

## EVALUASI KINERJA REKSADANA SAHAM DI INDONESIA PERIODE APRIL-JULI 1997

Deddy Marciano<sup>1</sup>  
Suad Husnan<sup>2</sup>

### ABSTRACT

The prime focus of this paper is evaluation of Indonesian Mutual Funds, which are investing the funds on stock. Mutual fund is a portfolio, which managed by professional fund manager. The professional fund manager who always seek a new information connecting with their portfolio has a better information than individual investor. The mutual fund's portfolio should has higher performance than individual investor's portfolio as well as the market's portfolio due to asymmetric information. The statistical results use mean difference t-test to support our hypothesis that the mutual fund's portfolio has a better performance than individual investor's portfolio as well as the market's portfolio.

**Keywords:** evaluasi; kinerja; portofolio; reksadana; investor; pasar

Investasi di pasar modal dapat dilakukan dengan dua cara. Pertama, melakukan investasi langsung ke pasar modal dengan cara membeli surat-surat berharga yang diperdagangkan di pasar modal, seperti saham biasa, saham preferen, berbagai jenis obligasi, dan waran. Cara kedua dengan melakukan investasi melalui lembaga-lembaga investasi yang menghimpun dana dari masyarakat dan para investor/pemodal yang selanjutnya diinvestasikan untuk membeli surat-surat berharga di pasar modal.

Adapun keuntungan melakukan investasi melalui reksadana dibandingkan dengan investasi langsung dipasar modal adalah (Bodie, 1996):

1. Reksadana selalu menyiapkan laporan secara periodik kepada para nasabahnya berkenaan dengan kinerja reksadana dan keuntungan yang diperoleh para investor.

2. Dengan menyatukan dana yang dihimpun dari para investor, memungkinkan reksadana dapat bertindak sebagai investor besar, dimana dapat membeli surat berharga yang beragam dengan tujuan untuk meminimalisasi risiko. Hal ini tidak dapat dilakukan oleh para investor kecil karena jumlah dana yang kecil tidak memungkinkan untuk membeli surat berharga yang beragam.
3. Reksadana memiliki para analis dan *fund manager* yang bekerja secara *full-time* dan berusaha memperoleh informasi untuk mencapai hasil investasi yang superior bagi para nasabahnya.
4. Dengan melakukan transaksi dalam jumlah besar, reksadana dapat memperoleh potongan atau diskon untuk *broker fee* atau *transaction fee*.

Dari keuntungan-keuntungan di atas dapat disimpulkan bahwa reksadana memiliki para analis dan *fund manager* yang

<sup>1</sup> Penulis adalah Peneliti CBIS Universitas Surabaya dan mahasiswa Program Doktor UGM Yogyakarta

<sup>2</sup> Penulis adalah Dosen Fakultas Ekonomi UGM Yogyakarta

bekerja secara *full-time* dan selalu berusaha untuk memperoleh informasi secara berkesinambungan yang berkaitan dengan portofolionya. Sehingga informasi yang dimiliki oleh reksadana lebih baik dari pada informasi yang dimiliki oleh pasar dan investor perorangan. Sebagai konsekuensinya diharapkan bahwa kinerja reksadana yang dikelola oleh para *fund manager* akan lebih baik daripada kinerja portofolio pasar dan kinerja investor perorangan.

Penelitian tentang kinerja reksadana telah dilakukan oleh Friend, dkk (1962) pada pasar modal Amerika. Sampel penelitian ini menggunakan 152 reksadana selama periode Desember 1953 - September 1958. Kesimpulan dari penelitian menunjukkan bahwa rata-rata prestasi reksadana lebih rendah dari pada portofolio pasar, dimana *return* rata-rata portofolio reksadana sebesar 12,4% per tahun, sedangkan *return* rata-rata portofolio pasar sebesar 12,6%. Sehingga dapat dikatakan bahwa reksadana memiliki *abnormal return* negatif, yang artinya kinerja reksadana lebih rendah dari pada kinerja pasar (penelitian ini menggunakan metode *market model adjusted*).

Penelitian-penelitian selanjutnya yang dilakukan oleh Sharpe (1966), Sharpe dan Jensen (1987) menyimpulkan bahwa kinerja rata-rata reksadana berada di bawah kinerja indeks pasar secara umum. Penelitian yang dilakukan oleh Grossman dan Stiglitz (1980) berhasil menemukan adanya *abnormal return* positif yang dihasilkan oleh reksadana, namun setelah diperhitungkan dengan *fee* bagi reksadana, ternyata pemodal tidak dapat lagi memperoleh *abnormal return* positif. Dengan kata lain bahwa *return* rata-rata yang dihasilkan oleh reksadana tidak berbeda dengan *return* rata-rata dari kinerja portofolio pasar.

Namun penelitian-penelitian yang dilakukan setelah tahun 1987, menunjukkan hasil yang berbeda dengan hasil yang diperoleh sebelumnya. Seperti yang dilakukan oleh Ippolito (1989) menunjukkan bah-

wa pengeluaran yang dilakukan oleh reksadana untuk memperoleh informasi tidak sia-sia, dimana reksadana dapat memperoleh *abnormal return* positif, atau dengan kata lain kinerja reksadana lebih baik dari pada kinerja pasar secara umum. Ippolito (1993) melakukan penelitian kembali dengan menggunakan sampel yang lebih besar yaitu antara tahun 1962-1991, ternyata menunjukkan hasil yang berbeda dengan penelitiannya yang dilakukan sebelumnya.

