

**PENILAIAN KINERJA REKSA DANA SAHAM
DENGAN METODE JENSEN
PERIODE JANUARI – DESEMBER 2002**



TESIS

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna
memperoleh dearajad sarjana S-2 Magister Manajemen
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro**

Disusun Oleh :

**Satrio Wibowo, ST
NIM. C4A001231**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2005**



Sertifikasi

Saya, *Satrio Wibowo*, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program Magister Manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggung jawabannya sepenuhnya berada dipundak saya.

Satrio Wibowo

Desember 2005

PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :

PENILAIAN KINERJA REKSA DANA SAHAM

DENGAN METODE JENSEN

PERIODE JANUARI – DESEMBER 2002

yang disusun oleh SATRIO WIBOWO, S.T, NIM : C4A001231

telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 22 Desember 2005

dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama

Pembimbing Anggota

Dr. H.M.Chabachib, Msi, Akt

Dra. Irene Rini DP, ME

Semarang 22 Desember 2005
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program

Prof. Dr. Suyudi Mangunwiharjo

Motto :

Manusia terbaik adalah manusia yang selalu berusaha menjadi lebih baik. Dan bukan manusia terbaik adalah manusia yang sudah merasa baik.

Karyaku ini kupersembahkan untuk :

Bapak & Ibu : R.M Soetomo Soeprapto, S.H

Adik & Kakak : Aryo Utomo, Satrini Movita

Istri & Anak : Dewi Indriati dan Alia

ABSTRACT

Mutual Fund is an alternative of investment that theoretically provides some advantages: cheap, liquid, easy, managed professionally, so that it is expected to give maximum return with adjusted risk for the investor (Suad Husnan, 2001). There are two points of view regarding the ability of mutual funds from the market. Based on those backgrounds, the problems are: 1) Equity Funds of return better than market return (IHSG) and which equity funds performance is the best of its own kind.

This research uses secondary data published by Bappepam, BEJ, JSX Monthly Statistics, Bisnis Indonesia newspaper. Research samples were chosen by using purposive sampling method, which by criteria that mutual funds (NAV) operate since January 2002 and still listed until December 2002. According to those criteria, the number of samples examined is 21 equity funds. Hypothesis tested by using two rates comparison test (t-test) by using SPSS and Jensen method using Microsoft Excel to determine the best equity fund rate.

This result of the research that uses to answer the hypothesis proposed in this research, are as follows: 1) There are no significant differences between equity funds and market return (IHSG). 2) Equity funds level according to Jensen method is SCHRODER the highest level.

The conclusion of this research is mutual fund performance listed in Bappepam will give better results than market performance, if it is professionally run by investment manager.

Key words : Reksa dana, IHSG, Jensen

ABSTRAKSI

Reksa dana adalah salah satu alternatif investasi yang secara teoritis memberikan berbagai keunggulan : murah, liquid, mudah, dikelola secara professional, sehingga diharapkan mampu memberikan return optimal dengan resiko tertentu bagi investor (Suad Husnan,2001).Berdasarkan latar belakang tersebut, permasalahannya : 1) Apakah return reksa dana saham lebih baik daripada return pasar (IHSG) dan kinerja reksa dana saham manakah yang terbaik dari setiap jenis reksa dana saham.

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang dipublikasikan oleh Bappepam, BEJ, JSX Monthly Statistics, Harian Bisnis Indonesia. Sampel penelitian dipilih menggunakan purposive sampling, yaitu dengan kriteria bahwa NAB per unit reksa dana yang beroperasi sejak bulan Januari 2002 dan masih terdaftar sampai dengan Desember 2002. Berdasarkan kriteria tersebut jumlah sample yang diteliti adalah 21 reksa dana saham. Pengujian hipotesis menggunakan uji beda dua rata-rata (t-test) dengan program SPSS dan metode Jensen dengan perogram Microsoft Excell untuk menentukan peringkat reksa dana saham terbaik.

Hasil penelitian untuk menjawab hipotesis yang telah diajukan pada penelitian ini : 1) Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara return reksa dana saham dengan return pasar (IHSG). 2) Peringkat reksa dana saham berdasarkan metode Jensen yaitu SCHRODER sebagai reksa dana saham yang tertinggi. Kesimpulan penelitian ini adalah bahwa kinerja reksa dana saham yang terdaftar di Bapepam akan memberikan hasil yang lebih baik dari kinerja pasar, bila dikelola secara professional oleh Manajer Investasi .

Kata Kunci : Reksa dana, IHSG, Jensen

KATA PENGANTAR

Saya panjatkan puja dan puji syukur kepada Allah SWT, berkat rahmat dan anugerah-Nya hingga saya dapat menyelesaikan tesis ini dengan baik. Tesis ini disusun guna memperoleh gelar derajat S-2 Magister Manajemen pada program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro Semarang.

Tesis merupakan salah satu karya terbesar bagi kaum sarjana sebagai wadah penerapan teori pada aplikasi nyata dalam suatu bentuk tulisan. Penulis menyadari bahwa tesis ini masih banyak memiliki kekurangan, baik dalam penyusunan kalimat, pembahasan setiap materi, dan penggunaan alat ukur dalam pengujian hipotesis.

Proses pembuatan tesis ini melibatkan banyak pihak yang berperan membantu penulis dalam bentuk materi maupun bimbingan dan nasehat yang membangkitkan motivasi penulis untuk menyelesaikan tesis ini. Pada kesempatan ini penulis ingin mengucapkan terima kasih disertai penghargaan yang setinggi-tingginya kepada :

1. Bp. Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo selaku ketua Program MM Undip Semarang.
2. Bp. DR. M. Chabachib, M.Si, Akt. dan Ibu Dra. Irene Rini D.P, M.E, selaku Dosen Pembimbing I dan II atas perhatian dan motivasinya secara serius selama proses bimbingan dalam berbagai situasi dan tempat yang tidak terbatas.
3. Seluruh Bapak dan Ibu Dosen program Magister Manajemen Undip Semarang atas semua bekal ilmu yang diberikan.

4. Keluarga saya tercinta untuk Bapak dan Ibu R.M Soetomo Soeprapto, S.H, istri saya, anak saya, seta saudara-saudara saya atas dukungan, semangat, san kasih sayangnya, semuanya adalah sumber inspirasi atas karya ini.
5. Para staf administrasi, referensi, keuangan dan seluruh staf MM Undip, atas semua bantuan yang anda berikan secara ikhlas.
6. Dan berbagai pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu, penulis mengucapkan banyak terima kasih bagi semuanya.

Hanya doa yang dapat penulis panjatkan, smoga Allah SWT berkenan membalas semua kebaikan Bapak, Ibu, saudara dan teman-teman sekalian. Akhir kata semoga tesis ini dapat bermanfaat bagi kita semua. Amin.

Semarang, Desember 2005

Penulis

Satrio Wibowo

DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul.....	i
Surat Pernyataan Keaslian Tesis.....	ii
Persetujuan Draft Tesis.....	iii
Halaman Motto/Persembahan.....	iv
Abstract.....	v
Abstrak.....	vi
Kata Pengantar.....	vii
Daftar Tabel.....	xii
Daftar Gambar.....	xiii
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Perumusan Masalah	8
1.3. Tujuan Penelitian.....	9
1.4. Manfaat Penelitian.....	9
BAB II TELAAH PUSTAKA.....	10
2.1. Landasan Teori.....	10
2.1.1. Portofolio Saham.....	10

2.1.2.	Pembentukan Porto Folio.....	13
2.1.3.	Penilaian Kinerja Porto Folio.....	14
2.1.4.	Pengertian Reksa Dana.....	17
2.1.5.	Kinerja Reksa Dana.....	19
2.1.6.	Kinerja Pasar.....	20
2.1.7.	Analisis Kinerja Reksa Dana.....	21
2.1.8.	Return Reksa Dana.....	22
2.1.9.	Resiko Reksa Dana.....	23
2.1.10.	Bentuk Reksa Dana.....	25
2.1.11.	Jenis-jenis investasi Reksa Dana.....	27
2.1.12.	Manfaat Reksa Dana.....	30
2.1.13.	Peran Reksa Dana.....	31
2.1.14.	Karakteristik Investor.....	32
2.1.15.	Cara Kerja Reksa Dana.....	33
2.1.16.	Perkembangan Reksa Dana.....	34
2.2.	Penelitian Terdahulu.....	35
2.3.	Kerangka Pemikiran Teoritis.....	42
2.4.	Hipotesis.....	43
2.5.	Definisi Operasional Variabel.....	44
BAB III	METODE PENELITIAN.....	47
3.1.	Jenis dan Sumber Data.....	47

3.2. Populasi dan Sampel.....	47
3.3. Metode Pengumpulan Data.....	48
3.4. Tehnik Analisis.....	49
3.4.1. Pengujian Hipotesis.....	49
3.4.2 Pengukuran Kinerja Portofolio Reksa Dana Saham.....	51
BAB IV GAMBARAN UMUM DAN ANALISIS DATA.....	54
4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian.....	54
4.2. Deskripsi Data Variabel.....	54
3.5. Analisis Data.....	55
3.5.1. Analisis Perbedaan Return Reksadana dengan Return Pasar.....	55
3.5.2. Analisis Statistik Uji Beda Dua Rata-Rata.....	61
3.5.3. Pengukuran Kinerja Portofolio Reksa Dana Saham.....	63
BAB V KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN.....	64
5.1. Kesimpulan.....	64
5.2. Implikasi Kebijakan.....	65
5.3. Keterbatasan Penelitian.....	66
5.4. Agenda Penelitian Mendatang.....	66
Daftar Pustaka.....	68
Lampiran	

Daftar Tabel

Tabel 1.1	Periode, Jumlah, Pemegang saham / Unit Penyertaan, NAB Reksa Dana.....	4
Tabel 2.2	Daftar Penelitian Terdahulu.....	43-44
Tabel 4.1	Perbandingan Return Reksa Dana Saham dan Return IHSG...	55
Tabel 4.2	Rata-rata, Standar Deviasi Return Reksa dana Saham dan Return IHSG.....	56
Tabel 4.3	Hasil Regresi Nilai Beta Reksa Dana.....	57
Tabel 4.4	Rata-rata SBI Bulanan dan Harian Tahun 2002.....	58
Tabel 4.5	Average Expected Return Reksa Dana dan IHSG.....	59
Tabel 4.6	Average Abnormal Return Reksa Dana dan IHSG.....	60
Tabel 4.7	Hasil Tes Perbedaan antara Return Reksa dana Dan Return Pasar.....	62

Daftar Gambar

Gambar 2.2	Mekanisme Reksa Dana.....	18
------------	---------------------------	----

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Perkembangan pasar modal Indonesia dalam menggalang dana mempunyai peranan yang penting untuk menunjang pembangunan nasional. Dana masyarakat yang diperoleh dari pasar modal digunakan oleh banyak perusahaan lokal maupun perusahaan asing dengan tujuan bermacam-macam. Sedangkan bagi masyarakat pemodal kehadiran pasar modal merupakan tambahan alternatif pilihan untuk investasi (Yuniawan, 2000).

Investasi di pasar modal umumnya terbagi atas kategori investasi langsung dan investasi tidak langsung. Belakangan ini investasi tidak langsung melalui *investment companies* sebagai intermediasi keuangan berkembang demikian pesat. Perkembangan pesat ini ditunjang berbagai keunggulan dalam berinvestasi melalui *investment companies*, terutama : 1) skala ekonomis dalam akses ke pasar modal dan diversifikasi investasi ; dan 2) manajemen yang professional. Bagi investor dengan dana terbatas, investasi secara langsung membutuhkan biaya transaksi yang besar untuk mencapai tingkat diversifikasi investasi, dimana diversifikasi pun hanya dapat dilakukan pada ragam portofolio efek yang terbatas. Selain itu melalui *investment companies* investor tidak perlu memusingkan kerumitan investasi yang biasanya dialami saat melakukan investasi langsung, misalnya mengenai keputusan

beli / jual sendiri, pencatatan transaksi (berhubungan dengan pajak) serta pemantauan risiko portofolio secara menyeluruh (Pakpahan, 2002).

Investment Companies pada hakekatnya dibagi menjadi dua kelompok, yakni : 1) *Managed investment companies*, terdiri atas *open end funds* dan *close end funds*; 2) *Unmanaged investment companies*, yakni *trust funds* (Pakpahan, 2002).

Pertimbangan dalam memilih salah satu lahan investasi dari sekian banyak alternatif investasi keuangan dengan berbagai kelebihan dan keuntungannya, dan terjadi kecenderungan pilihan tersebut akan tertuju pada reksa dana karena telah terjadi penurunan yang signifikan pada suku bunga deposito disektor perbankan (Rantetoding, 2002), hal ini didukung dengan data yang ditampilkan oleh Primus (2000) bahwa pada tahun 1999 suku bunga deposito berjangka satu bulan berada pada level 12 persen (turun dari 41,2 persen akhir 1998). Sedangkan menurut Jaka (2001) mengemukakan bahwa dampak krisis moneter memuncak pada pertengahan tahun 1998, suku bunga deposito rupiah pernah mencapai 72% setahun dan akhir 1999 turun hingga sekitar 10% setahun.

Mengacu pada trend diatas merupakan bukti bahwa investasi langsung dipasar sekunder terutama melalui deposito bukan lagi lahan investasi yang paling menguntungkan bagi para investor sehingga perlu pertimbangan untuk berinvestasi di reksa dana yang dikelola secara professional oleh Manajer investasi (Rantetoding, 2002). Menurut data perkembangan reksa dana di Indonesia sampai

akhir bulan Oktober tahun 1999 dana yang dihimpun oleh sektor perbankan (Primus, 2002) sekitar Rp 629,8 triliun (milik nasabah individual, yayasan, dana pensiun, perusahaan dan sebagainya). Bila 20% saja masuk ke sektor pasar modal termasuk reksa dana (sebesar Rp 125,9 triliun) akan berdampak positif bagi perkembangan di Indonesia (Rantetonding,2002).

