifikan dari Rp 52,28 triliun pada Desember tahun 2006 menjadi Rp 91,5 triliun pada Desember tahun ini (tanggal 26 Desember 2007) atau meningkat sebesar 75,02 % dari tahun sebelumnya. Pada periode Juli 2008- Februari 2009 nilai aktiva bersih reksa dana menurun seiring melemahnya IHSG sebagai salah

satu indikator makro ekonomi. Sedangkan pada akhir tahun 2009 triwulan keempat total nilai aktiva bersih reksa dana meningkat tajam sebesar Rp. 109,64 T.

Berdasarkan teori portofolio modern, manajer investasi berusaha memperoleh hasil investasi superior sesuai dengan tingkat resiko yang ada (*superior risk-adjusted return*), yang mana hal ini dipengaruhi oleh factor 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 di dapat 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.

Sebagian besar pemodal nampaknya masih memilih untuk melakukan strategi aktif meskipun telah

terdapat berbagai bukti yang mendukung hipotesa pasar efisien, dan kinerja dari berbagai pemodal institusioanal yang menganut strategi pasif, yang ternyata juga memberikan kinerja yang cukup baik. Alasan mengapa mereka telah melakukannya adalah keinginan untuk memperoleh imbalan yang sangat besar dari strategi yang mereka lakukan.

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 dan 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.

Pemodal juga dapat melakukan strategi dengan membentuk portofolio yang mirip dengan suatu indeks pasar (misal, membentuk portofolio yang komposisinya mirip dengan indeks LQ-45). Cara semacam ini disebut sebagai *index funds*. *index funds* yang dibentuk mungkin dibuat sama dengan indeks

pasar yang terdiri dari saham-saham yang paling aktif diperdagangkan (di BEI disebut sebagai indeks LQ-45), saham-saham *blue chips* (saham-saham yang dinilai mempunyai kualitas baik, dengan *record* memperoleh laba dan pembayaran dividen yang konsisten), ataupun saham-saham berkapitalisasi kecil.

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 Indeks Fund.

Dalam perkembangannya reksadana indeks menunjukkan kinerja yang relative lebih baik dari pada 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 dari pada return reksadana saham menunjukkan kinerja market yang lebih baik (menghasilkan return yang lebih besar) dari pada kinerja kinerja reksadana saham. Kinerja market yang lebih baik dari pada kinerja reksadana saham mencerminkan pasar tersebut efisien, artinya tidak ada dari investor yang memperoleh keuntungan abnormal, sehingga dengan demikian pasar modal AS dapat dinyatakan pasar modal yang efisien.

Sedangkan dipasar modal Indonesia, penerapan *strategic passive management* belum dilakukan (Fardiansyah 2002 dan Cahyono 2002), walaupun dibursa efek Indonesia mempunyai indeks LQ-45 yang juga merupakan kumpulan 45 saham dengan likuid tinggi. Dengan demikian, belum dapat diketahui perbandingan kinerja antara reksadana indeks dengan reksadana saham pada pasar modal Indonesia. Berdasarkan latar belakang tersebut maka perumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut : (1) Apakah kinerja reksa dana indeks LQ-45 sama dengan kinerja reksa dana saham secara *raw performance*, *risk adjusted performance (CAPM)*. (2) Apakah pasar modal indonesia berdasarkan *excess performance* dengan kinerja reksa dana

indeks LQ-45 dan reksa dana saham secara keseluruhan dan individu adalah pasar efisien. (3) Apakah kinerja reksa dana berpengaruh signifikan terhadap kinerja pasar menggunakan *excess performance* melalui uji regresi.

Reksa Dana Saham

Menurut samsul (2006:346), Reksa Dana di definisikan sebagai wadah yang diprgunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi.

Dari sisi peraturan Bapepam-LK, Reksa Dana Indonesia dibagi dalam 4 (empat) jenis kategori yaitu Reksa Dana Saham, Reksa Dana Pendapatan Tetap, Reksa Dana Pasar Uang, dan Reksa Dana Campuran. Dalam penelitian ini dibahas mengenai Reksa Dana Saham dan Reksa Dana Indeks yang diasumsikan Indeks LQ-45.

Reksa Dana Saham adalah Menurut Eko dan Ubaidillah (2004:72-74), menjelaskan bahwa Reksa Dana Saham (RDS) adalah reksa dana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dari portofolio yang dikelolanya kedalam efek bersifat ekuitas (saham).

Berbeda dengan efek pendapatan tetap seperti deposito dan obligasi, di mana investor lebih berorientasi pada

pendapatan bunga, efek saham umumnya meberikan potensi hasil yang lebih tinggi berupa *capital gain* melalui pertumbuhan-pertumbuhan harga saham. Selain hasil dari *capital gain*, efek saham juga memberikan hasil lain berupa *dividen*.