Dari berbagai argumentasi dan penelitian sebelumnya, maka dapat disimpulkan bahwa seharusnya kinerja reksadana lebih baik bila dibandingkan dengan kinerja pasar dan pemodal individu, karena reksadana memiliki informasi yang lebih baik dari pada informasi yang dimiliki oleh pasar dan pemodal individu. Adapun pertanyaan-pertanyaan yang diajukan dalam penelitian ini yang berkaitan dengan kinerja reksadana adalah sebagai berikut:

1. Apakah kinerja reksadana menghasilkan kinerja yang lebih baik dari pada portofolio saham yang dimiliki oleh pemodal individu?
2. Apakah kinerja reksadana dapat menghasilkan *abnormal return* positif yang berarti bahwa kinerja reksadana lebih baik dari pada kinerja pasar? Penggunaan *market* sebagai *benchmark* kinerja adalah karena *market* sering dipakai sebagai acuan oleh para analis dan pemodal untuk mengevaluasi kinerja portofolionya.

Dari permasalahan-permasalahan yang telah dikemukakan di atas, maka tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui apakah kinerja reksadana selalu menghasilkan kinerja yang lebih baik dari pada kinerja portofolio pemodal individu.
2. Untuk mengetahui apakah kinerja reksadana selalu lebih baik dari pada kinerja portofolio pasar.

## KERANGKA TEORITIK

### Model Indeks Tunggal (*Single Index Model/Market Model*)

Model ini merupakan penyederhanaan dari konsep *mean-variance model*. Apabila *mean-variance model* mengukur risiko suatu portofolio ditentukan oleh korelasi antar aset yang membentuknya, maka *single index model* beranggapan bahwa volatilitas suatu aset dipengaruhi oleh volatilitas pasar.

Beberapa studi mengenai pasar saham di Amerika Serikat dengan menggunakan model ini, menemukan bahwa korelasi yang cukup kuat antara *return* saham dan *return* pasar, sehingga dapat disimpulkan bahwa faktor pasar masih menjadi faktor yang dominan dalam mempengaruhi *return* suatu saham (King, 1966; Cohen dan Pogue, 1967; Elton dan Gruber, 1973).

Dengan menggunakan model yang dikembangkan oleh Ross yaitu *Arbitrage Pricing Theory* juga memperkuat kesimpulan pada penelitian sebelumnya, dimana dari hasil matriks korelasi *return*, masih ditemukan adanya faktor tunggal yang dominan, yang berpengaruh pada pergerakan harga saham di pasar modal Amerika Serikat (Kryzanowski dan To, 1983; Conway dan Reinganum, 1988; Brown, 1989).

Sedangkan penelitian yang dilakukan di Indonesia oleh Sartono dan Zulaihati (1998), menyimpulkan bahwa model indeks tunggal dapat dijadikan salah satu cara untuk memilih saham dan membentuk portofolio optimal, sehingga diharapkan hasil pengujian tahun 1996 dapat mendukung strategi investasi tahun 1997.

### *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*

CAPM dikembangkan pertama kali oleh Sharpe, yang selanjutnya memperoleh hadiah Nobel atas penemuannya tersebut. Model ini merupakan satu-satunya model

keseimbangan yang secara langsung dapat menghubungkan risiko dan *return* suatu investasi. Pembentukan model keseimbangan umum dapat digunakan sebagai pengukur risiko yang relevan dan bagaimana hubungan antara risiko dan *expected return* untuk setiap aset apabila pasar modal dalam keadaan seimbang (Elton dan Gruber, 1995).

Beberapa pengujian empiris tentang CAPM banyak dilakukan oleh para peneliti di pasar modal Amerika Serikat. Pengujian yang paling sederhana adalah menguji apakah beta yang semakin tinggi berpengaruh terhadap *return* yang diperoleh pemodal. Penelitian yang dilakukan oleh Roll (1960) merupakan penelitian yang meletakkan kerangka kerja dasar dan mengungkapkan masalah-masalah yang dapat menjadi dasar bagi pengujian-pengujian model ekulibrium selanjutnya. Sedangkan Sharpe dan Cooper (1972) menyimpulkan bahwa ada hubungan positif antara beta dan *return* saham di pasar modal Amerika.

Namun beberapa penelitian yang dilakukan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) masih menunjukkan pro dan kontra berlakunya CAPM di BEJ, seperti Husnan (1990) menyimpulkan bahwa model CAPM tidak berlaku di BEJ. Juga penelitian yang dilakukan oleh Manurung (1998) yang menggunakan pengujian non-parametrik juga menghasilkan kesimpulan yang sama seperti yang diperoleh Husnan. Penelitian yang dilakukan oleh Mamduh (1996) juga memperkuat penelitian sebelumnya.

Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Husnan dan Hermanto (1998) menunjukkan hasil yang agak berbeda dengan penelitian sebelumnya, dimana dengan memisahkan saham-saham yang mempunyai beta lebih kecil dari satu dan lebih besar dari satu, diperoleh kesimpulan bahwa beta kurang dari satu berhasil memperoleh *abnormal return* yang positif, sebaliknya untuk saham-saham yang memi-

liki beta lebih dari satu memiliki *abnormal return* yang negatif. Kesimpulan yang lain adalah bahwa ada indikasi *ranking* beta tahun 1996 identik dengan *ranking return* tahun 1997. Kesimpulan terakhir ini mengindikasikan bahwa CAPM berlaku di BEJ.