Berdasarkan pertimbangan dalam memilih salah satu lahan investasi yang telah diuraikan pada alinea sebelumnya, maka penelitian ini difokuskan pada *open end funds* atau reksa dana jenis terbuka, yang dipasar Indonesia menunjukkan pertumbuhan menggembirakan. Seperti terlihat pada tabel 1.1:

Tabel 1.1

Periode, Jumlah, Pemegang saham/Unit Penyertaan, NAB Reksa dana

Periode	Jumlah Jenis Reksadana (Kumulatif)	Pemegang Saham/Unit Penyertaan	NAB (Rp Juta)	Unit Penyertaan Yang Beredar
1996	25	2.441	2.782.322,5	2.942.232.210,518
1997	77	20.234	4.916.604,8	6.007.373.758,547
1998	81	15.482	2.992.171,4	3.680.892.097,256
1999	81	24.127	4.974.105,0	4.349.952.950,816
2000	94	39.487	5.515.954,1	5.006.049.769,659
2001	108	51.723	8.003.769,8	7.303.771.880,360
Jan 2002	108	53.401	8.528.918,7	7.645.332.389,176
Feb 2002	109	58.647	11.544.415,8	10.499.724.528,386
Mar 2002	109	63.087	13.890.875,4	12.584.993.347,634
Apr 2002	113	64.754	14.801.550,3	13.129.081.089,357
Mei 2002	114	68.850	17.365.869,4	15.640.416.496,982
Juni 2002	116	69.749	17.888.637,5	16.207.239.987,961

Sumber: bapepam.go.id, th 2002

Reksa dana yang beredar di Indonesia mengalami perkembangan dengan suatu **fenomena**, dimana *return* reksa dana mengalami penurunan dari 70,086% pada tahun 1999 menjadi 22,098% pada tahun 2000 (Fransiscus, 2002). Sedangkan pemegang unit penyertaan dan jumlah reksa dana mengalami peningkatan, seperti terlihat pada tabel 1.1.

Jumlah pemegang unit penyertaan mengalami peningkatan dari 24.127 pada th 1999 menjadi 39.487 pada tahun 2000.

Perkembangan antara *return* dan jumlah pemegang unit penyertaan yang tidak sejalan, hal ini perlu dipertanyakan lebih lanjut. *Return* tersebut merupakan salah satu pertimbangan dalam melakukan investasi di reksa dana (Rantetonding, 2002). Pertimbangan utama investor dalam berinvestasi di reksa dana dengan melihat kinerja histories reksa dana menurut survey di Amerika (Ekopriyo,2001).. Dengan demikian menarik untuk diteliti lebih lanjut kinerja reksa dana di Indonesia.

Investasi pada Reksa dana merupakan pilihan investasi yang menarik apabila dapat memberikan *abnormal return* positif yang besar. Sebaliknya investasi itu menjadi tidak menarik apabila *return*-nya ternyata lebih kecil dibandingkan tingkat suku bunga umum (deposito, obligasi, saham). Menurut Asril (2000) bahwa faktor lain yang ikut mempengaruhi investasi melalui saham, obligasi, deposito di bank adalah turun naiknya suku bunga (*interest rate*). Bila suku bunga naik, maka biasanya harga saham atau obligasi akan turun karena para investor akan lebih tertarik menanamkan uangnya di deposito, sedangkan bila suku bunga turun, maka harga saham atau obligasi akan naik karena para investor lebih tertarik menanamkan modal di saham atau obligasi.

Reksa dana dikelola oleh para professional dibidang investasi (*investment manager*). Secara logika bahwa *return* yang dihasilkan oleh manager investasi tersebut tentu akan lebih baik dari *return* pasar (Amalia, 1999). Beberapa peneliti

terdahulu mengemukakan hasil penelitiannya, bahwa kinerja reksa dana (*mutual fund performance*) yang dikelola manajer investasi tidak selalu berada diatas kinerja pasar (*market performance*), tetapi ada pula sebaliknya mengatakan bahwa bila dikelola secara maksimal akan menghasilkan *return* reksa dana diatas *return* pasar (Rantetonding, 2002).

Untuk mengetahui portofolio reksa dana yang optimal tentu saja harus dilakukan pengukuran kinerja reksa dana tersebut. Hal ini dapat dilakukan dengan cara membandingkannya dengan kinerja portofolio yang dibentuk secara acak pada tingkat risiko yang sama (metode perbandingan langsung), atau dengan menggunakan metode ukuran parameter tertentu (Elton dan Gruber,1995).

Penelitian yang dilakukan Friend (1970) seperti dikutip oleh Elton dan Gruber (1995), ternyata portofolio Reksa dana memberikan *return* yang lebih rendah dibandingkan *return* porofolio yang dipilih secara acak, baik dengan varian atau beta sebagai ukuran risikonya.

Meskipun demikian dokumentasi yang dilakukan oleh Elton dan Gruber (1995) menunjukkan bahwa saran para analisis finansial yang dilakukan secara serempak memungkinkan pemodal memperoleh *abnormal return* yang positif. Permasalahan yang biasa terjadi adalah adanya biaya transaksi karena kalau biaya transaksi dimasukkan (yang menjadi sangat besar karena menggunakan jasa analisis keuangan yang cukup banyak) maka *abnormal return* yang positif tersebut menjadi tidak signifikan.

Pada penelitian ini, kinerja Reksa dana terbuka jenis saham akan dihitung menggunakan parameter tertentu dan dibandingkan dengan menggunakan *return* pasar yang diwakili oleh Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) agar kinerja pembandingnya lebih jelas dan konsisten. Menurut Eko Priyo dan Ubaidillah (2001), kinerja reksa dana saham akan merefleksi kinerja pasar saham secara keseluruhan. Beberapa manajer investasi dalam laporan kinerja atau materi promosinya sering menggunakan kinerja IHSG sebagai tolak ukur pembanding kinerja reksa dana yang dikelolanya. Dalam perbandingan kinerja, periode jangka waktu pengukuran kinerja antara reksa dana saham dan IHSG harus sama.

Pada pengukuran kinerja reksa dana terdapat 3 metode, yaitu metode *Sharp* berdasarkan atas resiko antara *excess return* terhadap standar deviasi, metode *Treynor* menggunakan beta sebagai pembagi yang merupakan resiko sistematis, dan metode *Jensen* melakukan pengukuran berdasar CAPM.

Pada penelitian ini menggunakan metode Jensen, karena :

1. Menurut Izakia (1998) metode ini merupakan salah satu standar pengukuran kinerja reksa dana secara internasional tanpa melakukan perhitungan yang salah, karena dengan menggunakan metode yang salah tersebut justru dapat memberikan informasi yang menyesatkan (*misleading information*) bagi investor dan merugikan pengelola reksa dana.
2. Menurut Eko Priyo dan Ubaidillah (2001), bahwa pengukuran kinerja harus menggunakan standarisasi pengukuran internasional.

Kelebihan metode Jensen dibandingkan dengan metode yang lain :

1. Menurut Eko Priyo dan Ubaidillah (2001), bahwa pengukuran dengan metode Jensen menilai kinerja Manajer Investasi tersebut mampu memberikan kinerja diatas kinerja pasar sesuai dengan risiko yang dimilikinya.
2. Menurut Robert Ang (1997), bahwa Jensen's measure mengukur return yang nyata terhadap expected return, dengan asumsi bahwa portofolio telah terdiversifikasi dengan baik. Cara pengukuran Jensen ini berlandaskan teori CAPM (Capital Asset Pricing Model)

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah dipaparkan menunjukkan bahwa pihak yang akan menanamkan modalnya (investor) mengalami kebimbangan dalam menentukan pilihan yang tepat didalam mengalokasikan dana yang dimilikinya. Gambaran reksa dana dibandingkan dengan kinerja pasar yang diperoleh dari hasil penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa kinerja histories reksa dana menjadi pertimbangan utama dari investor dalam memilih reksa dana.

Dari penelitian-penelitian sebelumnya terdapat dua pandangan yang berbeda yaitu : 1) Kinerja reksa dana dapat lebih baik dari pada kinerja pasar bila dikelola secara professional, hasil penelitian yang dilakukan Grinblatt (1994), Modigliani (1997), Nuki (1998), Darmawan (1999). 2) Kinerja reksa dana tidak selalu lebih baik dari kinerja pasar, hasil penelitian yang dilakukan oleh Malkiel (1996), Amalia (1999), Fransiscus (2002).

Dari latar belakang masalah tersebut perlu penegasan dalam penelitian lebih lanjut, maka pertanyaan pada penelitian ini sebagai berikut:

1. Apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara *return* reksa dana saham dibandingkan dengan *return* pasar dan reksa dana terbuka jenis saham manakah yang memiliki kinerja yang paling baik ?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah:

1. Untuk menganalisis perbedaan antara *return* reksa dana saham dibandingkan dengan *return* pasar .dan menganalisis kinerja reksa dana terbuka jenis saham

1.4 Manfaat Penelitian

Manfaat yang dapat diambil dari penelitian ini adalah:

1. Bagi akademisi, dapat menjadi wahana untuk mengimplementasikan pengetahuan yang diperoleh dan pernah dipelajari.
2. Bagi pihak reksa dana, menjadi masukan untuk menilai kinerja reksa dana yang dikelolanya dan reksa dana lain dalam usaha pengembangan jasa keuangannya.
3. Bagi pemodal, dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam memilih reksa dana untuk investasinya.

BAB II

TELAAH PUSTAKA

2.1. Landasan Teori

2.1.1. Portofolio saham

Konsep dasar dalam manajemen portofolio adalah prinsip diversifikasi, dimana dengan melakukan diversifikasi pemodal dapat mengurangi risiko portofolio tanpa perlu mengurangi penghasilan yang diharapkan atas portofolio tersebut. Karena dalam melakukan investasi biasanya pemodal baik perorangan maupun kelembagaan selalu dihadapkan dengan *return* yang yang diharapkan dan tingkat risiko yang akan ditanggung. Dengan demikian keputusan pemilihan atas sekuritas dan beberapa dana yang akan ditanamkan pada masing-masing sekuritas tersebut akan mempengaruhi *return* dan risiko yang didapat (Yuniawan, 2000).

Penurunan risiko dapat terjadi karena terdapat variasi tingkat penghasilan antar efek pada suatu periode tertentu, sehingga dengan mengkombinasikan berbagai efek tersebut dalam suatu portofolio tingkat penghasilan portofolio akan menjadi lebih stabil dan risikonya berkurang. Tetapi selama efek-efek tersebut tidak mempunyai koefisien korelasi yang negatif sempurna antara return-nya, maka pemodal tidak dapat menghilangkan fluktuasi *return* portofolio tersebut.

Return yang diperoleh dari pemilik suatu portofolio dipengaruhi oleh dua sumber yaitu: (1) kemungkinan adanya perubahan harga sekuritas-sekuritas yang

membentuk portofolio tersebut, dan (2) pembayaran deviden (atau juga bunga kalau dalam portofolio tersebut terdapat obligasi). *Return* yang diharapkan atau *expected return* portofolio tidak lain merupakan rata-rata tertimbang dari keuntungan yang diharapkan dari sekuritas-sekuritas yang membentuknya, hal ini dapat dirumuskan sebagai berikut: (Suad Husnan, 2001)

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n X_i E(R_i)$$

Risiko dalam teori portofolio didefinisikan sebagai suatu standar *return* (σ). Hal ini karena σ menunjukkan seberapa jauh kemungkinan nilai yang diperoleh menyimpang dari nilai yang diharapkan (*expected value*). Besarnya penyimpangan atau deviasi standar (σ) portofolio bukanlah merupakan rata-rata tertimbang σ sekuritas-sekuritas yang membentuknya. Semakin besar nilai σ semakin besar kemungkinan riil menyimpang dari yang diharapkan., yang berarti risikonya semakin tinggi. Deviasi standar portofolio (σ_p) dirumuskan sebagai berikut: (Suad Husnan, 2001)

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n X_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n X_i X_j \sigma_{ij}$$

Simbol σ_{ij} adalah *covariance* antara I dan j, yang bisa juga dirumuskan sebagai $\sigma_{ij} = \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j$. Sedangkan ρ_{ij} adalah koefisien antara i dan j. σ_i^2 adalah *variance* keuntungan sekuritas i.