Di Indonesia hanya sebagian kecil investor yang sudah melakukan investasi pada saham. Memang tidak mudah berinvestasi di saham. Kendala utama yang dihadapi investor antara lain adalah terbatasnya kemampuan untuk menganalisa dan memilih saham, terbatasnya dana untuk melakukan diversifikasi, serta terbatasnya waktu untuk terus memonitor kondisi pasar.

Dibandigkan dengan RDPU dan RDPT, RDS memberikan potensi pertumbuhan nilai investasi yang lebih besar, demikian juga risikonya. RDS menjadi alternatif menarik bagi investor yang mengerti potensi investasi pada saham untuk jangka panjang, sehingga dana yang digunakan untuk berinvestasi merupakan dana untuk kebutuhan jangka panjangnya. Dengan demikian risiko fluktuasi nilai investasinya, yang mungkin saja suatu saat menjadi negatif dalam jangka pendek, tidak membuatnya gusar dan melakukan tindakan yang justru akan merugikan dirinya. Jadi,

selain harus mengerti bahwa investasi saham merupakan investasi jangka panjang, investor juga harus mengerti dan bersedia menerima risiko investasi yang menyertainya. Dengan berinvestasi melalui RDS, kita dapat memperoleh lebih banyak manfaat, dari pada jika kita harus melakukannya secara langsung sendiri. Dalam menentukan baik atau tidaknya kinerja Reksa Dana, diperlukan suatu pembandingan. Dengan adanya pembandingan dapat diketahui tinggi rendahnya *return* dan risiko Reksa Dana. Pembandingan kinerja Reksa Dana yang dipilih untuk masing-masing kelompok Reksa Dana adalah sebagai berikut: (1). Reksa Dana saham, pembandingnya IHSG (2). Reksa Dana obligasi, pembandingnya rata-rata bunga deposito tiga bank pemerintah dan tiga bank swasta untuk periode 12 bulan (3). Reksa Dana pasar uang, pembandingnya rata-rata bunga deposito tiga bank pemerintah dan tiga bank swasta untuk periode tiga bulan setelah pajak (4). Reksa Dana campuran, pembandingnya menggunakan ketiga pembandingan diatas.

Dalam penelitian ini juga menggunakan reksa dana indeks LQ-45 dimana sebagai pembandingnya juga IHSG.

Untuk menghitung tingkat pengembalian Reksa Dana maka investor harus memahami perhitungan dari Nilai Aktiva Bersih (NAB) karena perhitungan tingkat pengembalian tersebut menggunakan NAB tersebut.

Nilai Aktiva Bersih (NAB) atau *Net Asset Value* (NAV) merupakan alat ukur kinerja Reksa Dana. NAB merupakan jumlah aktiva setelah dikurangi kewajiban-kewajiban yang ada. Sedangkan NAB per unit penyertaan merupakan jumlah NAB dibagi dengan jumlah unit penyertaan yang beredar.

NAB per unit dihitung setiap hari oleh Bank Kustodian setelah mendapat data dari Manajer Investasi dan nilai tersebutlah yang kemudian setiap hari dapat dilihat pada keesokan harinya di media massa setiap hari kerja. Berdasarkan informasi NAB yang transparan kepada umum, setiap orang dapat menghitung tingkat pengembalian Reksa Dana selama satu periode pengamatan (Pratomo, 2009).

Evaluasi terhadap kinerja portofolio yang telah disusun sebelumnya merupakan tahap yang sangat penting bagi Manajer Investasi maupun investor. Terdapat tiga pengukuran kinerja Reksa Dana yang dilakukan berdasarkan *risk-adjusted performance* antara lain:

1. Sharpe Measure

Pengukuran dengan metode *Sharpe* berdasarkan atas risiko antara *excess return* terhadap standar deviasi. Rasio yang dihitung adalah merupakan kemiringan garis yang menghubungkan portofolio yang berisiko dengan kesempatan investasi bebas risiko (R_f). Kemiringan garis inilah yang digunakan sebagai *Sharpe Measure*, dirumuskan sebagai berikut :

(Suad Husnan, 2001)

$$S_{RD} = \{E(R_p) - R_f\} / \sigma_p$$

Keterangan:

- S_{RD} = indeks kinerja *Sharpe*.
- R_p = *return* portofolio atau tingkat pengembalian pasar.
- R_f = *return* bebas risiko tingkat bunga bebas risiko.
- σ_p = total risiko yaitu hasil jumlah dari risiko sistematis dan risiko unsistematis.

2. Treynor Measure

Prinsip pengukuran *Treynor* ini hampir sama dengan yang digunakan pada ukuran *Sharpe*, bedanya pada *Treynor* digunakan beta (β) sebagai pembagi yang merupakan risiko sistematis atau juga yang disebut sebagai risiko pasar. Pengukuran dengan metode *Treynor* ini dirumuskan sebagai berikut :

(Suad Husnan, 2001)

$$T_{RD} = \{E(R_p) - R_f\} / \beta_p$$

Keterangan:

- T_p = indeks kinerja *Treynor*.
- R_p = *return* portofolio atau tingkat pengembalian pasar.
- R_f = *return* bebas risiko tingkat bunga bebas risiko.
- β_p = risiko pasar dari portofolio atau risiko sistematis portofolio.