### Evaluasi Kinerja Portofolio

*Metode Perbandingan Langsung (Direct Comparison Method)*. Merupakan salah satu metode evaluasi kinerja portofolio dengan cara membandingkan *return* portofolio tersebut dengan portofolio yang dibentuk secara acak, dengan syarat dalam perbandingan tersebut kedua portofolio tersebut memiliki tingkat risiko yang sama atau hampir sama.

Penelitian yang dilakukan oleh Friend, Blume dan Crockett, yang dikutip oleh Elton dan Gruber (1995), dengan menggunakan varian dan beta sebagai *proxy* risiko, menghasilkan suatu kesimpulan bahwa *return* rata-rata portofolio acak lebih tinggi dari pada portofolio reksadana. Hal tersebut menandakan kinerja reksadana yang dikelola oleh manajer investasi tidak menghasilkan kinerja yang lebih baik dari pada portofolio pemodal individu, sehingga dapat disimpulkan bahwa manajer investasi tidak memiliki informasi yang lebih baik dari pada pemodal perorangan.

*Konsep Abnormal Return*. Konsep *Security Market Line (SML)*, dimana risiko diukur dengan menggunakan beta (risiko sistematis). Garis SML adalah suatu garis yang menghubungkan antara portofolio pasar dengan kesempatan investasi bebas risiko. Dimana kemiringan dari garis SML dinyatakan dengan formula:

$$\text{Slope}_{SML} = \frac{[E(R_m) - R_f]}{\beta_m}$$

Sedangkan untuk *intercept* dari garis SML, adalah tingkat suku bunga bebas risiko ( $R_f$ ). Karena beta pasar ( $\beta_m$ ) adalah sama dengan satu, maka persamaan dari garis SML adalah:

$$E(R_p) = R_f + [E(R_m) - R_f] \beta_p$$

Apabila pasar dalam keadaan seimbang, maka diharapkan seluruh investasi berada pada garis SML. Sehingga apabila terjadi penyimpangan maka akan terjadi perbedaan tingkat keuntungan antara portofolio dengan SML, perbedaan ini yang biasanya disebut *differential return* atau *abnormal return*.

Kemungkinan *differential return* atau *abnormal return* yang dapat terjadi adalah positif, nol, dan negatif. Apabila positif (berada diatas garis SML) maksudnya adalah bahwa *return* portofolio yang diukur lebih besar dari pada *return* pasar dengan mengakomodasikan risiko yang diwakili oleh beta. Apabila nol (tepat pada garis SML) maksudnya adalah bahwa *return* portofolio yang akan diukur tidak berbeda dengan *return* pasar dengan mengakomodasi risiko (beta). Sedangkan apabila yang terjadi adalah negatif (di bawah garis SML) maksudnya adalah bahwa *return* portofolio yang akan diukur lebih rendah dari pada *return* pasar dengan mengakomodasi risiko (beta). Jadi kesimpulan yang dapat diambil adalah semakin besar *differential return* atau *abnormal return* dari suatu portofolio yang akan diukur, maka akan semakin baik kinerja portofolio tersebut.

### Hipotesis Penelitian

Dari permasalahan dan tinjauan teoritis yang telah dikemukakan diatas maka penelitian ini akan mengajukan beberapa hipotesis untuk diuji. Adapun hipotesis-hipotesis tersebut adalah:

1. Return rata-rata dari reksadana lebih tinggi dari pada return rata-rata *return*

portofolio yang dibentuk secara acak dengan mengakomodasi risiko.

2. Reksadana menghasilkan *abnormal return* yang positif atau *abnormal return* yang lebih besar dari nol.

Penelitian ini mengukur kinerja reksadana dengan menggunakan periode antara bulan April 1997 sampai dengan bulan Juli 1997.

## METODOLOGI PENELITIAN

### Teknik *Sampling*

Teknik *sampling* yang digunakan dalam memilih reksadana adalah *non-probability sampling* yaitu *purposive sampling*. *Purposive sampling* disebut juga *judgemental sampling* yaitu teknik pengambilan sampel dengan pemilihan sampel secara cermat sehingga relevan dengan desain penelitian. Dalam penelitian ini dipilih reksadana yang telah aktif sebelum bulan April 1997 dan menginvestasikan dananya sebesar 75% atau lebih ke dalam bentuk surat berharga jenis saham biasa di BEJ. *Purposive sampling* dilakukan karena sedikitnya jumlah reksadana yang ada, dimana jika kita memperpanjang periode amatan maka jumlah reksadana yang dapat diteliti menjadi semakin sedikit, demikian sebaliknya jika kita memperbanyak jumlah reksadana dalam sampel maka sebagai konsekuensinya adalah periode amatan yang semakin pendek. Oleh karena itu *purposive sampling* bertujuan untuk memaksimalkan jumlah reksadana dalam sampel panjang periode amatan.