Deviasi standar *return* portofolio (disebut sebagai risiko total) relevan untuk pemodal yang menanamkan dananya hanya pada atau sebagian besar pada portofolio tersebut. Sedangkan pemodal yang memiliki berbagai portofolio atau menanamkan dananya pada berbagai *mutual funds*, dengan kata lain melakukan diversifikasi pada berbagai portofolio, beta portofolio (disebut sebagai risiko sistematis) lebih tepat dipakai sebagai ukuran risiko. Berdasarkan teori portofolio, σ_p akan tergantung sebagian besar pada *covariance* antar sekuritas yang membentuk portofolio tersebut dan apabila *covariance* ini dibagi dengan *variance* porofolio pasar, maka akan diperoleh (β). Sedangkan perhitungan beta saham dapat dirumuskan sebagai berikut: (Suad Husnan, 2001)

$$\beta_p = \frac{\sigma_{pm}}{\sigma_m^2}$$

Konsep inilah yang dikembangkan oleh William Sharpe (1960) yang mendefinisikan hubungan antara *return* aktiva pada keadaan ekuilibrium, atau lebih dikenal dengan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

Menurut CAPM, risiko dalam portofolio ada dua jenis yaitu risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*) dan risiko sistematis (*systematic risk*) yang disebabkan oleh fluktuasi *factor-factor* seperti kondisi perekonomian, tingkat inflasi, tingkat suku bunga, maupun tingkat nilai tukar mata uang. Risiko yang dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi adalah risiko tidak sistematis sedangkan yang tidak dapat dihilangkan adalah risiko sistematis. Penggabungan dari

kedua jenis risiko tersebut sebagai risiko total portofolio. Dalam CAPM, beta suatu sekuritas mengukur kepekaan suatu saham terhadap perubahan portofolio pasar.. Portofolio pasar, sama halnya dengan sekuritas lainnya, akan berada pada *Security Market Line* (SML). Apabila portofolio pasar merupakan *factor* yang mempengaruhi *return*, maka beta portofolio pasar tersebut akan sama dengan satu. Dengan portofolio pasar sebagai faktornya, maka *return* yang diharapkan dari suatu sekuritas adalah: (Suad Husnan, 2001)

$$E(R_i) = R_f + \beta \{ E(R_m) - R_f \}$$

Dengan $E(R_m)$ yang merupakan *return* yang diharapkan dari portofolio pasar, persamaan ini menunjukkan bahwa hubungan *return* yang diharapkan untuk setiap sekuritas adalah bersifat linier dengan beta sekuritas tersebut.

2.1.2. Pembentukan Portofolio

Portofolio yang efisien adalah portofolio yang menghasilkan *return* tertentu dengan risiko terendah, atau risiko tertentu dengan *return* yang tinggi.

Dalam teori investasi dikenal adanya korelasi positif antara risiko dan *return*. Semakin besar *return* yang diharapkan, makin besar pula tingkat risiko yang dihadapi. Oleh karenanya pengelolaan risiko yang dihadapi pemodal menjadi hal yang penting. Pengukuran risiko yang relevan bagi pemodal dapat dinyatakan dalam bentuk standar deviasi (risiko total porofolio) atau juga *beta* portofolio (sebagai risiko sistematis).

Untuk membentuk portofolio sebaiknya pemodal mempunyai dana yang cukup dalam melakukan diversifikasi, pengetahuan tentang analisis atas sekuritas yang dipilih dan waktu yang akan digunakan untuk mengamati kegiatan investasinya tersebut. Dalam kenyataannya tidak banyak pemodal yang mempunyai kemampuan seperti diatas sehingga pemodal tersebut menyerahkan pengelolaan dananya pada manajer investasi atau dengan membeli instrumen investasi reksa dana berupa unit penyertaan reksa dana.

Markowitz (1991) menganjurkan untuk melakukan pembentukan portofolio. Portofolio yang optimal dapat terjadi apabila keengganan pemodal terhadap risiko yang tinggi, sedangkan apabila keengganan pemodal terhadap risiko itu tingkatnya rendah, maka portofolio optimal tidak akan terjadi (Nielsen, 1997)

2.1.3. Penilaian Kinerja Portofolio

Dalam melakukan perbandingan kinerja portofolio menurut Elton dan Gruber (1995) terdapat dua cara, yaitu dengan perbandingan langsung (*direct comparison*) dan dengan menggunakan parameter tertentu (*one parameter performance measure*)

1. Melakukan perbandingan langsung

Cara ini dilakukan dengan membandingkan kinerja suatu portofolio yang biasanya diwakili oleh *mutual funds* terhadap portofolio lain yang mempunyai risiko kurang lebih sama.

2. Menggunakan parameter tertentu

Dalam melakukan penilaian kinerja reksa dana dengan mempertimbangkan risiko sebagai parameter yang sering digunakan adalah *Sharpe Measure*, *Treynor Measure*, dan *Jensen Measure*.

a). *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)

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

Apabila nilai ukuran *Sharpe* yang didapat semakin tinggi, ini berarti makin besar kemiringan garis dan makin besar rasio *excess return* terhadap standar deviasi. Dengan demikian portofolio menjadi semakin menarik.

b). *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)

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

c). *Jensen Measure*

Metode *Jensen* melakukan pengukuran berdasarkan atas CAPM, dimana garis SML yang dibentuk akan menghubungkan *return* portofolio pasar (R_m) dengan kesempatan investasi bebas risiko (R_f). Disini kemiringan SML dinyatakan sebagai $\{E(R_m)-R_f\} / \beta_p$ dan *intercept*-nya adalah R_f . Karena beta pasar (β_p) adalah satu, maka persamaan SML yang menggambarkan *return* yang diharapkan dari portofolio tersebut adalah : (Suad Husnan, 2001)

$$E(R_{p,i}) = R_f + \{E(R_m) - R_f\} \beta_{p,i}$$

Dalam keadaan *ekuilibrium*, semua portofolio diharapkan berada pada garis SML. Bila terjadi penyimpangan (pada tingkat risiko yang sama), *return* suatu portofolio akan berbeda dengan *return* pada SML. Perbedaan ini yang disebut dengan *differential return* yang diperoleh dari nilai *abnormal return*-nya, yaitu selisih antara *actual return* yang lebih besar dari *expected return*-nya. *Differential return* dikatakan positif apabila *actual return* lebih besar daripada *expected return* suatu portofolio. Sebaliknya dikatakan negatif apabila nilai *actual return* lebih kecil daripada *expected return*-nya. Dalam pengukuran kinerja portofolio reksa dana, portofolio

yang *differential return* yang positif dan terbesar dari *differential return* portofolio yang lain akan memiliki kinerja yang lebih baik.

2.1.4 Pengertian Reksa Dana

Reksa dana (Asril, 2002) adalah salah satu bentuk investasi yang dalam bahasa asalnya disebut *mutual funds*, dimana para investor secara bersama-sama melakukan investasi mereka dalam suatu himpunan dana dan kemudian himpunan dana ini diinvestasikan dalam berbagai bentuk investasi seperti saham, obligasi, ataupun melalui tabungan / sertifikat deposito di bank-bank.

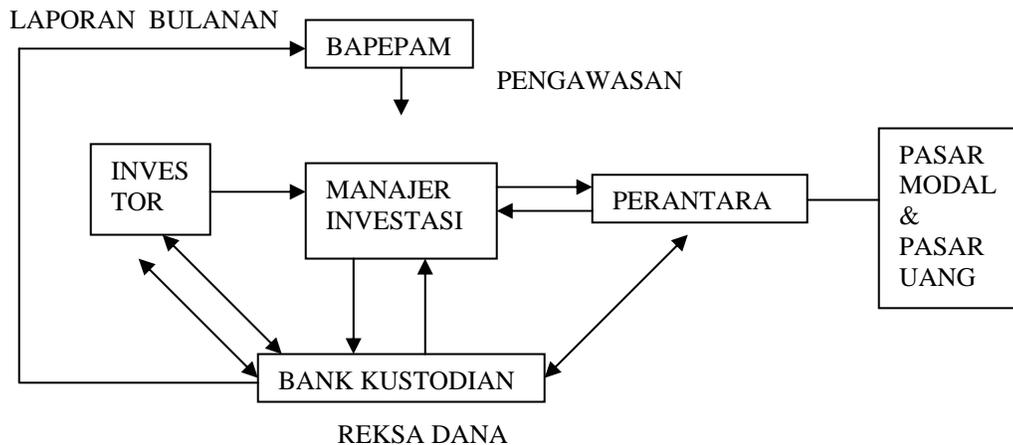
Menurut Undang-undang Pasar Modal (UU-PM) no.8 tahun 1995, pasal 1 ayat (27) definisi reksa dana adalah :

“Wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi”

Dalam konteks pemodal, reksa dana sangat berbeda dengan bank umum yang menghimpun dana masyarakat dalam bentuk simpanan dan selanjutnya disalurkan kepada masyarakat yang membutuhkan dana dalam bentuk pinjaman. Dibandingkan dengan *mutual funds* ataupun *unit trust* yang telah ada di manca negara, reksa dana di Indonesia juga berbeda khususnya karena tidak dikenal prinsip *trustee* yang didasarkan pada *trust law*. Mekanisme reksa dana dapat dilihat pada gambar 2.1

Gambar 2.1

Mekanisme reksa dana



Sumber : Eko Priyo dan Ubaidillah (2001)

Reksa dana bisa menyediakan dua fasilitas yang sulit dipenuhi oleh pemodal, yaitu pertama, menciptakan skala ekonomis dalam berinvestasi melalui penggabungan dana antara pemodal yang satu dengan pemodal yang lain untuk menciptakan investasi dalam skala yang besar dengan bertambahnya jumlah dana yang dikelola akan mempengaruhi harga saham di bursa. Kedua, mampu menyediakan tenaga profesional pengelola investasi efek secara kolektif.

Keuntungan investasi reksa dana didapat dari tiga sumber, yaitu:

1. *Dividen* / bunga yang diperoleh dari penerbit reksa dana.
2. *Capital gain* yang diperoleh dari penjualan portofolio reksa dana.

3. Peningkatan harga reksa dana (NAB) yang diperoleh dari hasil penjualan reksa dana di pasar sekunder (untuk reksa dana tertutup/*close-end*) atau nilai pembelian kembali oleh perusahaan reksa dana (untuk reksa dana/*open-end*).

Untuk mendapatkan *dividen*/bunga, pemodal harus memilih reksa dana yang memiliki sasaran pendapatan. Setiap prospektus reksa dana akan mencantumkan sasaran saat penawaran misal diantaranya: pendapatan, pertumbuhan dan pendapatan, dan keseimbangan serta selalu punya kesempatan mendapatkan *dividen*/bunga. Hanya saja, manajer investasi mempunyai hak untuk mendistribusikan atau tidak *dividen*/bunga yang diperolehnya kepada pemodal, biasanya keterangan tentang hal ini diterangkan dalam setiap prospektus reksa dana.

Capital gain akan diberikan oleh reksa dana yang memiliki sasaran pertumbuhan. Pendapatan ini berasal dari kenaikan harga saham atau diskon obligasi yang menjadi pembentuk portofolio reksa dana. Seperti *dividen*/bunga, manajer investasi mempunyai hak untuk mendistribusikan *capital gain* atau tidak kepada pemodal tergantung kebijaksanaan manajer investasi.

2.1.4 Kinerja Reksa dana

Kinerja Reksa dana adalah suatu ukuran kemampuan kerja atau prestasi yang dicapai manajer investasi. *Rate of return* reksa dana untuk periode t dihitung dengan menambahkan perubahan nilai *asset netto* ke jumlah distribusi

pendapatan dan *capital gain* yang dilakukan sepanjang periode, dinotasikan I_t dan G_t , dan membagi total tersebut dengan nilai *asset netto* di awal periode (Sharpe,1997) :

$$R_{p,t} = \frac{(NAV_t - NAV_{t-1}) + I_t + G_t}{NAV_{t-1}}$$

diasumsikan bahwa :

I_t = *deviden* yang diterima dalam periode t

G_t = pembagian *capital gain* dalam periode t

keduanya tidak dibagikan, maka :

$$R_{p,t} = \frac{(NAV_t - NAV_{t-1})}{NAV_{t-1}}$$

dengan :

$R_{p,t}$ = *Return* harian portofolio pada hari t

NAV_t = Nilai aktiva bersih pada hari t

NAV_{t-1} = Nilai aktiva bersih sehari sebelum hari t

2.1.5 Kinerja Pasar

Kinerja Pasar adalah suatu ukuran kemampuan kerja atau prestasi yang dicapai oleh pembandingnya (*benchmark*) yang ditunjukkan oleh kinerja pasar. Kinerja reksa dana saham umumnya akan merefleksikan kinerja pasar saham secara keseluruhan. IHSG atau LQ 45 yang dikeluarkan oleh BEJ, sudah banyak

digunakan oleh manajer investasi sebagai pembandingan dari kinerja reksa dana saham yang dikelolanya (Eko Priyo dan Ubaidillah, 2001). Variabel kinerja pasar diperoleh dari rumus (Sharpe, 1997) :

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

dengan ;

$R_{m,t}$ = Return pasar harian pada hari t

$IHSG_t$ = Nilai IHSG pada hari t

$IHSG_{t-1}$ = Nilai IHSG sehari sebelum hari t

2.1.6 Analisis Kinerja Reksa dana

Analisis Kinerja Reksa dana adalah suatu analisis untuk mengetahui kemampuan kerja yang telah dilakukan oleh manajer investasi terhadap reksa dana yang telah diolahnya tersebut, apakah akan mencapai suatu prestasi yang maksimal yang diperlihatkan dalam periode waktu yang telah ditentukan dari suatu obyek penelitian yang dalam hal ini adalah kinerja reksa dana. Hasil kinerjanya dapat terlihat pada Nilai Aktiva Bersih (NAB) per unit. Hal ini penting dilakukan karena seperti dikemukakan sebelumnya bahwa berdasarkan hasil penelitian kinerja histories reksa dana di AS lebih dari 70 % responden memilih reksa dana berdasarkan kinerja yang telah dihasilkan (Eko Priyo dan Ubaidillah, 2001).

Penilaian kinerja reksa dana tidak hanya berdasar pada tingkat pengembalian, selain itu risiko reksa dana juga harus diperhitungkan. Untuk menilai kinerja reksa dana telah dikembangkan berbagai cara pengukuran. Yaitu ukuran *return* (laba) yang memperhitungkan faktor *risk* (risiko) sebagai acuan sehingga terdapat keseimbangan dalam hubungan antara keduanya. Konsep ini menurut Fadlul (2002), bahwa alat ukur ini dikenal dengan istilah *Composite (risk adjusted) Measure of Portofolio Performance* karena mengkombinasikan antara *return* dan risiko dalam satu perhitungan. Cara pengukurannya dengan parameter tertentu (*One Parameter Performance Measures*). Analisis kinerja reksa dana pada penelitian ini menggunakan metode *Jensen*.