3. Jensen Measure

berbeda dengan *Treynor's* model dan *Sharpe's* model yang dapat menerima investasi Reksa Dana sepanjang *excess return* positif, model *Jensen* hanya menerima investasi Reksa Dana apabila dapat menghasilkan *return* yang melebihi *expected return* atau *minimum rate of return*. *Return* yang dimaksud adalah *average return* (R_p) masa lalu, sedangkan *minimum rate of return* adalah *expected return* $E(R_p)$, yang dihitung dengan *capital asset pricing model* (CAPM). Selisih antara *average return* dengan *minimum rate of return* disebut *alpha*, α_p .

CAPM adalah model yang digunakan untuk menentukan berapa tingkat *return* (imbal hasil) yang diharapkan dari suatu investasi aset berisiko. (Manurung, 2007):

$$R_p - R_f = \alpha_p + \beta_p (R_m - R_f)$$

Persamaan diatas memperlihatkan risiko premium portofolio dipengaruhi oleh risiko *market* premium. Nilai α dan β pada persamaan diatas diestimasi sesuai dengan model yang dikenal dengan regresi. Oleh karenanya data asli runtun waktu dari portofolio, tingkat pengembalian pasar dan tingkat bunga bebas risiko harus tersedia. Nilai α yang tertinggi dan signifikan merupakan portofolio yang terbaik dari portofolio yang ada.

Bentuk Teori Pasar Modal Efisien

The weak efficient market hypothesis. Efisiensi pasar dikatakan lemah (*weak-form*) karena dalam proses pengambilan keputusan jual-beli saham investor menggunakan data harga dan volume masa lalu. Berdasarkan harga dan volume masa lalu itu berbagai model analisis teknis digunakan untuk menentukan arah harga apakah akan naik atau turun. Apabila arah harga saham akan naik, maka diputuskan untuk membeli. Apabila arah harga akan turun, diputuskan untuk menjual. Analisis teknis mengansumsikan bahwa harga saham selalu berulang kembali, yaitu setelah naik dalam beberapa hari, pasti akan turun dalam beberapa hari

berikutnya, kemudian naik lagi dan turun lagi, demikian seterusnya.

The semistrong efficient market hypothesis. Efisiensi pasar dikatakan setengah kuat (*semistrong-form*) karena dalam proses pengambilan keputusan jual-beli saham investor menggunakan data harga masa lalu, volume masa lalu, dan semua informasi yang dipublikasikan seperti laporan keuangan, pemerintah, peristiwa politik, peristiwa hukum, peristiwa sosial, dan lain sebagainya yang dapat mempengaruhi perekonomian nasional. Ini berarti investor menggunakan gabungan antara analisis teknis dengan analisis fundamental dalam proses menghitung nilai saham, yang akan dijadikan sebagai pedoman dalam tawaran harga beli dan tawaran harga jual.

The strong efficient market hypothesis. Efisiensi pasar dikatakan kuat (*strong-form*) karena investor menggunakan data yang lebih lengkap yaitu harga masa lalu, volume masa lalu, informasi yang dipublikasikan, dan informasi private yang tidak dipublikasikan secara umum. Kegiatan riset untuk menganalisis variabel-variabel yang berpengaruh terhadap harga saham sangat penting dilakukan walaupun harus mengeluarkan biaya riset yang tinggi,

asalkan dapat meningkatkan return perusahaan. Peningkatan return akan terjadi apabila kebijakan portofolio ataupun keputusan jual-beli saham yang didasarkan pada hasil riset tepat mengenai sasaran.