Dalam pembentukan portofolio acak dilakukan dengan pengambilan saham secara acak (*simple random sampling*) sebanyak sepuluh saham. Proporsi dana yang diinvestasikan pada tiap saham dalam portofolio proporsional 10% per saham. Hal tersebut dilakukan untuk setiap pasangan reksadana sebanyak sepuluh portofolio, sehingga setiap portofolio acak yang dibandingkan dengan portofolio reksadana

merupakan rata-rata dari sepuluh portofolio yang dibentuk secara acak. Jika ternyata risiko portofolio tidak sebanding dengan risiko portofolio reksadana maka portofolio tersebut akan diganti dengan portofolio acak lain yang memiliki risiko sebanding dengan reksadana. Peneliti juga melakukan penyesuaian proporsi untuk mendekati risiko portofolio acak dengan risiko reksadana dengan tetap mempertahankan proporsi yang merata.

### Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder, dimana data tersebut antara lain adalah:

1. Nilai Aktiva Bersih (NAB) harian diambil dari Laporan Biro Riset Bapepam.
2. Harga saham harian perusahaan publik yang terdaftar di BEJ dari *website* BEJ.
3. Suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) harian yang diperoleh dari Laporan Bulanan Bank Indonesia, digunakan sebagai *proxy* tingkat suku bunga bebas risiko.
4. Indeks LQ-45 harian sebagai *proxy* indeks pasar, diperoleh dari *website* BEJ.

Adapun reksadana yang akan digunakan dalam penelitian ini seperti pada tabel 1.

### Prosedur Pengujian

*Hipotesis 1*. Dalam penelitian ini risiko diukur dengan beta. Dengan demikian prosedur pengujiannya adalah dengan membandingkan portofolio yang memiliki beta sama.

1. Menghitung beta masing-masing reksadana ( $\beta_{pi}$ ) dengan meregresikan  $R_{pi}$  dengan  $R_{LQ-45}$ . *Return* harian masing-masing reksadana dihitung dengan menggunakan formula:

$$R_{pi,t} = \ln \left[ \frac{NAB_{t+1}}{NAB_t} \right]$$

Tabel 1  
Reksadana

No	Nama	Tgl Efektif	Saham	Obligasi	Pasar Uang
1	Danareksa Mawar	5 Jul '96	80%	10%	10%
2	Bahana Dana Prima	1 Agt '96	80%	10%	10%
3	BNI Reksadana Berkembang	30 Sep '96	80%	-	20%
4	BILLIS Super Saham	29 Nop '96	75%	25%	-
5	Bira Dana Saham	9 Des '96	80%	-	20%
6	ABN AMRO Ind. Dana Saham	16 Des '96	90%	-	10%
7	BIG Nusantara	26 Peb '97	75%	25%	-
8	Bima	4 Mar '97	90%	5%	5%
9	Arjuna	4 Mar '97	90%	-	10%
10	Reksadana Megah Kapital	19 Mar '97	80%	-	20%
11	GTF Sejahtera	27 Mar '97	90%	5%	5%
12	Panin Dana Maksima	27 Mar '97	75%	-	25%

Sumber: Laporan Bina Reksadana-Biro PIR Bapepam (diolah)

Return harian portofolio pasar dihitung dengan menggunakan formula:

$$R_{m,t} = Ln \left[ \frac{Indeks_{LQ-45_{t+1}}}{Indeks_{LQ-45_t}} \right]$$

1. Menghitung rata-rata tingkat keuntungan masing-masing reksadana dengan menggunakan formula:

$$E(R_{pi}) = \frac{\sum_{t=1}^n R_{i,t}}{n}$$

2. Menghitung beta masing-masing saham individual ( $\beta_i$ ) dengan meregresikan  $R_i$  dan  $R_{LQ-45}$  menggunakan formula:

$$R_{i,t} = \alpha + \beta_i R_{m,t}$$

Untuk menghitung return saham harian ( $R_{i,t}$ ) dipergunakan formula:

$$R_{i,t} = Ln \left[ \frac{P_{t+1}}{P_t} \right]$$

3. Membentuk portofolio yang terdiri dari saham-saham yang dipilih sebagai sampel acak untuk memperoleh beta portofolio acak yang sama dengan  $\beta_{pi}$ , maka formula yang digunakan adalah:

$$\beta_{portofolio\_acak,i} = \sum_{i=1}^n X_i \beta_i$$

dimana  $\beta_{pi} \approx \beta_{portofolio\_acak,i}$

4. Menghitung return rata-rata portofolio acak dengan menggunakan formula:

$$E(R_{portofolio\_acak,i}) = \frac{\sum_{i=1}^n X_i R_i}{n}$$

5. Langkah ke-4 dan ke-5 dilakukan untuk duabelas portofolio acak, sesuai dengan jumlah reksadana, dimana setiap pasangan reksadana dan portofolio acak digunakan 10 portofolio acak, sehingga seluruhnya berjumlah 120 portofolio acak.
6. Diharapkan bahwa return rata-rata reksadana lebih besar dari pada return

rata-rata portofolio acak.

$$\overline{E(R_{pi})} > \overline{E(R_{portofolio\_acak,i})}$$

- Uji beda dua rata-rata berpasangan untuk mengetahui signifikansi perbedaannya. Pengujiannya sebagai berikut:

$$H_0 : \overline{E(R_{pi})} \leq \overline{E(R_{portofolio\_acak,i})}$$

$$H_1 : \overline{E(R_{pi})} > \overline{E(R_{portofolio\_acak,i})}$$

Dari pengujian ini diharapkan bahwa *return* portofolio reksadana lebih besar dari pada *return* portofolio acak.