2.1.7 Return Reksa dana

Return Reksa dana merupakan suatu nilai lebih yang diharapkan akan diperoleh oleh investor pada akhir periode tertentu sebagai akibat dari kepemilikan pada instrumen investasinya.

Kemampuan kinerja reksa dana diharapkan memperoleh nilai lebih dari *return* yang dihasilkan tersebut, karena reksa dana memiliki kelebihan dari jenis investasi lain, kelebihanannya tersebut (Asril,2000) antara lain :

1. Sangat likuid (kapanpun dibutuhkan untuk dijual dapat dilakukan)

2. Dikelola oleh professional dan murah (banyak orang yang berinvestasi di reksadana karena tidak memiliki waktu untuk memilih secara langsung sarana investasi yang tersedia di pasar saham / uang)
3. Terdiversifikasi secara otomatis (hal ini dilakukan guna menjamin keamanan dana investor)
4. Terjangkau tanpa dominasi (jadi investor kecilpun dapat berinvestasi pada reksadana dengan harga dan biaya yang murah, karena dapat dikumpulkan dari berbagai investor untuk diinvestasikan lagi oleh PMI)

2.1.8 Risiko Reksa dana

Adalah suatu nilai ketidakpastian atas konsekuensi hasil yang akan diperoleh dari suatu investasi pada akhir periode tertentu. (Sunariyah,1997)., juga mendefinisikan bahwa risiko adalah kemungkinan bahwa hasil yang diharapkan dari investasi berbeda dengan hasil yang dicapai. Risiko pasar pada penelitian ini dapat diketahui melalui ketiga metode perhitungan yang memasukkan unsur risiko yaitu standar deviasi (σ) dan beta (β) portofolio pembentuknya. (Farid, 1998) dan (Ang, 1997).

Investor selain akan memperoleh keuntungan dari reksa dana, juga harus memperhitungkan unsur risiko. Semakin tinggi tingkat keuntungan yang akan diperoleh, berarti semakin besar pula risiko yang akan diterima oleh investor.

Risiko itu sendiri terdiri dari *systematic risk* dan *unsystematic risk*. Ada beberapa risiko yang harus diperhitungkan (Jaka,2001), antara lain:

1. Risiko berkurangnya nilai Unit Penyertaan (UP)

Hal ini dipengaruhi oleh turunnya harga dari efek (saham, obligasi, dan surat berharga lainnya) yang merupakan bagian portofolio reksa dana di bursa yang mengakibatkan menurunnya nilai unit penyertaan investasinya.

2. Risiko Likuiditas

Merupakan penjualan kembali (*redemption*) sebagian besar unit penyertaan oleh pemilik kepada manajer investasi secara bersamaan, yang dapat menyulitkan manajer investasi dalam menyediakan uang tunai kepadanya.

3. Risiko Politik dan Ekonomi

Kebijakan politik dan ekonomi bila mengalami perubahan, akan mempengaruhi kinerja perusahaan baik yang sudah atau yang belum *go public* di bursa efek.

4. Risiko Wanprestasi

Wanprestasi berbagai pihak yang berhubungan dengan reksa dana, bank kustodian, agen pembayaran, bencana alam dan sebagainya, dapat menurunkan kinerja perusahaan (NAB/Unit) yang merupakan tempat berinvestasi tersebut.

5. Risiko berkaitan dengan peraturan

Dalam berinvestasi reksa dana mempunyai batasan-batasan tertentu, kadang investor merasa berdampak positif maupun negatif. Hal ini terjadi karena di satu sisi untuk melindungi investor itu sendiri dengan ketentuan batasan tersebut.

2.1.9 Bentuk Reksa Dana

Berdasarkan struktur lembaga, reksa dana dibedakan menjadi reksa dana berbentuk perusahaan dan reksa dana berbentuk kontrak investasi kolektif. Untuk reksa dana berbentuk perusahaan di Indonesia masih dibedakan lagi menjadi reksa dana tertutup (*close-end funds*) dan reksa dana terbuka (*open-end funds*). Sedangkan reksa dana berbentuk kontrak investasi kolektif hanya terdiri dari atas reksa dana terbuka saja (*open-end funds*) saja.

Di dalam reksa dana tertutup pengelola dalam hal ini perusahaan reksa dana juga melakukan emisi saham dan hasil emisi tersebut kemudian digunakan untuk membeli saham, obligasi, ataupun sekuritas lainnya. Investor yang membeli saham perusahaan reksa dana ini dapat memperjualbelikan saham tersebut di pasar sekunder dengan harga sesuai dengan permintaan dan penawaran saat transaksi, sehingga dapat terjadi harga saham reksa dana tertutup tidak sama dengan nilai aktiva bersih atau *net asset value*.

Untuk reksa dana jenis terbuka perusahaan reksa dana dapat membeli kembali saham yang telah dijual atau pemilik saham dapat menjual kembali ke perusahaan reksa dana yang mengeluarkannya dengan harga beli yang sesuai dengan nilai aktiva bersihnya.

Perbedaan lain antara reksa dana berbentuk perusahaan dengan reksa dana berbentuk kontrak investasi kolektif adalah investor tidak akan mendapatkan saham atas reksa dana yang mereka beli melainkan unit penyertaan dan reksa dana tersebut tidak diperjualbelikan di pasar sekunder. Sedangkan untuk reksa dana berbentuk perusahaan, investor akan memperoleh saham yang dapat diperjualbelikan di pasar sekunder.

Reksa dana yang banyak diterbitkan saat ini adalah reksa dana terbuka yang berbentuk Kontrak Investasi Kolektif (KIK) dimana masyarakat pemodal menempatkan dananya dalam reksa dana dan memperoleh unit penyertaan Dana (dan portofolio) yang merupakan harta bersama milik pemodal reksa dana akan disimpan oleh bank kustodian. Dan dalam kegiatan operasinya bank kustodian akan menerima instruksi dari manajer investasi untuk menyelesaikan kegiatan investasi yang diputuskan oleh manajer investasi.

Bank kustodian dan manajer investasi wajib menentukan nilai pasar wajar efek, menghitung dan mengumumkan nilai aktiva bersih setiap unit penyertaan pada setiap hari bursa. Nilai aktiva bersih tersebut diperoleh dengan menghitung nilai

pasar wajar dari portofolio efek ditambah dengan hak atas pendapatan (*accrued income*) dan dikurangi dengan biaya-biaya yang terhutang sampai pada saat penghitungan. Atas jasa mengelola reksa dana, manajer investasi dan bank kustodian berhak untuk memperoleh imbalan jasa dalam bentuk *management fee* dan *custodian fee* yang akan diperhitungkan dan dipotong dari reksa dana secara harian.

2.1.10 Jenis-jenis Investasi Reksa Dana

Menurut Bapepam, reksa dana dapat dibedakan lagi berdasarkan pemilihan jenis dan komposisi efek dalam portofolio investasinya yaitu sebagai berikut :

1. Reksa Dana Saham

Yaitu reksa dana yang menanamkan investasi sekurang-kurangnya 80% *asset* dalam efek berbentuk ekuitas atau saham. Reksa dana ini cocok untuk pemodal yang memiliki jangka waktu investasi yang panjang karena investasi di saham memiliki karakteristik risiko-hasil yang lebih tinggi dibandingkan dengan investasi lainnya.

2. Reksa Dana Pasar Uang

Reksa dana ini hanya menanamkan dananya dalam instrumen pasar uang dengan jangka waktu kurang dari satu tahun. Instrumen tersebut dapat berbentuk deposit, SBI, surat *promes*, atau *commercial paper* sehingga potensi hasil investasi hanya berasal dari bunga dan diskonto.

Sedangkan risiko umumnya terbatas pada risiko kredit dan likuiditas. Menurut ketentuan perpajakan, seluruh hasil bunga adalah obyek pajak di mana hasil bunga deposito dan SBI terkena pajak final sebesar 15% sedangkan hasil bunga atau diskonto surat berharga akan terkena pajak penghasilan menurut tingkat penghasilan.

3. Reksa Dana Pendapatan Tetap

Reksa dana pendapatan tetap ini dapat dibagi menjadi dua jenis yaitu :

a. Reksa Dana Pendapatan Tetap-Tanpa Unsur Saham

Reksa dana pendapatan tetap adalah reksa dana yang mengambil kebijakan investasi dengan tujuan untuk mempertahankan nilai awal modal dan mendapat pendapatan yang tetap. Menurut ketentuan Bapepam, sekurang-kurangnya 80% dari nilai aktivasinya harus diinvestasikan dalam efek bersifat hutang sehingga berarti sisanya dapat diinvestasikan dalam efek saham atau dan efek pasar uang. Apabila dalam alokasi *asset* ditentukan bahwa sisanya tidak akan diinvestasikan dalam efek saham maka reksa dana ini yang disebut reksa dana pendapatan tetap-tanpa unsur saham.

b. Reksa Dana Pendapatan Tetap-Dengan Unsur Saham

Adalah apabila dalam alokasi *asset* ditentukan bahwa sisa dari nilai aktiva yang diinvestasikan dalam efek bersifat hutang kemudian diinvestasikan dalam efek saham. Reksa dana ini sangat sesuai bagi pemodal yang tidak berkeberatan untuk menanggung risiko kehilangan sebagian kecil dari modal

atau dana awal untuk mendapatkan kemungkinan memperoleh pendapatan yang cukup besar dibandingkan dengan hasil investasi di deposito karena memiliki saham secara umum mempunyai risiko yang lebih tinggi daripada deposito.

4. Reksa Dana Campuran

Reksa dana campuran ini memiliki kebebasan dalam menentukan alokasi aset sehingga dapat sewaktu-waktu mempunyai portofolio investasi dengan mayoritas saham dan di lain waktu mengubahnya sehingga menjadi mayoritas obligasi. Hal ini maksudnya apabila suku bunga sedang tinggi maka pasar modal umumnya tidak bergairah dan jarga sham cenderung menurun (*bearish*), padahal hasil investasi pada surat hutang akan cukup tinggi. Sebaliknya, bila suku bunga rendah pasar modal umumnya akan bergairah dan harga saham cenderung meningkat (*bullish*). Dengan demikian kebebasan alokasi *asset* tersebut, bial manajer investasi dapat mengalihkan portofolio investasi pada saat yang tepat maka reksa dana ini akan menikmati peluang peningkatan hasil, baik pada masa *bearish* maupun *bullish*. Tetapi apabila seluruh *asset* investasinya dialihkan ke dalam instrumen pasar uang, sebenarnya reksa dana ini tidak memberikan kontribusi pada ketahanan pasar modal.

2.1.11 Manfaat Reksa dana

Secara umum terdapat 5 manfaat reksa dana menurut Iwan Pontjowinoto (1997), antara lain :

1. Manfaat Pengamanan (diversifikasi)

Peragaman (diversifikasi) dalam penyebaran investasi akan menunjukkan risiko dan meningkatkan hasil investasi (dalam hal ini diperlukan dana yang besar dan kemampuan manajer investasi secara professional dalam memilih instrumen investasi yang tepat bila dipasar sekunder, sedangkan investasi pada reksa dana biasanya relatif rendah)

2. Manfaat Likuiditas

Investasi yang disimpan pada unit penyertaan reksa dana mempunyai jaminan likuiditas pada harga pasar, karena manajer investasi wajib membeli kembali unit penyertaan pada Nilai Aktiva Bersih (NAB), sesuai waktu yang diinginkan oleh pemiliknya.

3. Manfaat Kemudahan Investasi

Kemudahan dalam hal pelayanan administrasi, pembentukan agen-agen dan bahkan kerjasama dengan berbagai pihak termasuk perbankan guna pemasaran yang efektif.

4. Manfaat Keluwesan Investasi

Pemodal diberikan keleluasaan dalam melakukan investasi (mengalihkan

dana investasinya ke dalam portofolio yang berbeda dalam usaha memanfaatkan perubahan kondisi pasar)

5. Manfaat bagi hasil dan transparansi informasi

Semua hasil investasi baik berupa keuntungan dan kerugian adalah merupakan milik bersama dari semua pemegang unit penyertaan. Manajer investasi akan menginformasikan perkembangan portofolionya dan biaya secara kontinyu, agar dapat memonitor keuntungan, biaya, dan risiko setiap saat diperlukan.

2.1.12 Peran Reksa dana

Secara umum terdapat empat peran reksadana di masyarakat (Iwan,1997) antara lain :

1. Peran bagi pemodal kecil

Tabungan masyarakat kecil umumnya disimpan dalam bentuk simpanan tabungan di bank, sehingga reksa dana yang memiliki strategi pendapatan teratur dapat memberikan hasil investasi yang lebih tinggi dengan likuiditas yang bersaing dengan produk deposito (investasi reksa dana dalam skala besar pada obligasi dan pasar uang)

2. Peran penarik minat atas investasi perusahaan

Pemodal pemula lebih cocok berinvestasi saham melalui reksa dana.

3. Peran pemerataan kesempatan investasi

Munculnya reksa dana menimbulkan alternatif investasi yang banyak bagi pemodal sesuai dengan tujuan investasinya.

4. Peran penyangga stabilitas pasar modal

Melalui reksa dana akan meningkatkan jumlah modal investasi pasar modal, sehingga stabilitas pasar modal akan tetap terjaga seiring meningkatnya dana yang dikelola oleh masyarakat investasi di reksa dana.

