

BAB I

PENDAHULUAN

1.1.Latar belakang

Instrumen-instrumen investasi akan semakin menarik dimana salah satunya adalah reksadana yang dapat menjadi satu pilihan portofolio investasi terutama yang diterbitkan oleh perbankan. Pemicunya adalah suku bunga deposito yang kian rendah.¹

Selama tiga tahun terakhir ini reksa dana mengalami pertumbuhan yang cukup besar. Krisis tahun 2005, membuat para pemodal reksa dana menjual unit reksa dana mereka. Akibatnya, dana kelolaan reksa dana yang sempat mencapai Rp.113 Triliun Februari 2005, tergerus hingga posisi Rp.29 Triliun. Memang kondisi pada saat itu agak berbeda dengan saat ini. Banyak pemodal masih menyimpan trauma. Tapi, ada juga yang melupakan peristiwa pahit itu dan mulai berinvestasi di reksa dana lagi.

Berbeda dengan tren tiga tahun lalu yang didominasi oleh reksa dana jenis pendapatan tetap. Saat ini yang menjadi primadona adalah reksa dana saham. Hal ini disebabkan oleh reksa dana saham menjanjikan *return* yang lebih tinggi daripada reksa dana pendapatan tetap. Tingkat *return* yang cukup tinggi di reksa dana saham dan campuran tahun 2006 dan 2007 sangat dipengaruhi oleh pasar saham. Selama tahun 2006, IHSG di bursa melesat hingga 55%. Tahun 2007, indeks BEI juga tumbuh 52%.

Return yang dihasilkan reksa dana tahun 2007 boleh dibilang memuaskan. terutama produk reksa dana saham, yang returnnya bisa mencapai 40-100%. Imbal hasil yang cukup menggiurkan itu tak pelak membuat para pemodal datang untuk menanamkan modal di reksadana. Tidak mengherankan apabila dana kelolaan reksa

¹ "Investasi saham kian menarik" dalam www.pitoyo.com. 5 Januari 2007

dana pun terus berkembang. Pada tahun 2006, dana kelolaan reksa dana tumbuh pesat dari Rp.29 Triliun menjadi Rp.51 Triliun. Tahun 2007, pertumbuhannya terus berlanjut hingga mencapai Rp.92 Triliun. Januari 2008 NAB reksa dana meningkat lagi menjadi Rp.95 Triliun.

Namun, akhir-akhir ini, optimisme pelaku pasar agak tertahan. Satu hal yang mengkhawatirkan mereka adalah volatilitas pasar finansial global. Kekhawatiran itu sangat beralasan, mengingat dampaknya yang sudah sempat dirasakan pada Januari lalu. Dipicu ancaman resesi Amerika Serikat dan gejolak pasar saham di bursa AS, pada tanggal 22 Januari indeks BEJ terjerembab ke level 2.294,52. Padahal, dua pekan sebelumnya, indeks berada di level 2.700-an.

Untuk mengatasinya, Bank Sentral AS memangkas suku bunga FED sebesar 75 basis poin menjadi 3,5%. Pasar sedikit tenang. beberapa hari kemudian suku bunga FED kembali diturunkan menjadi 3%, yang membuat kondisi pasar berangsur membaik.

Para analis dan pelaku pasar menyadari pasar yang fluktuatif itu akan menjadi tantangan perjalanan industri reksa dana tahun 2008. Tantangan tahun ini adalah kondisi pasar yang lebih “*volatile*”. Kondisi pasar global yang penuh ketidakpastian itu akan mempengaruhi kinerja reksa dana. Oleh sebab itu, dana kelolaan reksa dana diprediksi belum tentu dapat menembus Rp.150 triliun tahun ini. kalau melihat realita sampai saat ini, mungkin pertumbuhannya sekitar 30-40%.

Karena, sejalan dengan perkembangan positif di industri ini, semakin banyak perusahaan yang ingin bermain di industri reksa dana. Produk reksa dana baru pun terus bermunculan. Oleh sebab itu, Bapepam LK berniat menata lagi pemain di industri ini, agar tidak terjadi persaingan tak sehat yang dapat mengganggu industri ini ke depan.