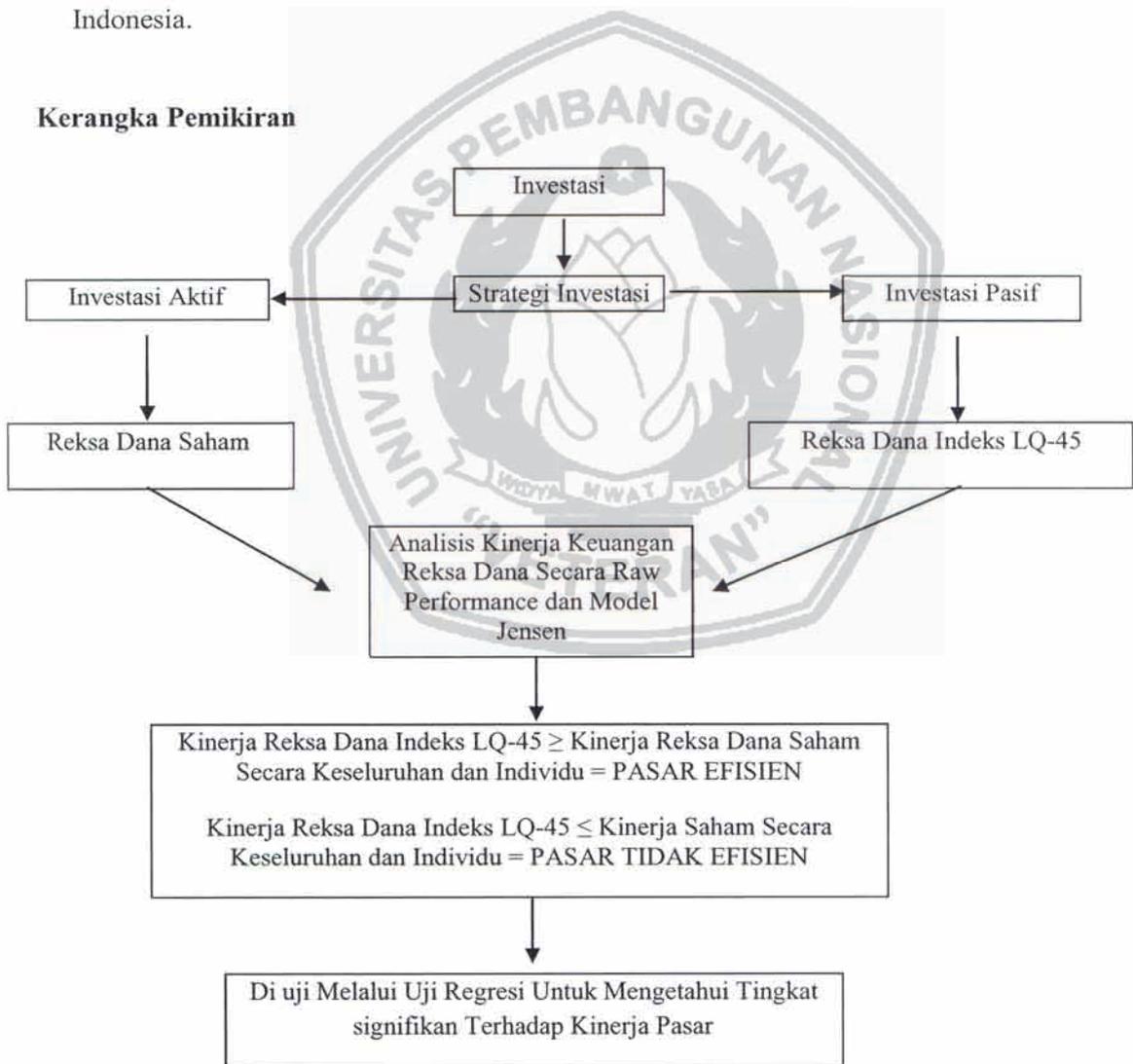
Pengembangan Hipotesis

1. Diduga kinerja reksa dana indeks LQ 45 sama dengan kinerja reksa dana saham di pasar modal modal Indonesia.

2. Diduga pasar modal Indonesia efisien berdasarkan *excess performance* dengan kinerja reksa dana indeks LQ-45 dan reksa dana saham secara keseluruhan dan individu.

Diduga kinerja reksa dana menggunakan *excess performance* melalui uji regresi berpengaruh signifikan terhadap kinerja pasar.

Kerangka Pemikiran



METODE

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

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

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

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

Dimana:

RFd.t = return Reksadana Indeks L Q-45 atau return reksadana saham pada periode t (dalam bulanan);

NABt = nilai aktiva bersih Reksadana Indeks LQ-45 atau reksadana saham pada periode t (dalam bulanan);

NAB_{t-1} = nilai aktiva bersih Reksadana Indeks LQ-45 atau reksadana saham pada periode t-1 (dalam bulanan).

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

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

Dimana:

R_{M,t} = return pasar pada periode t (dalam bulanan); IHSG_t = nilai IHSG

pada periode t (dalam bulanan); IHSG_{t-1} = nilai IHSG pada periode t-1 (dalam bulanan).

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.

$$R_{Ft} = \frac{SBI_t}{n}$$

Dimana:

R_f = return aset bebas resiko (dalam bulanan);

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.

Portfolio excess performance = RFd - R_f

Dimana:

RFd. = 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.

Market excess performance = $RM - R_f$
Dimana: RM = return Market; R_f =
return aset bebas resiko.

Populasi, Sampel dan Data

Objek dalam penelitian ini adalah Reksa Dana Saham yang sudah dipublikasikan secara umum di Bapepam-LK dan diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia selama periode 2011 sebanyak 93 Reksa Dana Saham. Dalam penelitian ini terdapat 43 sampel Reksa Dana Saham dan 1 Reksa Dana Indeks LQ-45 yang terdiri dari 45 saham yang liquid yang dipilih secara *purposive sampling*, dengan kriteria-kriteria sebagai berikut:

- Reksadana yang diteliti adalah seluruh reksadana saham yang bersifat terbuka
- Perusahaan Reksa Dana yang terdaftar pada periode 2011
- Indeks Reksa Dana LQ-45

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *cross section data*. *Cross section data* merupakan data yang dikumpulkan pada waktu yang sama dari beberapa perusahaan. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini diperoleh dari data sekunder dengan cara tidak langsung dan yang telah dipublikasikan antara lain:

1. NAB perbulan masing-masing Reksa Dana yang aktif terdaftar di Bursa Efek

Indonesia (BEI) selama periode tahun 2011 yang diperoleh dari website Bapepam-LK yaitu <http://www.bapepam.go.id>.