2.1.13 Karakteristik Investor

Secara umum karakteristik utama reksa dana dapat dikemukakan (Jaka,2001), antara lain :

1. Reksa dana sebagai produk investasi (suatu industri yang menghasilkan suatu produk)
2. Reksa dana adalah produk massal (produk ini dirancang untuk semua investor, mulai dari ritel kecil sampai investor lembaga yang besar)
3. Menyerahkan kontrol kepada pihak lain (Manajer investasi mewakili investor dalam usaha mengalokasikan atau memutar dananya guna mengembangkan dana yang diinvestasikan tersebut)
4. Tidak kebal risiko (investor menyerahkan dana yang dimilikinya kepada pihak manajer investasi, berarti siap menanggung risiko sekalipun sesuai dengan kepercayaannya tersebut pada PMI)

2.1.14 Cara Kerja reksa dana

Pola manajemen yang dianut oleh pengelola manajer investasi (PMI) perlu diketahui oleh investor atau calon investor, agar dapat memahami arah tujuan investasinya, hal tersebut (Asril,2000), antara lain :

1. Ukuran perusahaan yang dijadikan sarana investasi

Apakah investasi tersebut diarahkan pada perusahaan besar, menengah, kecil dan investasinya tersebut termasuk pada reksa dana saham

2. Pendekatan investasi yang dilakukan oleh manajer investasi.

Apakah pendekatan yang dilakukan oleh manajer investasi adalah pendekatan pertumbuhan/pendekatan nilai perusahaan dalam berinvestasi

Strategi dan manajemen investasi juga menentukan arah pencapaian tujuan (*profit*) dan risiko (*risk*), terdapat dua jenis reksa dana yang sering dilakukan oleh manajer investasi dalam menganalisis portofolionya (Asril,2000), antara lain :

1. Pendekatan top-down

Pola ini dipengaruhi dan memperhatikan keadaan ekonomi makro (analisis perekonomian, baik dalam negeri maupun luar negeri), kemudian mencari hubungan antara pergerakan situasi ekonomi dengan pergerakan harga saham dan obligasi serta instrumen pasar modal lainnya, termasuk sektor-sektor pasar dan industri, dan setelah itu baru melakukan investasi pada salah satu saham atau obligasi tertentu.

2. Pendekatan bottom-up

Para analisis mempelajari data perusahaan secara rinci, untuk mengetahui dengan lengkap bagaimana suatu perusahaan beroperasi, dan untuk itu mereka membuat kesimpulan tentang potensi perusahaan untuk menghasilkan laba. Para analisis ini memfokuskan perhatiannya pada prospek jangka panjang suatu perusahaan.

2.1.15 Perkembangan Reksa Dana

Sebenarnya alternatif investasi dalam bentuk pengelolaan portofolio bersama dalam pasar modal telah dirintis sekitar 20 tahun lalu melalui peluncuran Sertifikat PT. Danareksa, hanya saja sertifikat ini belum dianggap sebagai *mutual fund* karena portofolio pendukung sertifikat masih milik PT. Danareksa. Baru pada tanggal 7 september 1995, BDNI mempelopori diterbitkannya reksa dana dengan mendirikan reksa dana tertutup dalam bentuk PT BDNI Reksa Dana dengan nilai investasi awal Rp.300 milyar.

Reksa dana dalam bentuk sesungguhnya baru diterbitkan di Indonesia yang dipelopori oleh BDNI Securities, *Danareksa Fund Management* dan *Bahana TCW Investment Management* dimana dalam kurun waktu antara 1 Juli sampai 8 Agustus 1996 telah menerbitkan 6 reksa dana terbuka berbentuk kontrak investasi kolektif dengan pilihan investasi yang lengkap, mulai dari reksa dana pasar uang,

pendapatan tetap, saham, dan campuran. Dana awal yang berhasil dihimpun oleh keenam reksa dana tersebut Rp.314 milyar.

Hampir seluruh dari reksa dana yang beredar di pasar modal berbentuk kontrak investasi kolektif, hanya ada satu reksa dana tertutup yang menjadi pionir penerbitan reksa dana di pasar modal Indonesia yaitu BDNI Reksa Dana dengan BDNI Secerities sebagai manajer investasi dan Deutsche Bank AG sebagai bank kustodiannya. Sampai akhir Juli 1998 di pasar modal telah tercatat sebanyak 77 reksa dana dengan berbagai jenis alokasi aset dan total dana yang dikelola atau nilai aktiva bersihnya sebesar Rp.3,041 trilyun yang berasal dari 19.163 pemodal.

Pertumbuhan reksa dana KIK tersebut dapat terjadi karena reksa dana dapat memberikan manfaat peragaman investasi (diversifikasi), sehingga dianggap cukup likuid karena dapat dijual kembali (*redeem*) pada setiap hari bursa menurut ketentuan undang-undang.

2.2. Penelitian Terdahulu

Penelitian kinerja Reksa dana oleh (Treynor (1965), Sharpe (1996), dan Jensen (1972)) menggunakan *Capital Assets Pricing Model (CAPM)* berdasarkan perbandingan antara *risk-adjusted* kinerja reksa Dana dengan portfolio pasar, secara umum berkesimpulan bahwa *return* yang diperoleh manajer investasi tidak cukup tinggi untuk mengganti biaya operasi.

Penelitian lain dengan menggunakan *risk-adjusted* yang dilakukan Rugg (1991) menyimpulkan bahwa pengukuran kinerja suatu aset termasuk Reksa Dana dengan menggunakan metode *Rugg Performance Indeks (RPI)*, sangat dipengaruhi pada keakuratan perhitungan *beta*. Oleh Gallagher (1988) peringkat kinerja 44 reksa dana Wall Street dengan *risk-adjusted* memberikan hasil yang sama baiknya dengan menggunakan indeks Treynor maupun indeks Sharpe, periode Januari 1982 sampai April 1987. Peringkat kinerja tersebut akan memberikan hasil yang berbeda apabila dilakukan tanpa *adjustment of risk* (dengan metode *geometric mean return*).

Studi yang dilakukan Irwin Friend dkk (1962) dari Wharton School terhadap 189 *mutual funds* selama periode Desember 1952 sampai September 1958 dengan menggunakan pendekatan *Capital Assets Pricing Model (CAPM)* menunjukkan bahwa sebagian *mutual funds* memang memperoleh *return* di atas *Securities Market Line (SML)*, tetapi sebagian juga ada di bawah garis tersebut. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *funds* tidak memberikan hasil yang selalu konsisten melebihi prestasi pasar pada umumnya. Hal itu berarti rata-rata prestasi *mutual funds* (Reksa dana) tidak banyak berbeda dengan prestasi portofolio-portofolio yang dikelola secara tidak profesional dengan komposisi aktiva yang serupa.

Perbedaan dengan penelitian yang dilakukan adalah keempat penelitian terdahulu menggunakan reksa dana yang terdapat diluar negeri, sedangkan penelitian ini menggunakan reksa dana yang terdapat di Indonesia.

Grinblatt dan Titman (1994), melakukan penelitian terhadap kinerja reksa dana saham dengan menggunakan kinerja yang berbeda antara beberapa indikasi bahwa rating kinerja superior biasanya berada antara *agresive-growth* dan *growth end*. Reksa dana saham tersebut biasanya mempunyai NAB yang kecil karena diikuti dengan biaya yang tinggi pula. *Actual return* mungkin tidak dapat direalisasikan. Penelitian yang dilakukan menggunakan metode CAPM, dan reksa dana yang diteliti terdaftar di luar negeri.

Perbedaan dengan penelitian yang dilakukan oleh Grinblatt, antara lain pada reksa dana yang terdaftar di luar negeri, sedangkan penelitian ini menggunakan reksa dana yang terdaftar di Indonesia dan pengukuran kinerjanya Grinblatt menggunakan metode CAPM, sedangkan penelitian ini menggunakan metode Jensen dan uji beda (*t-test*).

Malkiel (1995), melakukan penelitian kinerja reksa dana saham dari tahun 1971 – 1991 pada reksa dana asing. Bertujuan untuk melihat suatu konsistensi kinerja reksa dana dengan *Jensen's alpha* sebagai alat ukurnya. Hasilnya menunjukkan menunjukkan bahwa Malkiel mendapati secara individual reksa dana dengan *alpha* positif adalah 0,06. Hasil temuan menurut Malkiel menyimpulkan bahwa *return* reksa dana tidak secara menyakinkan mengungguli *return* portofolio acuan. Penelitian yang dilakukan menggunakan metode CAPM.

Perbedaan dengan penelitian yang dilakukan Malkiel antara lain pada jenis reksa dana yang ditelitinya adalah reksa dana asing, dan menggunakan metode

Jensen Alpha, sedangkan penelitian ini meneliti reksa dana yang terdaftar di Indonesia dan menggunakan metode *Jensen* dan uji beda (*t-test*).

Modigliani (1997), melakukan penelitian dengan menggunakan *Risk Adjusted Measure* yang dilakukan pada reksa dana saham yang berada di luar negeri, dan menyimpulkan bahwa pengukuran kinerja porofolio yang dalam hal ini adalah reksa dana dengan menggunakan metode RAP (*Risk Adjusted Performance*) tersebut mendapatkan beberapa reksa dana yang memiliki kinerja reksa dana di atas kinerja pasar bila manajer investasinya mengelola dengan baik.

Perbedaan dengan penelitian yang dilakukan Modigliani adalah pada penggunaan *Risk-Adjusted Measure*, sedangkan penelitian ini menggunakan metode *Jensen*. Modigliani meneliti reksa dana yang terdaftar di luar negeri, sedangkan penelitian ini pada reksa dana yang terdaftar di Indonesia.

Nuki (1998), melakukan penelitian dengan menggunakan model statistik deskriptif (*Description Statistics*) dan menggunakan metode RVAR dan RVOL pada kinerja reksa dana di Indonesia pada periode tahun 1997 sampai dengan tahun 1998. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat beberapa kinerja reksa dana diatas kinerja pasar. Jadi bila reksa dana oleh Manajer Investasi dikelola secara baik maka akan memperoleh kinerja yang maksimal.

Perbedaan dengan penelitian yang dilakukan Nuki, antara lain pada periode penelitiannya antara tahun 1997 sampai dengan tahun 1998, sedangkan penelitian ini menggunakan data periodenya pada bulan Januari-Desember 2002 dan

menggunakan *Jensen Measure* dan uji beda (*t-test*), sedangkan Hendrawan menggunakan dua metode (*Sharpe Measure* dan *Treynor Measure*).

Darmawan (1999), melakukan penelitian pada kinerja reksa dana jenis saham dengan menggunakan *Jensen Measure* pada reksa dana di Indonesia periode Maret – Juni 1997. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa terdapat 6 reksa dana menghasilkan nilai abnormal *return* positif. Jadi bila reksadana oleh manajer investasi tersebut dikelola secara baik, maka akan diperoleh kinerja yang maksimal.

Perbedaan dengan penelitian ini antara lain pada periode penelitian yang dilakukan Darmawan antara bulan Maret-Juni 1997, sedangkan pada penelitian ini dari bulan Januari-Desember 2002. Selain itu Darmawan menggunakan *Jensen Measure*, sedangkan penelitian ini juga menggunakan *Jensen Measure* ditambah uji beda (*t-test*).

Amalia (1999), melakukan penelitian pada reksa dana yang terdaftar di Indonesia pada periode sebelum krisis (sampai dengan pertengahan tahun 1997) dan periode krisis (setelah pertengahan sampai dengan akhir tahun 1997). Salah satu prosesnya dengan mengelompokkan 4 jenis reksa dana, antara lain Reksa dana pendapatan tetap (12 perusahaan dan pembandingnya *Jakarta Interbank Offer Rate / JIBOR*), Reksa dana saham (5 perusahaan dan pembandingnya IHSG), Reksa dana pasar uang (2 perusahaan dan pembandingnya dollar Amerika), dan Reksa dana campuran (5 perusahaan dan pembandingnya tergantung komposisi). Kinerja reksa

dana diukur dengan *Safety First Model* (dengan pendekatan Roy), hasilnya menunjukkan bahwa perusahaan reksa dana tidak sepenuhnya diandalkan sebagai tempat mengelola investasi, karena hanya reksa dana pendapatan tetap saja yang berada diatas harga pasar, namun secara keseluruhan menunjukkan hasil tidak signifikan.

Perbedaan dengan penelitian ini antara lain pada periode penelitiannya menggunakan periode bulan Januari-Desember 2002, sedangkan Amalia 1997 (periode sebelum dan sesudah krisis). Penelitian ini menggunakan metode Jensen dan uji beda (*t-test*), sedangkan Amalia mengukurnya dengan *Safety First Model* (menggunakan kriteria Roy).

Fransiscus (2002), melakukan penelitian pada reksa dana yang terdaftar di Indonesia dengan tema apakah reksa dana saham di Indonesia tersebut mempunyai kinerja yang superior dari tahun 1999 sampai pada tahun 2000. Kesimpulan dari penelitian tersebut bahwa H_0 diterima (hasil *alpha* negatif), namun tidak signifikan secara statistik dan uji signifikansi dari estimasi nilai kerja menunjukkan bahwa nilai estimasi kinerja reksadana baik yang bernilai positif maupun negatif tidak bias dibuktikan dengan signifikan berbeda dari 0. Penelitian ini menggunakan Metode Multi Faktor.

Perbedaan dengan penelitian ini antara lain Franciscus menggunakan metode multifaktor, sedangkan penelitian ini menggunakan metode Jensen dan uji beda dua rata-rata (*t-test*).