*Hipotesis 2.* Dalam pengujian ini risiko diukur dengan beta. Dengan demikian maka perbandingan dengan portofolio pasar dilakukan dengan memperhatikan perbedaan risiko, yaitu beta.

- Menghitung beta masing-masing reksadana ( $\beta_{pi}$ ) dengan meregresikan  $R_{pi}$  dengan  $R_{LQ-45}$ , sama seperti prosedur pengujian hipotesis 1.
- Menghitung *return* rata-rata masing-masing reksadana,  $E(R_{pi})$ , sama seperti prosedur pengujian hipotesis 1.
- Menghitung *return* rata-rata portofolio pasar LQ-45,  $E(R_{LQ-45})$  dengan menggunakan formula:

$$E(R_{LQ-45}) = \frac{\sum_{t=1}^n R_{m,t}}{n}$$

- Menghitung *return* rata-rata bebas risiko,  $R_f$ . SBI digunakan sebagai *proxy* tingkat keuntungan bebas risiko. Dengan mempergunakan formula:

$$\overline{R_f} = \frac{R_{f,april} + R_{f,mei} + R_{f,juni} + R_{f,juli}}{4}$$

- Dirumuskan persamaan *Security Market Line* (SML), yaitu:

$$Est\_E(R_{pi}) = \overline{R_f} + \beta_{pi}[E(R_{LQ-45}) - \overline{R_f}]$$

- Menghitung *abnormal return* reksadana  $i$ ,  $AR_{pi}$ , dengan:

$$AR_{pi} = E(R_{pi}) - Est\_E(R_{pi})$$

- Melakukan pengujian apakah rata-rata  $AR_{pi}$  ( $i=1, 2, 3, \dots, 12$ ) mempunyai nilai positif dan signifikan. Uji beda rata-rata dari nol dengan *one tail test* akan dilakukan. Rumusan pengujian statistiknya adalah:

$$H_0 : \overline{AR_{pi}} \leq 0$$

$$H_1 : \overline{AR_{pi}} > 0$$

Dari pengujian tersebut diharapkan bahwa portofolio reksadana selalu menghasilkan *abnormal return* yang positif.

## DISKUSI HASIL PENELITIAN

### Pengujian Hipotesis 1

Pengujian hipotesis 1 adalah untuk menguji apakah *return* rata-rata dari reksadana lebih tinggi dari pada *return* rata-rata *return* portofolio yang dibentuk secara acak dengan mengakomodasi risiko.

Dalam pengujian ini risiko portofolio diukur dengan menggunakan beta portofolio atau risiko sistematis. Hal tersebut dilakukan karena tujuan pembentukan portofolio adalah untuk mengurangi risiko yang dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi atau disebut juga risiko tidak sistematis. Sehingga portofolio yang dibentuk adalah portofolio yang memiliki risiko total sebanding dengan risiko sistematis. Dengan demikian maka tidak akan jauh berbeda apabila digunakan beta sebagai *proxy* pengukur risiko suatu portofolio, dibanding dengan standar deviasi.

Dari nilai aktiva bersih (NAB) harian reksadana selama 79 hari pengama-

tan dari bulan April-Juli 1997, diperoleh return reksadana, yang kemudian dilakukan pengujian regresi untuk mencari beta portofolio saham reksadana. Pengujian tersebut menggunakan *single index model*, dimana variabel *dependent* diwakili oleh *return* reksadana, sedangkan variabel *independent* diwakili oleh *return* indeks pasar LQ-45. Dari 12 reksadana yang diuji tersebut, diperoleh 11 reksadana yang memiliki beta positif dan signifikan pada taraf signifikansi 5%. Sedangkan satu reksadana memiliki beta negatif dan tidak signifikan pada taraf pengujian 5%.

Selanjutnya dilakukan pengujian regresi dengan menggunakan *single index model* terhadap 259 saham yang terdaftar di BEJ pada periode April 1997 sampai Juli 1997 untuk mencari beta (koefisien regresi) saham-saham tersebut. Dalam pengujian regresi tersebut variabel *dependent* diwakili oleh *return* saham, sedang variabel *independent* diwakili oleh *return* pasar indeks LQ-45. Dari hasil pengujian tersebut diperoleh 70 saham yang memiliki beta signifikan pada taraf 5%.

Tahap selanjutnya adalah membentuk 11 portofolio saham secara acak yang terdiri dari 70 saham tersebut, dimana *expected return* dan beta portofolio acak yang merupakan rata-rata tertimbang dari *expected return* dan beta saham-saham individual. Yang perlu diperhatikan dalam pembentukan portofolio acak adalah: pertama, bahwa beta portofolio acak harus sebanding dengan beta sebelas reksadana. Kedua, *return* rata-rata portofolio acak yang dibentuk merupakan rata-rata dari *return* rata-rata sepuluh sampel portofolio acak yang memiliki beta sebanding dengan beta reksadana. Hal tersebut dilakukan untuk memperkecil kesalahan akibat pengambilan sampel.

Selanjutnya *expected return* (*return* rata-rata) kedua portofolio tersebut layak untuk dibandingkan, karena risiko kedua portofolio yang di-*proxy* oleh beta telah se-

banding. Tabel 2 menunjukkan perbandingan antara *return* dan beta untuk sampel reksadana yang diteliti.