2. NAB perbulan Reksa Dana Indeks LQ-45 selama periode 2011 diperoleh dari website <http://www.duniainvestasi.com>.
3. Suku bunga SBI sebagai pengembalian investasi bebas risiko yang diperoleh dari data laporan Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia (SEKI) 2011 yang terdapat dalam website <http://www.bi.go.id>

Metode Analisis Data dan Uji Hipotesis

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

1. Statistik deskriptif untuk mengetahui tingkat return terendah dan tertinggi serta rata-rata return pada seluruh reksa dana saham dan reksa dana indeks LQ-45.
2. 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.

3. 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 sistematik dari Reksadana Indeks LQ-45 atau reksadana saham

e_{fd} = random error.

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 %.

4. 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 pasar modal indonesia dikatakan efisien apabila reksa dana indeks LQ-45 lebih besar dibandingkan kinerja reksa dana saham secara keseluruhan dan secara individu. Kinerja reksa dana tersebut memiliki kinerja diatas kinerja pasar. Sebaliknya pasar modal indonesia dikatakan tidak efisien apabila kinerja reksa dana indeks LQ-45 lebih rendah dibandingkan kinerja reksa dana saham secara keseluruhan dan individu.

HASIL DAN PEMBAHASAN

1. Statistic Deskriptif

Berdasarkan perhitungan return reksa dana saham dan indeks LQ-45 dan return pasar selama 12 bulan

periode 2011. Berikut ini gambaran statistic rata-rata return reksa dana saham, reksa dana indeks LQ-45 dan return pasar dapat dilihat pada tabel dibawah ini;

Tabel 1
Rata-rata, Standar Deviasi Return Reksa Dana Saham,
Indeks LQ-45 dan IHSG
Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
reksadanasaham	43	-.03000	.02000	.0018605	.00794499
Valid N (listwise)	43				

Sumber : Data hasil output spss

Berdasarkan tabel diatas dapat dijelaskan hasil sebagai berikut : Reksa Dana Saham diatas diketahui bahwa jumlah sampel perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebanyak 43 sampel perusahaan reksa dana saham periode 2011 memiliki nilai tertinggi sebesar 0,02000 pada perusahaan Reksa Dana Makinta Mantap dan memiliki nilai terendah sebesar -0.03000 pada perusahaan Batavia Dana Saham Agro. Sedangkan nilai rata-rata reksa dana saham sebesar 0,0018605. Standar deviasi adalah sebesar 0,00794499, berarti terjadi perbedaan reksa dana saham yang diteliti terhadap nilai rata-ratanya sebesar 0,00794499.

2. Kinerja Secara Raw Performance

Setelah perhitungan return reksa dana dan IHSG maka dibuat rata-rata Return untuk menggambarkan kinerja reksa dana secara *Raw performance*. Terlihat pada tabel dibawah ini:

Tabel 2
Perbandingan Rata-rata Return Reksa Dana Secara Keseluruhan

No	Nama Reksa Dana	Rata-Rata Return
1	Reksa dana indeks LQ-45	0.002
2	Reksa Dana Saham	0.002

Sumber: *bapem dan BEI* (data diolah)

Dari data tabel diatas dapat dilihat berdasarkan rata-rata return reksa dana saham dan indeks LQ-45 tidak terdapat perbedaan yaitu return reksa

dana indeks LQ-45 dengan tingkat return sebesar 0,002 dan return reksa dana saham secara keseluruhan dengan tingkat return 0,002. Maka dapat dikatakan kinerja indeks LQ-45 sama dengan kinerja reksa dana saham secara keseluruhan.

3. Risk Adjusted Performance (CAPM)

Dari hasil regresi return bulanan reksa dana dan IHSG akan dihitung nilai alpha masing-masing reksa dana. Pada hasil regresi tersebut menunjukkan bahwa nilai alpha seluruh reksa dana yang diteliti diharapkan signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Hasil perhitungan regresi alpha reksa dana tersebut dapat dilihat pada table di bawah ini:

Tabel 3
Hasil Regresi Nilai Alpha Reksa Dana Secara
Risk Adjusted Performance (CAPM)