Tabel 2.2

Daftar Penelitian Terdahulu

No.	Nama / Judul	Metode Analisis	Variabel	Hasil	Fokus Penelitian
1.	Grinblatt, Mark, & Sheridan Titman (1994) "A Study Monthly Mutual Fund & Performance Evaluation Techniques"	Statistic Non Parametrics (CAPM)	α (Alpha), W_t (Weight t), $R_{p,t}$ (Return)	Terdapat indikasi kemampuan market timing khususnya strategi agresif	Mengukur kinerja reksadana dengan kinerja pasar di USA
2.	Malkiel, Burton. G (1996) "Return from Investing in Equity Mutual Fund 1971 to 1991"	Statistic Non Parametrics (CAPM)	R_{fd} (Return R_d sekarang) RF (Return R_d sebelum) R_{MKT} (Return Pasar), E_{FD} (E sekarang), α (Jensen-Alpha), β	Return reksadana tidak secara meyakinkan mengungguli return portfolio acuannya Kinerja pada masa yang lampau dapat digunakan untuk memperkirakan kinerja reksadana pada masa depan.	Penggunaan pada metode CAPM pada reksadana asing (non Indonesia)
3.	Modigliani, France (1997) "Risk Adjusted Performance (How to Measure it and Why)"	Statistic Non Parametrics (RAP/Risk Adjusted Performance)	σ_M (standart market), σ_i (standart portfolio i), e_i (expected), r_i (return)	Tidak signifikan antara kinerja reksadana dengan kinerja pasarnya	Analisis kinerja reksadana yang terseleksi di USA
4.	Nuki Hendrawan (1998) "Pengukuran Kinerja (dalam rangka menentukan reksadana yang layak untuk di pilih)"	Statisic Descriptif (RVAR/Sharpe Measure dan RVOL/Treynor Measure)	NAB (Aktiva), TR_p (Return), R_f (Risk), σ (standart deviasi), β	Ada sebagian kinerja reksadan di atas kinerja pembandingnya	Menggunakan RVAR (Sharpe) & RVOL (Treynor), tanpa Jensen Measure (1997-1998)
5.	Darmawan Hayu (1999) "Pengukuran Kinerja portfolio Reksadana sebagai Dasar Pemilihan Investasi"	One-parameter Performance Measure (menggunakan Jensen Measure)	NAV (Aktiva), R_p (Return), R_f (Risk-free), R_m (Return Market), β	Terdapat 6 reksadana menghasilkan abnormal return positif	Menggunakan Jensen Measure (Maret-Juni 1997), untuk mengukur kinerja reksadana saham

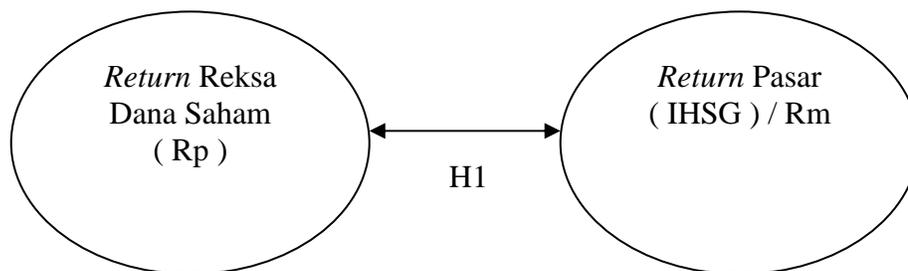
No.	Nama / Judul	Metode Analisis	Variabel	Hasil	Fokus Penelitian
6.	Amalia Dewi dan Zaenal Arifin (1999) "Perbandingan Kinerja Reksadana Periode sebelum krisis & sesudah krisis"	Safety First Model (SFM) menggunakan criteria Roy	E (Expected Return Portfolio), R_f (Tingkat suku bunga bebas risiko), σ_p (Standart Deviasi Portfolio)	Tidak sepenuhnya dapat diandalkan kinerja reksadana terhadap kinerja pasar	Membandingkan kinerja reksadana di Indonesia pada sebelum dan sesudah krisis
7.	Fransiscus Nanang Triana (2002) "Evaluasi Kinerja Reksadana dengan Model Multifaktor"	Statistik Parametrik (Metode Multi Faktor)	R_{pt} (Return Harian R_d), R_p (Risk), E (Expected-Return Portfolio), σ (Standart Deviasi)	H_0 diterima (alpha negatif), namun tidak signifikan secara statistik; uji signifikansi dari estimasi nilai kinerja reksadana baik yang bernilai positif maupun negatif tidak dapat dibuktikan dengan signifikan berbeda dari D	Khusus meneliti kinerja reksadana saham (periode waktu 1 tahun)

Sumber : dari berbagai jurnal

2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis

Pada penelitian ini reksa dana yang diamati *return*-nya adalah reksa dana saham (*Equity Funds*) yang mewakili *return* reksadana , sedangkan IHSG yang mewakili *return* pasar. Selanjutnya dilakukan analisis statistik uji beda dua rata-rata dengan program SPSS versi 11 sehingga dapat diketahui apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara *return* reksadana saham dibandingkan dengan *return* pasar.

Kemudian untuk mengetahui reksa dana jenis saham yang mempunyai kinerja yang paling baik, menggunakan metode Jensen. Hasil dari pengurangan *actual return* dengan *expected return* pada metode Jensen menghasilkan *differential return*. Berdasarkan nilai *differential return* tersebut maka dapat diketahui reksa dana saham manakah yang memiliki kinerja terbaik. Kerangka pemikiran teoritis yang diajukan adalah sebagai berikut :



2.4. Hipotesis

Berdasarkan rumusan masalah diatas, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut :

H1 : Bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara *return* reksa dana saham (Rp) dengan *return* pasar (Rm).

2.5. Definisi Operasional Variabel

1. *Return* Reksa dana, merupakan keuntungan yang dapat diterima atas investasi suatu reksa dana pada suatu periode tertentu. Secara matematis, actual return suatu reksa dana diformulasikan sebagai berikut :

$$R_{p,t} = \frac{(NAV_t - NAV_{t-1})}{NAV_{t-1}}$$

dengan ;

$R_{p,t}$ = *Return* harian portofolio pada hari t

NAV_t = Nilai aktiva bersih pada hari t

NAV_{t-1} = Nilai aktiva bersih sehari sebelum hari t

2. *Market Return*, menggambarkan situasi perdagangan di bursa efek pada suatu periode tertentu. Secara sistematis, *market return* dirumuskan sebagai berikut :

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

dengan ;

$R_{m,t}$ = *Return* pasar harian pada hari t

$IHSG_t$ = Nilai IHSG pada hari t

$IHSG_{t-1}$ = Nilai IHSG sehari sebelum hari t

3. *Risk Free*, merupakan keuntungan yang dapat diterima atas investasi yang bebas risiko atau tak berisiko. Risk Free diambilkan dari rata2 tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI).

4. *Beta*, merupakan ukuran relatif risiko yaitu risiko reksadana yang satu relatif terhadap portofolio semua saham. Secara sistematis, *Beta* dirumuskan sebagai berikut :

$$R_{p,t} = \alpha + \beta_p R_{m,t}$$

Dengan ;

$R_{p,t}$ = *return* portofolio reksa dana i pada periode t

α = bagian dari tingkat keuntungan portofolio i yang tidak dipengaruhi oleh perubahan pasar, dan variabel ini merupakan variabel acak

$R_{m,t}$ = *return* pasar (IHSG) pada periode t

β_p = *beta* portofolio reksa dana i

5. *Expected Return*, merupakan tingkat keuntungan yang diharapkan oleh investor atas investasi yang ditanamkannya, formulasi perhitungan *expected return* dirumuskan sebagai berikut :

$$E(R_{p,i}) = R_f + \{E(R_m) - R_f\} \beta_{p,i}$$

Dengan ;

$E(R_{p,i})$ = *return* yang diharapkan dari portofolio reksa dana i

R_f = *return* SBI

R_m = *return* pasar

$\beta_{p,i}$ = *beta* portofolio reksa dana I

6. *Differential Return*, dinyatakan dengan *Abnormal Return*, merupakan selisih antara *actual return* dengan *expected return* yang dirumuskan :

$$A(R_p) = R_p - E(R_p)$$

Dimana ;

$R_p > E(R_p)$; maka *differential return*-nya positif

$R_p < E(R_p)$; maka *differential return*-nya negatif

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder, yang berupa:

- a). Data harian Nilai Aktiva Bersih (NAV) reksa dana terbuka jenis saham dari Bisnis Indonesia.
- b). Data harian perkembangan IHSG selama periode penelitian dari JSX Monthly Statistic.
- c). Data rata-rata harian tingkat suku bunga SBI selama periode penelitian dari Bisnis Indonesia.

Sebagai sumber data akan berasal dari Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam) khususnya Biro Pengelolaan Investasi dan Riset (PIR), PT Bursa Efek Jakarta (PT BEJ), JSX Monthly Statistics, Harian Bisnis Indonesia serta berbagai literature untuk penggunaan hasil penelitian dan konsep-konsep yang dibutuhkan.

3.2 Populasi dan Sampel

- a). Penelitian ini memiliki populasi pada reksa dana saham berbentuk hukum Kontrak Investasi Kolektif (KIK), dengan sifat operasi reksa dana Terbuka (*open end Funds*) selama periode pengamatan yang terdaftar di Bapepam. Sampel pada penelitian ini dipilih pada jenis reksa dana saham yang terdaftar di

Bapepam periode 2002, dan masih terdaftar sampai dengan Desember 2002. Penelitian ini menggunakan data tahun 2002 dengan alasan bahwa pada akhir tahun 2001 (tanggal 30 November 2001), Bursa Efek Jakarta menetapkan adanya aturan perdagangan saham yang baru yang merubah sistem perdagangan *autohalting* menjadi *autorejection*. Dengan adanya aturan ini maka sistem perdagangan pada periode sebelum tanggal 30 November 2001 yang berlaku di Bursa Efek Jakarta masih menggunakan sistem *autohalting*, dan data periode sebelum pemberlakuan system tersebut dipandang tidak sesuai dengan sistem yang saat ini berlaku di Bursa Efek Jakarta. Data tahun 2002 merupakan data yang sudah sesuai dengan sistem perdagangan *autorejection* di Bursa Efek Jakarta yang berlaku saat ini.

Dari populasi tersebut diambil sampel sebagai data penelitian dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Sampel dipilih dengan kriteria sebagai berikut :

1. Reksa dana saham yang beroperasi pada tahun 2002 dan masih tercatat di BEJ
2. Masih aktif sampai dengan Desember 2002

Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan untuk memilih sampel tersebut, maka dapat diperoleh jumlah sampel sebanyak 21 jenis reksa dana terbuka jenis saham dari keseluruhan jumlah populasi reksa dana terbuka jenis saham yang berjumlah 22 jenis reksa dana.

- b). Dari reksa dana tersebut maka akan diketahui *return* dari masing-masing reksa dana yang dapat diperoleh dari Nilai Aktiva Bersih (*Net Assets Value*) per unit penyertaan per hari.
- c). Perkembangan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) selama periode amatan yang merupakan proksi *return* Pasar (*market return*) atau Rm.

3.3 Metode Pengumpulan Data

Data yang dikumpulkan dalam penelitian ini dengan melakukan teknik dokumentasi yaitu dengan mencatat atau mengkopi data yang tercantum dalam Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam) khususnya Biro Pengelolaan Investasi dan Riset (PIR), PT Bursa Efek Jakarta (PT BEJ), JSX Monthly Statistics, Harian Bisnis Indonesia serta berbagai literatur untuk penggunaan hasil penelitian dan konsep-konsep yang dibutuhkan.

3.4. Teknik Analisis

3.4.1 Pengujian Hipotesis

- a). Di dalam menganalisis perbedaan *return* reksa dana saham dengan *return* pasar (IHSG) melalui langkah sebagai berikut :

1. Merumuskan Hipotesis statistik

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2$$

$$H_1 : \mu_1 \neq \mu_2$$

Keterangan : μ_1 = rata – rata *return* reksa dana saham

$$\mu_2 = \text{rata – rata } \textit{return} \text{ pasar (IHSG)}$$

2. Mencari *return* masing-masing reksa dana saham
 3. Mencari rata-rata *return* masing-masing reksa dana saham.
 4. Mencari rata-rata *return* seluruh reksa dana saham.
 5. Mencari *return* pasar (IHSG).
 6. Mencari rata-rata *return* pasar (IHSG).
- b). Analisis Statistik Uji Beda Dua Rata-rata

Pada bagian ini akan dilakukan pengujian terhadap *actual return* reksa dana dengan *actual return* pasar (IHSG) dengan menggunakan program Microsoft Excell (analisa *return*) dipadukan dengan program SPSS versi 11 (analisa t-test) yang menggunakan metode *paired samples test* untuk membuktikan apakah reksa dana dengan *actual return* yang positif berbeda dengan *actual return* pasar pada *level of significance* 5%.

Hasil uji beda dua rata-rata menggunakan metode *two tailed test* antara *return* reksa dana dengan *return* pasar dari setiap jenis reksa dana sebagai pembandingnya (*benchmark*) dan akan diperoleh kinerja reksa dana terbaik dari reksa dana lainnya. Pengujian hipotesis diperoleh dengan melihat hasil perhitungan apakah nilai t tabel lebih besar dari t hitung sehingga dapat dikatakan pada daerah H_0 atau H_1 yang diterima, dan mempunyai signifikansi *two tailed* sebesar selisihnya tersebut, demikian pula sebaliknya.