Dengan menggunakan SPSS 9.0 (*Statistic Program for Social Science*), selanjutnya dilakukan uji beda dua rata-rata berpasangan dengan *one tail test* antara *expected return* reksadana dan portofolio acak. Dari hasil pengujian dapat dilihat bahwa taraf signifikansi 5% diperoleh nilai t-hitung sebesar 2,12 yang berarti nilai tersebut lebih besar dari pada t-tabel yaitu sebesar 1,812. Atau dengan kata lain t-hitung beta pada daerah penolakan terhadap  $H_0$ , dengan demikian, hipotesis alternatif dapat diterima. Sehingga kesimpulannya adalah bahwa (*expected return*) *return* rata-rata reksadana lebih besar dari pada (*expected return*) *return* rata-rata portofolio acak.

Hasil pengolahan statistik menunjukkan bahwa ada selisih *return* rata-rata dari seluruh reksadana dan portofolio acak sebesar 0,06% (0,059182) per hari, sedangkan apabila dalam satu minggu ada 5 hari perdagangan saham maka dalam satu bulan ada 20 hari perdagangan saham. Sehingga dapat dikatakan bahwa *return* rata-rata reksadana lebih tinggi dari pada portofolio acak sebesar 1,2% per bulan. Jadi selama komisi atau *fee* untuk reksadana tidak lebih dari 1,2% per bulan maka pemodal yang melakukan investasi melalui reksadana masih memiliki tingkat keuntungan rata-rata diatas pemodal individu yang lain.

Selanjutnya, terbukti secara signifikan bahwa kinerja reksadana lebih tinggi dari pada kinerja portofolio pemodal perorangan (portofolio acak). Hal tersebut menandakan bahwa informasi yang dimiliki reksadana lebih baik dari pada informasi yang dimiliki oleh pemodal individu. Dengan kata lain, pihak reksadana berhasil dalam mencari, mengelola, dan mengimplementasikan secara efisien informasi yang diperolehnya pada portofolio yang dimilikinya, sehingga saham-saham yang dimasukkan kedalam portofolio reksadana memiliki

Tabel 2  
Perbandingan Return dan Risiko (Beta)

No	Kode	Nama	Reksadana		Portofolio Acak		Port.
			AvgRtrn(%)	Beta	Beta	AvgRtrn(%)	
1	ABNA	ABN AMRO Ind. Dana Shm	0,112	0,6261	0,6448	0,156	10
2	BDPM	Bahana Dana Prima	0,071	0,5314	0,5566	0,125	8
3	BDSM	Bira Dana Saham	0,179	0,5051	0,5587	0,130	7
4	BIGN	BIG Nusantara	0,142	0,3148	0,3780	0,096	3
5	BNIB	BNI Reksa. Berkembang	0,251	0,4870	0,4755	0,106	6
6	BSSM	BIILLIS Super Saham	0,083	0,1701	0,1837	0,036	1
7	GTF5	GTF Sejahtera	0,246	0,5465	0,5731	0,121	9
8	PDMK	Panin Dana Maksima	0,290	0,3541	0,3817	0,077	4
9	RDAR	Reksadana Arjuna	0,209	0,2354	0,2863	0,046	2
10	RDBM	Reksadana Bima	0,137	0,4591	0,4764	0,118	5
11	RDMW	Reksadana Mawar	0,131	0,7190	0,7417	0,189	11

prospek yang lebih baik dari pada saham-saham yang dimasukkan kedalam portofolio pemodal perorangan.

### Pengujian Hipotesis 2

Pengujian hipotesis 2 adalah apakah reksadana menghasilkan *abnormal return* yang positif atau *abnormal return* yang

lebih besar dari nol. Maksud dari *abnormal return* positif adalah bahwa *return* rata-rata dari reksadana lebih tinggi dari pada *return* rata-rata indeks pasar LQ-45.

Setelah diketahui beta masing-masing reksadana dengan menggunakan regresi linier sederhana, dihitung *return* rata-rata *market* yang diperoleh dari *return* rata-rata harian indeks LQ-45. Lalu dihitung

Tabel 3  
Perhitungan Abnormal Return

No	Kode	Nama	Return	Return	Abnormal
			Rata-Rata (%)	Estimasi (%)	Return (%)
	LQ-45	Indeks Pasar LQ-45	0,118		
1	ABNA	ABN AMRO Ind. Dana Shm	0,112	0,083	0,029
2	BDPM	Bahana Dana Prima	0,071	0,074	-0,003
3	BDSM	Bira Dana Saham	0,179	0,071	0,108
4	BIGN	BIG Nusantara	0,142	0,053	0,089
5	BNIB	BNI Reksa. Berkembang	0,251	0,069	0,181
6	BSSM	BIILLIS Super Saham	0,083	0,040	0,044
7	GTF5	GTF Sejahtera	0,246	0,075	0,171
8	PDMK	Panin Dana Maksima	0,290	0,057	0,233
9	RDAR	Reksadana Arjuna	0,209	0,046	0,163
10	RDBM	Reksadana Bima	0,137	0,067	0,070
11	RDMW	Reksadana Mawar	0,131	0,091	0,040

rata-rata harian tingkat suku bunga bebas risiko selama bulan April 1997 sampai dengan bulan Juli 1997.