Pada awal tahun 2008, tercatat 109 manajer investasi yang beroperasi, dengan total produk reksa dana mencapai 469 buah, yang terdiri atas 166 reksa dana pendapatan tetap, 55 reksa dana saham, 101 reksa dana campuran, 32 reksa dana pasar uang, 99 reksa dana terproteksi, 14 reksa dana berdenominasi dolar, dan 2 ETF (*Exchange Trade Fund*).

Walaupun jumlah kelolaan terus meningkat, para pemodal tampaknya harus tetap waspada. Prahara yang muncul di industri reksa dana tentu membuat mereka harus berhati-hati dalam menetapkan pilihan reksa dana yang tepat.⁹ Karena tingkat pengembalian yang tinggi belum tentu merupakan reksadana terbaik. Investor tidak seharusnya hanya melihat dari tingkat pengembalian saja, tetapi juga dari risiko dalam berinvestasi.¹⁰ Oleh sebab itu, digunakanlah beberapa metode untuk menilai kinerja reksa dana saham di Indonesia.

1.2. Perumusan masalah

Terdapat beberapa metode untuk menilai kinerja reksa dana saham yang pada umumnya digunakan yaitu metode *Sharpe return-to variability-ratio* (Sharpe, 1966), *Treynor return-to-volatility ratio* (Treynor, 1965), *Jensen's Alpha* (Jensen 1968) dan *information ratio*. Keempat metode alternatif pengukuran kinerja ini digunakan untuk mengukur kinerja portofolio berdasarkan faktor-faktor yang mempengaruhinya, yaitu tingkat pengembalian portofolio yang disesuaikan dengan risiko portofolio.¹¹

Rahman Untung (2007) melakukan penelitian untuk melihat manajer investasi di reksa dana saham yang memiliki kemampuan pemilihan saham yang superior (alfa positif) dengan menggunakan *Jensen's alpha single index model*. Namun, pada *single*

⁹ "Tekanan global bayangi pertumbuhan reksa dana." dalam *Majalah Investor: 50 reksa dana terbaik*. Maret 2008 X/177

¹⁰ Rahman, Untung "Berburu manajer investasi yang menghasilkan alfa positif : evaluasi *monthly return* reksadana saham tahun 2004-2006." *Usahawan*, No.4 tahun XXXVI (April 2007)

¹¹ Ibid

index model, *systematic risk* hanya dinyatakan oleh satu sumber saja yaitu *market index*. Padahal *systematic risk* merupakan risiko yang timbul tidak hanya dari *market index* saja, tetapi juga dari faktor-faktor makroekonomi seperti tingkat inflasi, tingkat bunga, perubahan nilai tukar, *business cycle*.

Oleh sebab itu, pada tahun 2005 A.A.Azeez dan Yasuhiro Yonezawa, melakukan penelitian dengan menggunakan model APT untuk mengidentifikasi faktor-faktor makroekonomi yang dapat dijadikan sebagai sumber risiko sistematis. Faktor-faktor makroekonomi tersebut adalah jumlah uang beredar (*money supply*), tingkat inflasi, produksi industri, nilai tukar, *term structure* dan *land price*

Pada penelitian ini akan membahas pengukuran kinerja reksa dana saham Indonesia dengan menggunakan metode *Jensen's alpha single index model* dan *multi index model* untuk memilih kinerja manajer investasi reksa dana saham di Indonesia yang superior (alfa positif), kemudian akan dilihat metode mana yang lebih efektif diantara kedua model tersebut.

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan dalam penelitian ini adalah :

1. Menguji apakah ada manajer investasi reksadana saham di Indonesia yang memiliki kemampuan pemilihan saham yang superior dengan menggunakan metode *Jensen's alpha single index model* dan *multi index model* selama periode 2005-2007.
2. Membandingkan kinerja manajer investasi reksadana saham di Indonesia dengan menggunakan metode *Jensen's alpha single index model* dan *multi index model* selama periode 2005-2007.