- c). Syarat penerimaan hipotesis

Tolak H_0 bila probabilitas (*sig*) untuk $t < 0,05$; artinya ada perbedaan antara *return* pasar (IHSG) dengan *return* reksa dana saham atau H_1 diterima bila probabilitas (*sig*) untuk $t < 0,05$

3.4.2. Pengukuran Kinerja Portofolio Reksa Dana Saham

Teknik analisis yang akan dipakai untuk mengukur kinerja portofolio reksa dana pada penelitian ini adalah dengan menggunakan ukuran parameter tertentu (*One-parameter Performance Measures*) yang akan dikaitkan dengan unsur risiko (β), berdasarkan nilai *differential return* atau *abnormal return*. Nilai *abnormal return* tersebut merupakan selisih antara *actual return* dengan *expected return*.

Karena pada keadaan ekuilibrium semua portofolio diharapkan berada pada SML, sehingga *expected return* tersebut akan digambarkan sebagai SML dan persamaannya adalah :

$$E(R_p) = R_f + \{E(R_m) - R_f\} \beta_p$$

Sesuai dengan *Jensen measure*, maka selisih tersebut dapat bernilai positif atau negatif. Dengan demikian, jika *differential return* bernilai positif dan makin besar, maka portofolio tersebut dinilai makin baik.

Dalam pengukuran kinerja reksa dana, langkah selanjutnya yang dilakukan adalah melalui beberapa tahap :

1. Tahap pertama, mencari *return* portofolio Reksa Dana (R_p) dan *return* pasar (R_m).

a). Langkah awal pada tahapan ini adalah mencari *return* harian per unit penyertaan masing-masing reksa dana dengan menggunakan rumus :

$$R_{p,t} = \frac{(NAV_t - NAV_{t-1})}{NAV_{t-1}}$$

dengan ;

$R_{p,t}$ = *Return* harian portofolio pada hari t

NAV_t = Nilai aktiva bersih pada hari t

NAV_{t-1} = Nilai aktiva bersih sehari sebelum hari t

- b). IHSG sebagai proksi *return* pasar (R_m) dihitung dengan menggunakan formula yang sama, yaitu :

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

dengan ;

$R_{m,t}$ = *Return* pasar harian pada hari t

$IHSG_t$ = Nilai IHSG pada hari t

$IHSG_{t-1}$ = Nilai IHSG sehari sebelum hari t

2. Tahap kedua, menentukan *return* investasi bebas risiko (R_f)

Sebagai proksi dari R_f adalah rata-rata harian tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) selama periode amatan.

3. Tahap ketiga, menghitung *beta* masing-masing portofolio reksa dana (β_p).

Beta masing-masing portofolio reksa dana dicari dengan meregresikan antara *return* masing-masing portofolio reksa dana dan *return* IHSG yang rumusnya adalah :

$$R_{p,t} = \alpha + \beta_p R_{m,t}$$

Dengan ;

$R_{p,t}$ = *return* portofolio reksa dana i pada periode t

α = bagian dari tingkat keuntungan portofolio i yang tidak dipengaruhi oleh perubahan pasar, dan variabel ini merupakan variabel acak

$R_{m,t}$ = *return* pasar (IHSG) pada periode t

β_p = *beta* portofolio reksa dana i

4. Tahap keempat, menghitung *expected return* portofolio masing-masing reksa dana

$$E(R_{p,i}) = R_f + \{E(R_m) - R_f\}\beta_{p,i}$$

Dengan ;

$E(R_{p,i})$ = *return* yang diharapkan dari portofolio reksa dana i

R_f = *return* SBI

R_m = *return* pasar

$\beta_{p,i}$ = *beta* portofolio reksa dana I

3. Tahap kelima, menghitung *differential return* masing-masing portofolio.

Differential return yang dinyatakan oleh *abnormal return* adalah selisih antara *actual return* dengan *expected return* yang dirumuskan :

$$A(R_p) = R_p - E(R_p)$$

Dimana ;

$R_p > E(R_p)$; maka *differential return*-nya positif

$R_p < E(R_p)$; maka *differential return*-nya negatif

Berdasarkan nilai *differential return* tersebut, maka reksa dana yang nilainya positif dan terbesar, kinerja reksa dana tersebut adalah yang paling baik.

BAB IV

GAMBARAN UMUM DAN ANALISIS DATA

4.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian

Pada bagian ini dijelaskan secara rinci mengenai industri reksa dana yang terdaftar di Bappepam, salah satu badan yang dipercaya dan diberi wewenang oleh pemerintah Indonesia untuk mengatur sistem investasi pada sektor tersebut. Obyek penelitian ini adalah reksa dana berbentuk Kontrak Investasi Kolektif (KIK) dan sifat operasionalnya adalah reksa dana terbuka (*open-end funds*) pada semua jenis reksa dana saham yang telah memenuhi kriteria yang telah ditetapkan pada penelitian ini.

Setelah ditetapkan kriteria syarat penelitian, maka diperoleh 21 reksa dana saham. Semua obyek penelitian ini terdaftar di Bappepam sejak bulan Januari – Desember 2002 yang secara rutin mengeluarkan NAB per unit di Media Bisnis.

4.2 Deskripsi Data Variabel

Pada bagian ini akan dideskripsikan data penelitian yang meliputi variable return portofolio reksa dana saham dan return pasar saham (IHSG). Data variabelnya sebagai berikut :

Tabel 4.1

Perbandingan Return Reksa Dana Saham dan Return IHSG

Return	N	Rata-rata / Mean	Standar Deviasi
Reksa dana saham	232	0,0004029	0,01619
Pasar saham (IHSG)	232	0,0005616	0,01555

Sumber : BEJ, data return diolah.

Pada table 4.2 dapat dilihat bahwa rata-rata *return* dari reksa dana saham sebesar 0,04029 % per hari, sedangkan *return* pasar saham (IHSG) adalah 0,05616 % per hari. Sehingga dapat dikatakan bahwa rata-rata *return* harian rekasa dana saham lebih kecil dari rata-rata *return* pasar. Penelitian ini mengambil sebanyak 21 reksa dana selama periode Januari – Desember 2002. Standar deviasi untuk reksa dana saham sebesar 0,01619, sedangkan standar deviasi pasar (IHSG) adalah 0,01555.

4.3 Analisis Data

Pada tahap analisis data akan dilakukan dua bagian yang sudah dijelaskan pada teknik analisis data. Bagian pertama menganalisis perbedaan return reksa dana saham dengan return pasar (IHSG), sedangkan pada bagian kedua pengukuran kinerja reksa dana saham.

4.3.1. Analisis Perbedaan Return Reksa Dana Saham dengan Return Pasar

Berdasarkan tahap-tahap analisis seperti yang telah dijelaskan pada teknik analisis, maka sebelumnya akan dihitung return harian masing-masing reksa dana

dan return harian indeks pasar (IHSG) selama 12 bulan (Januari - Desember 2002).

Dengan demikian gambaran statistik rata-rata return harian reksa dana saham dan IHSG dapat dilihat pada table di bawah ini :

Tabel 4.2

Rata-rata, Standar Deviasi Return Reksa dana Saham dan Return IHSG

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
IHSG	232	-.10	.05	.0005616	.01555
BNI	232	-.11	.05	.0001711	.01544
DANA	232	-.08	.09	-.0004047	.01504
ABN	232	-.13	.14	.0008254	.02235
ARJUNA	232	-.13	.05	-.0009573	.01508
BAHANA	232	-.08	.04	.0007836	.01473
BIMA	232	-.07	.04	.0004659	.00892
SIDANA	232	-.11	.07	.0007414	.01683
MASTER	232	-.11	.05	.0002086	.01886
PHINISI	232	-.12	.06	.0007974	.01880
PANIN	232	-.09	.04	.0007659	.01331
RENCANA	232	-.10	.04	.0008228	.01606
NIAGA	232	-.08	.05	.0004414	.01615
SCHRODER	232	-.10	.13	.0013884	.01926
CITIREKS	232	-.12	.06	.0010228	.01950
SYARIAH	232	-.12	.07	.0000586	.01780
MAWAR	232	-.06	.05	.0008414	.01315
SEJAHTER	232	-.08	.04	.0001065	.01319
AGRESIF	232	-.10	.06	-.0006159	.01837
SENTOSA	232	-.09	.04	.0003125	.01416
NIKKO	232	-.14	.06	.0005246	.01989
BIG	232	-.08	.03	.0001608	.01264
Valid N (listwise)	232				

Sumber : BEJ, data diolah

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

Tabel 4.3

Hasil Regresi Nilai Beta Reksa Dana

Reksa dana	Beta	Standar Error	R ²	F	t-value
BNI Dana Berkembang	0,894	0,028	0,811	989,241	31,452
Dana Megah	0,607	0,050	0,393	149,004	12,207
ABN Amro	0,892	0,074	0,385	143,815	11,992
Arjuna	0,797	0,036	0,676	479,062	21,887
Bahana Dana Prima	0,882	0,023	0,867	1496,380	38,683
Bima	0,475	0,021	0,685	500,274	22,367
Si Dana Saham	0,975	0,031	0,812	991,437	31,487
Master Dinamis	1,034	0,042	0,727	612,643	24,752
Phinisi Dana Saham	1,140	0,027	0,889	1850,816	43,021
Panin Dana	0,740	0,028	0,747	677,801	26,035
Rencana Cerdas	0,968	0,024	0,877	1642,168	40,524
Niaga Saham	0,910	0,033	0,768	759,819	27,565
Schroder	0,963	0,051	0,604	351,319	18,744
Citireksa	1,156	0,032	0,849	1295,270	35,990
Dana Reksa Syariah	1,051	0,030	0,843	1234,773	35,139
Dana Reksa Mawar	0,759	0,025	0,804	945,347	30,746
GTF Sejahtera	0,766	0,024	0,816	1017,647	31,901
GTF Agresif	0,887	0,051	0,563	296,763	17,227
GTF Sentosa	0,815	0,027	0,801	927,024	30,447
Nikko	1,080	0,045	0,713	571,319	23,902
BIG	0,578	0,038	0,506	234,288	15,339

Sumber : BEJ, data diolah

Sebagai ukuran pembanding kesempatan investasi bebas risiko (Rf) adalah berdasarkan tingkat suku bunga SBI yang akan dihitung berdasarkan rata-rata per hari dari SBI pada periode yang bersangkutan. Besarnya nilai kesempatan investasi bebas risiko (Rf) tersebut telah dihitung rata-ratanya selama 12 bulan (Januari – Desember 2002) diperoleh rata nilai Rf sebesar 0,04137 per hari. Hasil perhitungannya ditunjukkan pada table dibawah ini :

Tabel 4.4

Rata-rata SBI Bulanan dan Harian tahun 2002

Bulan	Rata-Rata Bulanan	Rata-Rata Harian
Januari	17.22	0.047178082
Februari	16.895	0.046287671
Maret	16.82	0.046082192
April	16.6725	0.045678082
Mei	16.032	0.043923288
Juni	15.145	0.041493151
Juli	14.986	0.041057534
Agustus	14.635	0.04009589
September	13.6425	0.037376712
Oktober	13.0725	0.035815068
November	13.075	0.035821918
Desember	13.008	0.035638356
Average	15.10029167	0.041370662

Sumber : BEJ, data diolah

Selanjutnya dari data-data diatas akan dicari expected return masing-masing reksa dana untuk digunakan menganalisis pada bagian pengukuran kinerja reksa

dana berdasarkan nilai differential return yang ditunjukkan oleh nilai abnormal return atau selisih antara expected return dengan actual return. Tabel 4.5 akan menunjukkan hasil perhitungan expected return masing-masing reksa dana dan IHSG.

Tabel 4.5

Average Expected Return Reksa dana dan IHSG (selama 12 bulan)

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
IHSG	232	-.10	.05	.0005616	.01555
BNI	232	-.09	.05	.0005487	.01390
DANA	232	-.06	.03	.0005057	.00944
ABN	232	-.09	.05	.0005484	.01387
ARJUNA	232	-.08	.04	.0005342	.01239
BAHANA	232	-.09	.04	.0005379	.01278
BIMA	232	-.05	.02	.0004859	.00739
SIDANA	232	-.10	.05	.0005609	.01516
MASTER	232	-.11	.05	.0005698	.01607
PHINISI	232	-.12	.06	.0005857	.01772
PANIN	232	-.08	.04	.0005256	.01151
RENCANA	232	-.10	.05	.0005613	.01520
NIAGA	232	-.09	.05	.0005511	.01415
SCHRODER	232	-.10	.05	.0005591	.01497
CITIREKS	232	-.12	.06	.0005881	.01797
SYARIAH	232	-.11	.05	.0005723	.01634
MAWAR	232	-.08	.04	.0005285	.01180
SEJAHTER	232	-.08	.04	.0005295	.01191
AGRESIF	232	-.09	.05	.0005477	.01379
SENTOSA	232	-.08	.04	.0005369	.01267
NIKKO	232	-.11	.06	.0005767	.01679
BIG	232	-.06	.03	.0005013	.00899
Valid N (listwise)	232				

Sumber : BEJ, data diolah

Tabel 4.6 akan menunjukkan hasil perhitungan abnormal return masing-masing reksa dana dan IHSG.