Dengan menggunakan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), memasukkan variabel rata-rata SBI, *return* rata-rata pasar dan beta reksadana, maka dapat dihitung Estimasi  $E(R)$  atau  $Est\_E(R_{pi})$  masing-masing reksadana. Sehingga persamaan *Security Market Line* (SML)-nya adalah:

$$Est\_E(R_{pi}) = \overline{R_f} + [\overline{R_m} - \overline{R_f}] \beta_i$$

$$Est\_E(R_{pi}) = 0,024 + [0,118 - 0,024] \beta_i$$

$$Est\_E(R_{pi}) = 0,024 + 0,094 \beta_i$$

Dengan menghitung selisih antara *return* rata-rata reksadana dan estimasi  $E(R)$ , diperoleh *abnormal return* yang dari masing-masing reksadana, dari seluruh reksadana hanya ada satu reksadana yang memiliki *abnormal return* yang negatif.

Dengan menggunakan program SPSS 9.0, selanjutnya dilakukan uji beda dari nol dengan *one tail test* terhadap *abnormal return* yang diperoleh reksadana. Dari hasil pengujian dapat dilihat bahwa taraf signifikansi 5% diperoleh nilai t-hitung sebesar 4,51 yang berarti bahwa nilai tersebut lebih besar dari pada t-tabel sebesar 1,812 atau dengan kata lain bahwa t-hitung berada pada daerah penolakan terhadap  $H_0$ , dengan demikian maka hipotesis alternatif diterima, sehingga kesimpulannya adalah bahwa *abnormal return* yang diperoleh reksadana lebih besar dari nol.

Kalau dibandingkan antara *return* rata-rata bulanan reksadana dengan estimasi *return* pasar bulanan, maka akan terlihat bahwa *abnormal return* rata-rata reksadana sebesar 2% per bulan, atau dengan kata lain bahwa *return* rata-rata reksadana lebih besar dari pada estimasi *return* pasar dengan memperhatikan risiko.

Dengan adanya *abnormal return* yang positif tersebut mengindikasikan bahwa kinerja portofolio saham yang dibentuk oleh reksadana lebih baik dari pada kinerja portofolio pasar yang sering digunakan sebagai parameter untuk mengukur prestasi suatu portofolio. Sedangkan tambahan *return* yang diperoleh reksadana disebabkan karena reksadana memiliki informasi yang lebih baik dari pada informasi yang diterima oleh pasar.

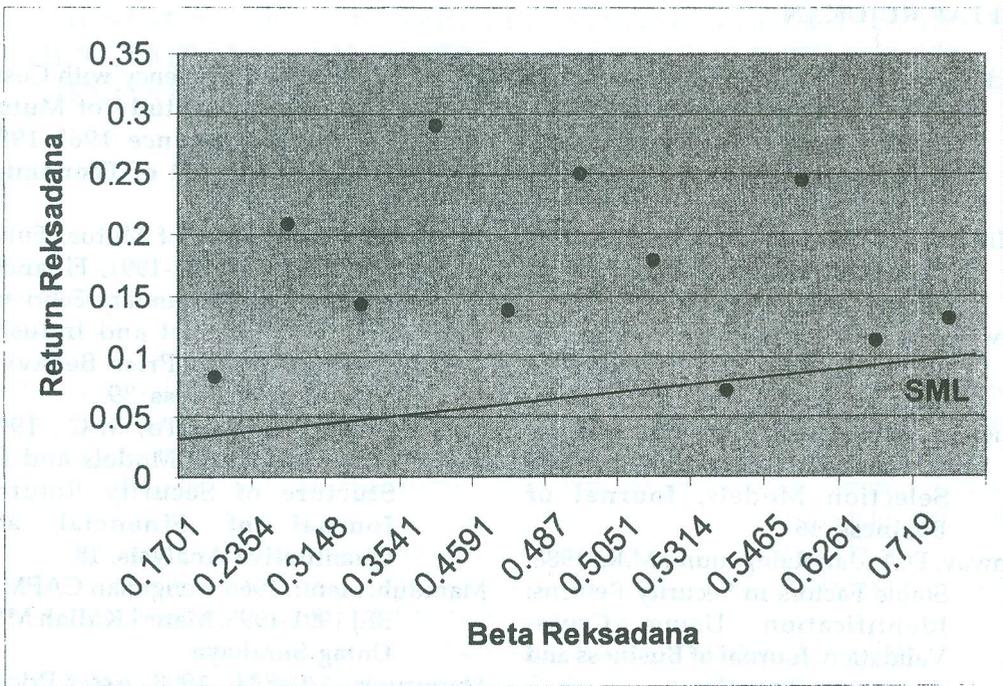
Pengertian informasi yang lebih baik dari pasar adalah bahwa reksadana memperoleh informasi yang tidak dimiliki oleh pasar (*private information*). *Private information* tersebut bisa diperoleh melalui dua cara, pertama, memperoleh *public information* yang selanjutnya diolah dan dianalisis sehingga reksadana memperoleh informasi yang tidak dimiliki oleh pasar. Kedua, reksadana benar-benar memperoleh informasi yang tidak di publikasikan yang berasal dari dalam perusahaan (*insider information*).

Kesimpulan akhir dari pengujian ini adalah bahwa hampir seluruh reksadana memiliki informasi yang tidak dimiliki oleh pasar sehingga kinerja reksadana selalu lebih baik dari pada kinerja pasar.