No	REKSA DANA	α	Std. Error	t-value	Sig
	Reksa dana Indeks				
1	Indeks LQ-45	-0.001	0.002	-0.406	0.693
	Reksa Dana Saham				
1	Panin Dana Prima	0.003	0.015	0.213	0.836
2	Panin Dana Maksima	0.007	0.016	0.45	0.662
3	Reksa Dana AAA Blue Chip Value Fund	-0.007	0.015	-0.478	0.643
4	Reksa Dana AAA Equity Fund	-0.003	0.016	-0.214	0.835
5	BNI Reksadana Berkembang	-0.005	0.017	-0.274	0.79
6	Reksa Dana BNP Paribas Solaris	-0.006	0.018	-0.335	0.745
7	BNP Paribas Pesona	-0.001	0.015	-0.003	0.974
8	BNP Paribas Ekuitas	0.001	0.017	-0.18	0.986
	Reksa Dana BNP Paribas				
9	Infrastruktur Plus	-0.008	0.018	-0.463	0.653
10	BNP Paribas Maxi Saham	-0.001	0.016	-0.085	0.934
11	Reksa Dana Dana Ekuitas Prima	-0.013	0.021	-0.616	0.552
12	Batavia Saham Agro	-0.034	0.021	-1.568	0.148
13	Batavia Dana Saham Optimal	-0.002	0.017	-0.135	0.895
14	Batavia Dana Saham	-0.004	0.016	-0.256	0.803
15	CIMB-PRINCIPAL Equity aggressive	-0.004	0.015	-0.269	0.793
16	Reksa Dana Danareksa Mawar Agresif	-0.004	0.015	-0.293	0.776
17	Reksa Dana Danareksa Mawar Fokus 10	-0.015	0.014	-1.088	0.032

18	Danareksa Mawar	0.002	0.014	0.107	0.917
19	Reksa Dana Makinta Growth Fund	0.006	0.015	0.42	0.683
20	Reksa Dana Makinta Mantap	0.018	0.018	1.016	0.334
21	Reksa Dana First State Indoequity Fund	0.004	0.016	0.226	0.826
22	First State Indoequity Value Select Fund	0.004	0.015	0.288	0.779
23	FS Indoequity Dividend Yield Fund	0.001	0.016	0.059	0.954
24	First State Indoequity Sectoral Fund	0.003	0.016	0.167	0.871
25	Reksa Dana Latandhana Progresif	0.004	0.016	0.259	0.801
26	Reksa Dana Millenium Equity	0.004	0.011	0.396	0.7
27	Reksa Dana MNC Dana Ekuitas	0.002	0.013	0.127	0.901
28	Mandiri Investa UGM	-0.006	0.015	-0.415	0.687
29	Reksa Dana Mandiri Investa Atraktif	-0.004	0.016	-0.253	0.805
30	Manulife Dana Saham	-0.002	0.015	-0.155	0.88
31	Phinisi Dana Saham M	-0.003	0.016	-0.198	0.847
32	Manulife Saham Andalan	-0.003	0.016	-0.187	0.855
33	Reksa Dana NISP Indeks Saham Progresif	-0.005	0.015	-0.325	0.752
34	Reksa Dana Pratama Equity	-0.004	0.023	-0.177	0.863
35	Pratama Saham	-0.01	0.021	-0.472	0.647
36	Reksa Dana Schroder 90 Plus Equity Fund	0.002	0.018	0.071	0.945
37	Reksa Dana Schroder Indo Equity fund	-0.001	0.015	0.131	0.898
38	Schoroder Dana Prestasi Plus	0.005	0.016	-0.046	0.964
39	Reksa Dana Schoroder Dana Istimewa	0.03	0.017	0.277	0.788
40	Reksa Dana Simas Danamas Saham	-0.001	0.019	-0.621	0.549
41	Syailendra Equity Opportunity Fund	0.006	0.017	-0.073	0.943
42	Trim Kapital	0.005	0.018	0.268	0.794
43	Reksa Dana Trim Kapital Plus	0.001	0.02	0.278	0.78
	Average Alpha	-0.001			

Sumber: Data hasil output spss

Berdasarkan pada tabel 4.9. di atas, pemilihan sekuritas yang ditunjukkan oleh koefisien α menunjukkan bahwa dari 43 reksadana saham hanya 19 reksadana yang menghasilkan nilai *intercept* atau alfa yang positif.

Berdasarkan tabel 4.10. kinerja reksa dana indeks LQ-45 dan kinerja reksa dana saham secara keseluruhan yang diukur melihat tingkat alfa menghasilkan alfa yang negatif sehingga kinerja reksa dana tersebut dapat dikatakan sama.