Tabel 4.6

Average Abnormal Return Reksa dana dan IHSG (selama 12 bulan)

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
BNI	232	-.04	.03	-.0003763	.00671
DANA	232	-.09	.08	-.0009082	.01172
ABN	232	-.13	.15	.0002776	.01753
ARJUNA	232	-.05	.03	-.0014940	.00859
BAHANA	232	-.02	.03	.0002483	.00546
BIMA	232	-.03	.03	-.0000220	.00501
SIDANA	232	-.05	.06	.0001776	.00730
MASTER	232	-.06	.06	-.0003591	.00985
PHINISI	232	-.03	.04	.0002134	.00626
PANIN	232	-.02	.03	.0002401	.00670
RENCANA	232	-.02	.03	.0002586	.00563
NIAGA	232	-.03	.04	-.0001060	.00778
SCHRODER	232	-.10	.13	.0008319	.01211
CITIREKS	232	-.02	.05	.0004328	.00757
SYARIAH	232	-.02	.03	-.0005142	.00706
MAWAR	232	-.02	.02	.0003142	.00582
SEJAHTER	232	-.03	.02	-.0004280	.00567
AGRESIF	232	-.07	.05	-.0011638	.01214
SENTOSA	232	-.02	.03	-.0002246	.00632
NIKKO	232	-.04	.05	-.0000491	.01065
BIG	232	-.08	.06	-.0003440	.00889
Valid N (listwise)	232				

Sumber : BEJ, data diolah

4.3.2 Analisis Statistik Uji Beda Dua Rata-rata

Pada bagian ini akan dilakuakn pengujian terhadap actual return reksa dana dengan return pasar IHSG dengan menggunakan paired-sample t-test yang akan membuktikan apakah reksa dana dengan actual return positif berbeda dengan return pasar pada level signifikan 5%. Ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah pemodal yang menanamkan investasi pada reksa dana akan memperoleh return yang berbeda dengan return pasar. Hasil perhitungan dengan menggunakan program SPSS versi II ditunjukkan pada tabel dibawah ini :

Berdasarkan hasil uji beda dua rata-rata menggunakan two tailed test antara return reksa dana dan return pasar (IHSG) pada table 4.6 diatas, ternyata dari 21 reksa dana yang menjadi obyek penelitian hanya satu reksa dana yang signifikan pada level 5% yaitu reksa dana ARJUNA. Reksa dana Arjuna mempunyai t hitung sebesar 2,529 yang menunjukkan bahwa nilai tersebut lebih besar dari nilai t table yaitu sebesar 1,96. Jadi nilai t hitungnya akan berada pada daerah penolakan H_0 . Berdasarkan hal tersebut maka H_1 yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara *return* reksa dana saham (Rp) dengan *return* pasar (Rm) diterima.

Untuk t yang bernilai positif berarti bahwa rata-rata *return* IHSG lebih besar dari rata-rata *return* reksa dana saham pada periode penelitian. Sedangkan untuk t yang bernilai negatif berarti rata-rata *return* IHSG lebih kecil dari rata-rata *return* reksa dana saham pada periode penelitian.

4.3.3 Pengukuran Kinerja Portofolio Reksa Dana Saham

Setelah didapatkan hasil perhitungan rata-rata expected return dan actual return reksa dana saham selama 12 bulan, maka kinerja masing-masing reksa dana akan diukur berdasarkan nilai abnormal returnnya, sehingga reksa dana yang mempunyai nilai positif terbesar merupakan reksa dana terpilih untuk tempat investasi pemodal. Dari 21 reksa dana tersebut, ternyata terdapat 9 reksa dana yang mempunyai nilai abnormal return positif. Tetapi abnormal return positif yang terbesar adalah pada reksa dana SCHRODER sebesar 0,0008319. Berarti reksa dana tersebut dapat dijadikan pilihan investasi oleh pemodal di pasar modal.

BAB V

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1 Kesimpulan

Dari hasil analisis data yang telah dilakukan, maka diperoleh beberapa simpulan, antara lain :

1. Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara return reksa dana saham dengan return pasar saham (IHSG) pada tahun 2002. Hal ini menunjukkan bahwa kinerja reksa dana saham tidak lebih baik daripada kinerja pasar secara keseluruhan. Lebih baik lagi jika kinerja reksa dana saham dapat berada diatas kinerja pasar (IHSG) sehingga dapat lebih menarik minat para investor untuk menginvestasikan dananya pada reksa dana saham. Tetapi ada salah satu return reksa dana yang memberikan hasil yang berbeda dengan return pasar secara signifikan. Hal tersebut disebabkan karena kinerja dari reksa dana saham tersebut sangat tidak baik, yang dapat dilihat melalui abnormal return yang dihasilkan dari pengukuran kinerja negatif terbesar (- 0,0014940).
2. Berdasarkan pengukuran kinerja kedua puluh satu reksa dana saham diperoleh hasil bahwa 9 reksa dana mempunyai nilai abnormal return positif, yaitu : ABN AMRO, BAHANA DANA PRIMA, SI DANA SAHAM, PHINISI DANA SAHAM, PANIN DANA, RENCANA CERDAS, SCHRODER, CITIREKSA, dan DANAREKSA MAWAR. Reksa dana SCHRODER merupakan reksa dana

yang mempunyai kinerja tertinggi karena mempunyai nilai abnormal positif sebesar 0,0008319.

5.2 Implikasi Kebijakan

Investor disarankan untuk melakukan investasi pada instrumen investasi selain reksa dana saham. Hal ini dilakukan karena return reksa dana saham dan return pasar saham secara keseluruhan tidak berbeda pada periode penelitian

Investor yang akan melakukan investasi pada reksa dana saham dapat menjadikan reksa dana SCHRODER sebagai pilihan investasinya dibandingkan dengan reksa dana saham lainnya. Karena reksa dana tersebut mempunyai kinerja tertinggi. Hal ini ditunjukkan dengan *abnormal return* positif sebesar 0,0008319.

5.3 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki keterbatasan karena fokusnya hanya menggunakan satu metode penelitian, keterbatasan penelitian antara lain :

1. Penelitian ini masih menggunakan satu metode saja, yaitu Jensen, masih terdapat berbagai metode, seperti Treynor, Multifaktor yang dapat digunakan sebagai perbandingan bagi metode Jensen.

2. Penelitian ini tidak memperhitungkan faktor lain, termasuk faktor biaya yaitu antara biaya komisi dengan biaya transaksi yang dikeluarkan oleh pelaku investasi. Kedua biaya tersebut seharusnya juga diteliti untuk melihat selisih, karena bila tidak disertakan maka akan diperoleh hasil yang bias dengan portofolio acuannya.

5.4 Agenda Penelitian Mendatang

Penelitian ini memiliki keterbatasan seperti yang telah dikemukakan diatas, sehingga perlu adanya agenda penelitian untuk peneliti selanjutnya, yaitu :

1. Perlu adanya penelitian lebih lanjut dengan menggunakan tambahan sampel penelitian pada periode pengamatan yang lebih lama. Karena makin panjang data histories yang digunakan maka akan makin akurat hasil kesimpulan untuk jangka panjang.
2. Penelitian yang mengikutsertakan biaya investasi, baik biaya komisi, maupun biaya transaksi, atau bahkan perpaduan keduanya untuk melihat pengaruh pada kinerja reksa dana secara keseluruhan.

DAFTAR PUSTAKA

- Adler, Haymans Manurung, (2001), “**Lima Bintang : Untuk Agen Penjual Reksadana**”, Ghalia Indonesia, Edisi Pertama, Jakarta.
- Amalia, Dewi dan Zaenal Arifin, (1999), “Perbandingan Kinerja Reksadana : Periode Sebelum Krisis dan Periode Krisis”, **Sinergi UII, vol.2 dan No. 1**, Yogyakarta.
- Ang, Roobert, (1997), “**Buku Pintar : Pasar Modal Indonesia, Media Soft Indonesia**”, First Edition, Juli, Jakarta.
- Asril, Sitompul, (2000),” **Reksadana (Pengantar dan Pengenalan Umum)**”, Citra Aditya Bakti, Edisi I, Pebruari, Bandung.
- Djawahir, M. Kusnan, (2001), “**Bermain Aman tapi Keuntungan Terus Mengalir**”, SWA 24 XVII, 22 November-2 Desember, Hlm : 56-57.
- Djawahir, M. Kusnan, (2001),” **Reksadana Syariah Bikin Pemodal Tersenyum**”, SWA 23 XVII, 8-21 November, Hlm : 82-83.
- Ekopriyo, Pratomo dan Ubadillah Nugraha, (2001), “**Reksadana : Solusi Perencanaan Investasi di Era Modern**”, Gramedia Pustaka Utama, Edisi Pertama, Jakarta.
- Elton, Edwin J. and Gruber, Martin J, (1995),” **Modern Portfolio Theory and Invesment Analysis**”, 4th ed, John Wiley and Sons, p. 630-657.
- Emory, W.C. and Cooper, D.R, (1991),” **Bussines Research Methods**”, 4th ed, Richard D. Irwin, Inc. Boston.

- Fadlul, Fotri, (2002), “**Uji Konsistensi antara Sharpe Ratio, Jensen Alpha dan Treynor Indeks Sebagai Alat Ukur Kinerja Portfolio**”, Tesis, MM UGM, Tidak Dipublikasikan, Yogyakarta.
- Farid, Harianto dan Siswanto Sudomo, (1998), “**Peringkat dan Teknik Analisa Investasi di Pasar Modal Indonesia**”, BEJ, Juli, Jakarta.
- Firdanianty, (2001), “**Reksa Dana Dollar Masih Menjanjikan**”, SWA / 24 / XVII, 22 November-2 Desember, Hlm : 58-59.
- Firdanianty, (2001), “**Berburu Keuntungan Ganda di Twin Invest**”, SWA / 23 / XVII, 8-21 November, Hlm : 84-85.
- Firdanianty, (2002),” **Reksa Dana Saham Mulai Bersinar**”, SWA / 05 / XVII, 7-20 Maret, Hlm : 56-57.
- Fransiscus, Nananh Triana, (2002), “**Evaluasi Kinerja Reksadana dengan Model Multifaktor**”, Tesis, MM UNDIP, Tidak Dipublikasikan, Semarang.
- Fisher, Donald E and Jordan, Ronald D, (1995), “**Security Analysis and Portfolio Management**”, 6th ed, Prentice Hall, New Jersey, p. 564.
- Galagher, Timothy J, (1998), “**Mutual Fund Size and Risk-Adjusted Performance**”, Illinois Bissines Review (ILB), Vol. 45, p. 11-13.
- Grinbaltt, Mark and Sheridan Titman, (1989), “**Mutual Fund Performance : An Analysis of Quartely Portfolio Holdings**”, Journal of Bussines, Vol. 62, July 3, p. 393-416.
- Grinbaltt, Mark and Sheridan Titman, (1994), “**A Study of Monthly Mutual Fund and Performance Evaluation Techniques**”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, September, Vol. 23, No. 3, Chicago.

- _____, (1994), “**A Study of Monthly Mutual Fund Return and Performance Evaluation Techniques**”, Journal of Financial and Performance Evaluation Techniques, Vol. 29, No. 3, p. 419-444.
- Go, Henry Salassa, (1998),” **Analisis Kinerja Reksa Dana**”, Thesis, MM UGM, Yogyakarta.
- Hayu, Darmawan, (1998), “**Pengukuran Kinerja Portofolio Reksa Dana Sebagai Dasar Pemilihan Investasi**”, Thesis, MM UGM, Yogyakarta.
- Husnan, Suad, (2001), “**Dasar-dasar Teori Portifolio dan Analisis Sekuritas**”, Edisi Kedua, UPP-AMP YKPN, Yogyakarta.
- Iwan, Pontjowinoto, (1997), “**Reksadana : Fenomena, Tantangan, dan Suatu Strategi Menuju Pasar Modal**”, Makalah Diklat dan Simulasi, Pasar Modal STIE YKPN, Maret, Yogyakarta.
- Izakia, Mahdi, Eko P Pratomo dan Jasper J Meijerink, (1998), “**Mengukur Kinerja Reksadana**”, Mengapa Harus Reksadana?, Jakarta.
- Jaka, E Cahyo, (2001), “**Cara Jitu Meraih Untung Dari Reksadana**”, Elex Media Komputindo, Edisi Pertama, Jakarta.
- Malkiel, Burton G, (1995), “**Returns From Investing in Equity Mutual Funds 1971-1991**”, Journal of Finance, Vol. 50, No. 2, June, p. 549-572.
- Modigliani, Franco and Leah Modigliani, (1997), “**Risk-Adjusted Performance**”, The Journal of Portfolio Management, New York.
- Nuki, Hendrawan, (1999),” **Pengukuran Kinerja Reksadana**”, Skripsi, FE UKSW, Tidak Dipublikasikan, Salatiga.

- Pakpahan, M.M Manuel, (2001), **“Kinerja Reksa Dana Saham Indonesia : periode September 1997 – Agustus 2001”**, Usahawan No. 06, Th. XXX, Juni, Hlm : 37-45.
- Primus, Dorimulu dan Komang Darmawan, (2000), **“Kemana Dana Anda Diinvestasikan”**, Investor, No. 16, Januari, Jakarta.
- Rantetoding, Septevanus, (2002), **“Analisis Kinerja Reksadana dengan Metode Sharpe Periode 1998-2001”**, Tesis, MM UNDIP, Tidak Dipublikasikan, Semarang.
- Rugg, Donald D, (1991), **“Using Risk-Adjusted Performance to Selected Top Mutual Funds”**, Journal of Financial planning (JFP), Vol. 4, October 4, p. 164-168.
- Sharpe, William F and Alexander G.J, (1990), **“Fundamental of Investement”**, 4th ed, Prentice Hall, New Jersey.
- Sharpe W, Gordon, Jeffrey, (1997), **“Investasi”**, Prenhalindo, Jakarta.
- Sunariyah, (1997), **“Pengantar Pengetahuan Pasar Modal”**, UPP AMP YKPN, Pebruari, Yogyakarta.
- Syamsul, Ashar, (2001), **“Pasang Surut Reksadana Indonesia”**, Investor, Edisi 29, Pebruari, Jakarta.
- Yuniawan, Ade, (2000), **“Penilaian Kinerja Portofolio Reksadana Saham Periode Juli – September 1999”**, Tesis, MM UGM, Tidak Dipublikasikan, Yogyakarta.