## KESIMPULAN DAN SARAN

Dari analisis hasil pengujian dua hipotesis dapat ditarik kesimpulan, yaitu:

1. Kinerja portofolio saham yang dibentuk oleh pihak reksadana lebih baik dari pada kinerja portofolio acak yang mencerminkan portofolio perorangan. Dengan menggunakan risiko yang sebanding ternyata reksadana memiliki *excess return* apabila dibandingkan dengan portofolio acak yang mewakili pemodal individu. Dalam hal ini risiko diukur dengan menggunakan risiko sistematis atau beta. Ini berarti pihak reksadana memiliki informasi yang lebih baik dari informasi yang dimiliki oleh pemodal perorangan.



Gambar 1  
Grafik Abnormal Return Reksadana

2. Kinerja portofolio saham yang dibentuk oleh pihak reksadana sebagai pengelola dana pemodal, lebih baik dari pada portofolio pasar yang diwakili oleh indeks LQ-45. Dimana, kinerja portofolio saham yang dibentuk oleh pihak reksadana selaku pengelola dana nasabah, memiliki *excess return*, apabila dibandingkan dengan kinerja portofolio pasar. Atau dengan kata lain portofolio saham reksadana memiliki *abnormal return* positif, dimana risiko diukur dengan menggunakan risiko sistematis atau beta. Hal ini membuktikan bahwa pihak reksadana memiliki informasi yang tidak dimiliki pasar.
3. Kedua kesimpulan di atas konsisten satu dengan yang lain, sehingga kesimpulan umum bahwa kinerja reksadana lebih baik daripada pemodal membentuk portofolio sendiri merupakan ke-

simpulan yang memiliki argumentasi yang cukup kuat.

Adapun saran yang dapat diberikan berdasarkan kesimpulan di atas adalah bahwa bagi pemodal perorangan yang ingin melakukan investasi di pasar modal, namun terbentur pada faktor *expertise*, sebaiknya melakukan investasi melalui reksadana.

Dengan masih sedikitnya reksadana yang ada pada periode tahun 1996-1997 maka diharapkan dalam penelitian selanjutnya dapat diteliti reksadana dengan jumlah yang lebih besar dan periode yang lebih panjang.

DAFTAR RUJUKAN

- Black F., Jensen, M.C. dan Scholes, M., 1972. **The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests**, in Jansen (ed.) **Studies in Theory of Capital Market**, New York.
- Bodie, Zvi dan Kane, Alex dan Marcus, Alan J., 1995. **Essentials of Investments**, Second Edition, Irwin.
- Brown, S.J., 1989. The Number of Factors in Security Returns, **Journal of Finance**, 44.
- Cohen, K. dan Pogue, J., 1967. An Empirical Evaluation of Alternative Portfolio Selection Models, **Journal of Business**, 46.
- Conway, D.A. dan Rainganum, M.R., 1988. Stable Factors in Security Returns: Identification Using Cross-Validation, **Journal of Business and Economics Statistics**, 6.
- Elton, E.J. dan Gruber, M.J., 1973. Estimating the Dependence Structure of Share Price-Implications for Portfolio Selection, **Journal of Finance**, 28.
- \_\_\_\_\_, 1995. **Modern Portfolio Theory and Investment Analysis**, Fifth Edition, John Wiley and Sons.
- Friend, I., Brown F., Herman, E., dan Vickers D., 1962. **A Study of Mutual Funds (U.S. Securities and Exchange Commission)**.
- Grossman, S., dan Stiglitz, J., 1980. On the Impossibility Informationally Efficient Markets, **American Economics Review**, 70.
- Husnan, Suad., 1991. Pasar Modal Indonesia Makin Efisienkah?: Pengamatan Selama Tahun 1990, **Majalah Manajemen dan Usahawan Indonesia**, Juni.
- \_\_\_\_\_, dan Hermanto, Suwardi B., 1998. CAPM dan Strategi Portofolio: Kajian Kondisi Pasar di BEJ 1997, **Majalah Manajemen dan Usahawan Indonesia**, Mei.
- Ippolito, R.A., 1989. Efficiency with Costly Information: A Study of Mutual Funds Performance 1965-1984, **Quarterly Journal of Economics**, 104.
- \_\_\_\_\_, 1993. On Studies of Mutual Funds Performance 1962-1991, **Financial Analyst Journal**, January-February.
- King, B.F., 1996. Market and Industry Factors in Stock Price Behavior, **Journal of Business**, 39.
- Kryzanowski, L., dan To, M.C., 1983. General Factors Models and the Structure of Security Returns, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 18.
- Mamduh, Hanfi, 1966. Pengujian CAPM di BEJ 1991-1995, **Materi Kuliah MM-Untag Surabaya**.
- Manurung, Adler H., 1998. Asset Pricing Model on Jakarta Stock Exchange: A Nonparametric Analysis, **Majalah Kelola Gadjah Mada University Business Review**, 17.
- Sartono, R. Agus, dan Zulaihati, Sri, 1998. Rasionalitas Investor Terhadap Pemilihan Saham dan Penentuan Portofolio Optimal dengan Model Indeks Tunggal di BEJ, **Majalah Kelola**, 17.
- Sharp, W.F., 1966. Mutual Funds Performance, **Journal of Business**, 39.
- \_\_\_\_\_, dan Cooper, G.M., 1972. Risk-Return Class of New York Stock Exchange Common Stock 931-1967, **Financial Analyst Journal**, March-April.
- \_\_\_\_\_, dan Jensen, M.C., 1987. The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964, **Journal of Finance**, 23.