Tabel 4
Nilai Alfa Secara Keseluruhan
Risk Adjusted Performance (CAPM)

No	Kinerja Reksa Dana	Alfa
1	Reksa Dana Indeks LQ-45	-0.001
2	Reksa Dana Saham	-0.001

Sumber: *bapepam dan duniainvestasi* (data diolah)

4. Analisis Tingkat Efisiensi Pasar Modal.

Tabel 5
Perbandingan Signifikansi nilai alpha dari reksa dana indeks LQ-45 dan reksa Dana saham Individual, serta Tingkat Efisiensi Pasar Modal Indonesia

REKSA DANA SAHAM	α	Sig
Panin Dana Prima	0.003	0.836
Panin Dana Maksima	0.007	0.662
BNP Paribas Ekuitas	0.001	0.986
Danareksa Mawar	0.002	0.917
Reksa Dana Makinta Growth Fund	0.006	0.683
Reksa Dana Makinta Mantap	0.018	0.334
Reksa Dana First state Indoequity Peka Fund	0.004	0.826
First State Indoequity Value Select Fund	0.004	0.779
FS Indoequity Dividend Yield Fund	0.001	0.954
First State Indoequity Sectoral Fund	0.003	0.871
Reksa Dana Launtandhana Equity Progresif	0.004	0.801
Reksa Dana Millenium Equity	0.004	0.7
Reksa Dana MNC Dana Ekuitas	0.002	0.901
Reksa Dana Schroder 90 Plus equity Fund	0.002	0.945
Schoroder Dana Prestasi Plus	0.005	0.964
Reksa Dana Schroder Dana Istimewa	0.03	0.788
Syailendra Equity Opportunity Fund	0.006	0.943
Trim Kapital	0.005	0.794
Reksa Dana Trim Kapital Plus	0.001	0.78
REKSA DANA INDEKS LQ-45	-0.001	0.693
PASAR MODAL INDONESIA		tidak efisien

Sumber: Bapepam dan duniainvestasi (data diolah)

Berdasarkan tabel 4.11. diatas dapat dilihat perbandingan nilai alpha negatif signifikan reksa dana indeks LQ-45 terhadap alpha positif signifikan reksa dana saham nilai alpha yang menunjukkan excess

performance reksa dana saham individual lebih besar dari alpha reksa dana indeks LQ-45. Sehingga dapat dinyatakan bahwa kineja reksa dana saham individual lebih baik dari kinerja reksa dana indeks LQ-45.

Pembahasan

Berdasarkan pengujian yang dilakukan dilihat dari segi return kinerja reksa dana saham dan reksa dana indeks LQ-45 bahwa kinerja reksa dana saham secara keseluruhan sama dibandingkan kinerja reksa dana indeks LQ-45. Namun kinerja reksa dana saham individual memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan kinerja reksa dana indeks LQ-45.

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 di-bandingkan dengan biaya yang di-tanggungnya. 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 dibursa 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.

Kesimpulan dari penelitian ini terhadap hipotesa pertama adalah membandingkan rata-rata return secara raw performance, tidak terdapat perbedaan yaitu return reksa dana indeks LQ-45 dengan tingkat return sebesar 0,002 dan return reksa dana saham secara keseluruhan dengan tingkat return 0,002. Maka dapat dikatakan kinerja indeks LQ-45 sama dengan kinerja reksa dana saham secara keseluruhan.

Terhadap hipotesa kedua adalah tidak terbukti karena α yang mencerminkan excess performance Reksadana Indeks LQ-45 lebih kecil daripada α reksadana saham (individual). Secara keseluruhan kinerja reksa dana saham dan indeks LQ-45 sama. Dengan demikian Pasar Modal Indonesia dapat dinyatakan sebagai pasar modal yang tidak efisien pada periode 2011. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Vinus Maulina, Tona Aurora Lubis, Moeljadi dan Munawar Ismail (WACANA Vol. 13 No.2. April 2010) yang menyimpulkan bahwa pasar tidak efisien karena nilai alpha dan return reksa dana saham individual lebih tinggi dari reksa dana indeks LQ-45 dan juga penelitian ini mendukung penelitian yang

dilakukan Theodore Prince (Commonwealth University) dan Frank Bacon (Longwood University) yang menyimpulkan bahwa pasar yang efisien menyatakan bahwa manajemen investasi yang aktif adalah sia-sia. Sebaliknya, investor yang lebih baik menjalankan sebuah strategi investasi pasif dengan memanfaatkan indeks pasar alternatif.

Terhadap hipotesa ketiga adalah kinerja reksa dana yang positif berpengaruh signifikan pada level 5% atau diatas 0,05. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Vinus Maulina, Tona Aurora Lubis, Moeljadi dan Munawar Ismail (WACANA Vol. 13 No.2. April 2010) menyimpulkan alpha yang positif akan menunjukkan tingkat signifikan terhadap kinerja pasar pada level 5%.

SIMPULAN

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 sama dengan kinerja Reksadana

saham (secara keseluruhan) di Pasar Modal Indonesia.