1.4. Ruang Lingkup Penelitian

1.4.1. Cakupan dan obyek penelitian

Dilakukan pembatasan terhadap penelitian untuk mencapai tujuan penelitian, yaitu penelitian ini dilakukan untuk periode 2005-2007. Data-data yang digunakan pada penelitian ini antara lain :

- Data bulanan Nilai Aktiva Bersih (NAB) Reksa Dana Saham
- Data bulanan Indeks Saham Gabungan (IHSG)
- Data bulanan BI *rate*
- Data bulanan *Consumer Price Index* (CPI) sebagai proksi dari tingkat inflasi.
- Data bulanan nilai tukar rupiah terhadap dolar
- Data bulanan *Manufacturing production index* sebagai proksi dari produksi industri
- Data bulanan M2+CD sebagai proksi dari *money supply*

1.4.2. Metodologi penelitian

- Pengukuran Kinerja *Jensen's alpha* dengan menggunakan *single index model*.

Metode *Jensen's alpha* merupakan metode analisa regresi dengan model berikut :¹²

$$R_{pt} - R_{Ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{Mt} - R_{Ft}) + \varepsilon_{pt}$$

Dimana :

α_p = Alfa portofolio

R_{pt} = Tingkat pengembalian portofolio yang telah dievaluasi pada periode t

R_{Ft} = Tingkat pengembalian aset bebas risiko yang telah pada periode t

β_p = *Systematic risk*

R_{Mt} = Tingkat pengembalian pasar pada periode t

¹² Rahman Untung, "Berburu manajer investasi yang menghasilkan alfa positif : evaluasi *monthly return* reksadana saham tahun 2004-2006." *Usahawan*, No.4 tahun XXXVI (April 2007)

ε_{it} = random error

- Pengukuran kinerja *Jensen's alpha* dengan menggunakan *multi index model*.

Teknik dalam mengontrol *multiple asset* dengan menggunakan *multiple index* merupakan generalisasi dari *single-benchmark model*. *Multi index model*¹³ yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan 5 *benchmark model* dalam menghitung *Jensen's alpha* dinyatakan dalam rumus berikut :

$$R_{it} - R_{Ft} = \alpha_i + b_{i1}(R_{1t} - R_{Ft}) + b_{i2}(R_{2t} - R_{Ft}) + b_{i3}(R_{3t} - R_{Ft}) + b_{i4}(R_{4t} - R_{Ft}) + b_{i5}(R_{5t} - R_{Ft}) \varepsilon_{it}$$

Dimana :

R_{it} = Tingkat pengembalian portofolio yang telah dievaluasi pada periode t

R_{Ft} = Tingkat pengembalian aset bebas risiko yang telah pada periode t

b_{ij} = Sensitivitas pada *benchmark j*

R_{jt} = Tingkat pengembalian *benchmark* pada periode j

ε_{it} = random error

1 = Index pasar

2 = *Consumer Price Index* (CPI)

3 = Index Produksi Industri (IPI)

4 = Nilai tukar rupiah terhadap dolar (kurs)

5 = *Money supply*

¹³ Edwin J.Elton; Martin J.Gruber; Stephen J.Brown; William N.Goetzman. *Modern portofolio theory and investment analysis. Sixth edition*, John wiley and sons, Inc., USA, 2003

1.4.3. Metode pengolahan data

Dalam melakukan pengolahan data pada penelitian ini, pengukuran kinerja manajer investasi reksa dana di Indonesia yang menggunakan dua metode *Jensen's alpha* yaitu dengan *single index model* dan *multi index model*. Pengolahan data yang dilakukan dalam penelitian ini menggunakan program Microsoft Excel, serta E-views 5.1 dengan langkah-langkah sebagai berikut :

1. Uji Stasionaritas

Uji Stasioneritas adalah pengujian yang digunakan untuk mengetahui apakah variabel dependen dan independen pada model regresi memiliki data yang stasioner. Uji stasionaritas dilakukan dengan menggunakan uji ADF, dengan kriteria pengujian :

$$H_0 : \beta = 0, X_t \text{ non-stationarity}$$

$$H_1 : \beta < 0, X_t \approx I(0) \text{ stationarity}$$

Reject H0 if t hit < t crit

2. Regresi

Setelah semua data stasioner, maka data akan dimasukkan ke dalam model Regresi yang akan diuji yaitu menggunakan dua metode *Jensen's alpha* yaitu dengan *single index model* dan *multi index model* yang telah dijelaskan sebelumnya :

i. Jensen's alpha dengan *single index model*

$$R_{pt} - R_{Ft} = \alpha_p + \beta_p(R_{Mt} - R_{Ft}) + \varepsilon_{pt}$$

ii. Jensen's alpha dengan *multi index model*

$$R_{it} - R_{Ft} = \alpha_i + b_{i1}(R_{1t} - R_{Ft}) + b_{i2}(R_{2t} - R_{Ft}) \\ + b_{i3}(R_{3t} - R_{Ft}) + b_{i4}(R_{4t} - R_{Ft}) + b_{i5}(R_{5t} - R_{Ft}) + \varepsilon_{it}$$

Setelah dilakukan regresi, langkah berikutnya adalah melakukan pengujian *heteroscedasticity* dan autokorelasi.

3. Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas digunakan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi terjadi kesamaan varians dari residual suatu pengamatan ke pengamatan yang lain. Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan uji *White-Heteroskedastic*, dengan kriteria pengujian sebagai berikut :

H_0 : *No heteroscedastic*

H_1 : *Heteroscedastic*

Reject H_0 if X^2 stat > X^2 table

4. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi digunakan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi linier terdapat korelasi antara error pada periode t dengan error pada periode t-1.

Kriteria pengujian autokorelasi adalah sebagai berikut :

H_0 : $\rho = 0$ (*no autocorrelation*)

H_1 : $\rho \neq 0$ (*autocorrelation*)

Nilai DW dibawah 2 berarti terdapat autokorelasi (*reject H_0*)

Nilai DW mendekati 2 berarti tidak terdapat autokorelasi

Nilai DW diatas 2 berarti terdapat autokorelasi (*reject H_0*)

Setelah hasil regresi melewati uji *heteroscedasticity* dan autokorelasi, maka *error term* yang digunakan dalam regresi telah bebas dari pengaruh varians dan error dari periode sebelumnya, dengan demikian berarti output regresi signifikan dan telah dapat untuk diinterpretasi lebih jauh.

5. Pengujian Kinerja Portfolio

Untuk menguji apakah ada manajer investasi reksadana saham di Indonesia dengan alfa positif, cukup dengan melakukan pengecekan signifikansi pada hasil regresi dari ke-16 reksadana saham.

Disini kondisi yang diduga (H_0) dibentuk dengan persamaan sebagai berikut:

$$H_0 : \alpha \leq 0$$

$$H_1 : \alpha > 0$$

Kriteria :

H_0 akan ditolak, jika *p-value* dari koefisien alfa positif kurang dari 10%, 5%, dan 1%. Sebaliknya, H_0 akan gagal ditolak jika, *p-value* dari koefisien alfa positif lebih dari 10%, 5%, dan 1%.

1.5.Sistematika penulisan

Dalam penelitian ini terdapat susunan sistematika penulisan, diantaranya sebagai berikut :

BAB I PENDAHULUAN

Bab ini menjelaskan tentang latar belakang, permasalahan penelitian, tujuan penelitian ruang lingkup penelitian, metodologi penelitian, dan sistematika penulisan.

BAB II LANDASAN TEORI

Bab ini berisi uraian teoritis mengenai pengertian reksadana, risiko reksadana, karakteristik reksadana, keunggulan reksadana, sifat reksadana, jenis reksadana , bentuk hukum reksadana dan perkembangan reksadana di Indonesia.

Selain itu, bab ini juga berisikan tentang landasan teori dari permasalahan yang akan diteliti. Teori-teori tersebut mencakup teori portofolio, dan teori kinerja portofolio.

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

Bab ini membahas mengenai metodologi penelitian, yang meliputi ruang lingkup penelitian, data penelitian, pengolahan data, dan tahapan metode pengukuran kinerja yang digunakan.

BAB IV ANALISA OUTPUT

Bab ini akan membahas output dalam penelitian dengan menggunakan dua metode *Jensen's alpha* yaitu *single index model* dan *multi index model*, mulai dari analisa statistik deskriptif sampai hasil analisa pengukuran kinerja portofolio

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

Bab ini akan menyimpulkan hasil penelitian dan menyajikan saran-saran berdasarkan analisis yang telah dilakukan untuk penelitian lanjutan. Disini juga akan diuraikan segala kesulitan yang dialami selama penyusunan karya akhir ini, kekurangan-kekurangan, serta modifikasi yang disarankan untuk menyempurnakan hasil penelitian selanjutnya.