2. Meskipun reksadana saham secara keseluruhan memiliki kinerja sama dengan Reksadana Indeks LQ-45, tetapi terdapat 19 reksadana saham individual yang memiliki kinerja lebih baik daripada Reksadana Indeks LQ-45. Adapun reksadana saham individual tersebut adalah Panin Dana Prima, Panin Dana Maksima, BNP Paribas ekuitas, Danareksa Mawar, Reksa Dana Makinta Growth Fund, Reksa Dana Dana Makinta Mantap, Reksa Dana Dana First State Indoequity Peka Fund, First State Indoequity Value Select Fund, FS Indoequity Dividend Yield Fund, First State Indoequity sectoral Fund, Reksa Dana Launtandhana Equity Progresif, Reksa Dana Millenium Equity, Reksa Dana MNC Dana Ekuitas, Reksa Dana Schroder 90 Plus Equity Fund, Schoroder Dana Prestasi Plus, Reksa Dana Schoroder Dana Istimewa, Syailendra Equity Opportunity Fund, Trim Kapital, Reksa Dana Trim Kapital Plus.
3. Pasar Modal Indonesia belum efisien dalam arti kinerja Reksadana Indeks LQ-45 lebih kecil daripada kinerja reksadana saham

(individual). Dan kinerja reksa dana yang positif dengan tingkat return yang signifikan terhadap kinerja pasar. Hal ini sesuai dengan kondisi pasar modal Indonesia yang masih berada pada kelompok emerging market.

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, pembahasan, dan kesimpulan yang telah diambil, maka saran yang dapat peneliti berikan adalah sebagai berikut:

1. Bagi investor, calon investor, atau masyarakat, yang selama ini berinvestasi pada reksadana indeks LQ-45 maka perlu juga mempertimbangkan investasi pada Reksadana saham.
2. Bagi investor yang ingin berinvestasi pada reksadana saham maka Panin Dana Prima, Panin Dana Maksima, BNP Paribas Star, BNP Paribas Solaris, Danareksa Mawar, Reksa Dana Danareksa Mawar Konsumer 10, Reksa Dana Makinta Growth Fund, Reksa Dana Dana Makinta Mantap, Reksa Dana Dana First State Indoequity Peka Fund, First State Indoequity Value Select Fund, FS Indoequity Dividend Yield Fund,

First State Indoequity sectoral Fund, Reksa Dana Launtandhana Equity Progresif, Reksa Dana Millenium Equity, Reksa Dana MNC Dana Ekuitas, SAM Indonesian Equity Fund, Reksa Dana Schroder 90 Plus Equity Fund, Reksa Dana Schoroder Dana Istimewa, Syailendra Equity Opportunity Fund, Reksa Dana Trim Kapital Plus, Tram Equity Focus 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.

DAFTAR PUSTAKA

- _____. *Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal*. Jakarta: Diperbanyak oleh PT Emas Angka Jaya.
- Brigham & Houston. (2009). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Cahyono, Jaka E. (2002). *Cara Jitu Meraih Untung dari Reksa Dana*. Jakarta: Gramedia.
- Gozali, Imam. (2011). *Aplikasi Analisis Multivariate Program IBM SPSS*. Semarang: Undip.
- Hadi, Abdul dkk (2012). *Aplikasi SPSS dalam Saham*. Jakarta : PT. Elex Media Kompetindo.
- Hartono, Jogiyanto. (2008). *Teori portofolio dan analisis investasi*. Edisi Kelima. Yogyakarta: BPFE- Yogyakarta
- Husnan, Suad. (2009). *Dasar-dasar teori portofolio dan analisis sekuritas*. Edisi Keempat. Yogyakarta: Sekolah tinggi ilmu manajemen YKPN.
- Horne, James C. Van., & Wachowicz, John M. (2005). *Prinsip-prinsip manajemen keuangan*. Buku 1 Edisi 12. Jakarta: Salemba Empat
- Ikatan Akuntan Indonesia. (2009). *Akuntansi Reksa Dana Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat
- Kasmir (2010). *Bank dan lembaga keuangan lainnya*. Jakarta: Rajawali
- Martono dan D. Agus Harjito. (2005). *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Ekonesia kampus FE UII Yogyakarta.
- Pratomo, Eko Priyo. & Nugraha, Ubaidillah. (2004). *Reksa Dana*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Samsul, Mohamad. (2006). *Pasar modal dan manajemen portofolio*. Surabaya: FE Universitas Airlangga
- Sembiring, Ferikawita Magdalena. (2012). Analisis performancedan systematic risk portofolio indeks LQ-45berdasarkan jensen model. Prosiding seminar nasional penelitian dan pkm. Jakarta : Universitas Jendral Ahmad Yani.
- Simforianus & Hutagol, Yanthi. (2008). Analisis kinerja reksadana saham dengan metode raw return, sharpe, treynor, Jensen dan sartino. *Journal of Applied Finance and Accounting Vol. 1 No.1 November 2008: 193-226*. Binus University.
- Sitanggang, J.P. (2012). *Manajemen keuangan perusahaan*. Jakarta: Mitra wacana media.
- Wibowo, Satrio. (2005). Penilaian kinerja reksa dana saham dengan metode Jensen periode januari-desember 2002. Tesis. Semarang : Program Pascasarjana Universitas Diponegoro

www.idx.com

www.bapepam.go.id

www.duniainvestasi.com

www.infovesta.com

www.bi.go.id