

BAB 1

PENDAHULUAN

1. 1. Latar Belakang

Reksa Dana termasuk instrumen yang sedang berkembang di Indonesia. Akan tetapi, perkembangan Reksa Dana di Indonesia cenderung tidak diiringi oleh perkembangan penelitian Reksa Dana itu sendiri. Dibandingkan dengan studi yang sama di luar negeri, sebagian besar studi Reksa Dana di Indonesia umumnya masih mengangkat tema-tema yang konvensional dan tidak banyak eksplorasi lebih lanjut. Masih banyak hal-hal seputar Reksa Dana yang belum dikenal dan dipahami secara luas di Indonesia, salah satunya *style analysis*. Oleh karena itu, penelitian ini mencoba mengusung tema yang variatif sekaligus aplikatif untuk meningkatkan kualitas ilmu pengetahuan portofolio. Tema yang dipilih adalah *style analysis* sebagai inovasi baru dalam mengukur tren pergerakan pasar dan mengevaluasi kinerja Reksa Dana. Diharapkan studi *style* ini dapat memberikan warna baru dan kontribusi positif bagi dunia penelitian Reksa Dana. Latar belakang studi ini tentunya tidak lepas dari perkembangan bursa efek di Indonesia dan perkembangan Reksa Dana yang dinamis dan menarik untuk diikuti.

1. 1. 1. Perkembangan Bursa Efek di Indonesia

Pasar modal dalam arti sempit adalah suatu tempat yang terorganisasi di mana efek-efek diperdagangkan yang disebut Bursa Efek. Sedangkan dalam arti luas, pasar modal adalah suatu sistem yang terorganisasi yang mempertemukan penjual dan pembeli efek yang dilakukan baik secara langsung maupun melalui wakil-wakilnya. Fungsi Bursa Efek antara lain menjaga kontinuitas pasar dan menciptakan harga efek yang wajar melalui mekanisme permintaan dan penawaran. Selanjutnya, definisi Pasar Modal menurut Kamus Pasar Uang dan Modal adalah pasar konkrit atau abstrak yang mempertemukan pihak yang menawarkan dan yang memerlukan dana jangka panjang, yaitu jangka satu tahun ke atas. Abstrak dalam pengertian pasar modal adalah transaksi yang dilakukan melalui mekanisme *over the counter* (OTC). Instrumen yang ditransaksikan bermacam-macam seperti saham, obligasi, derivatif, dan lain-lain.

Undang-Undang Pasar Modal No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal mendefinisikan pasar modal sebagai “*Kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan perdagangan Efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek*”. Maksudnya, Pasar Modal, atau Bursa Efek, memiliki peran penting bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi, yaitu *pertama* sebagai sarana bagi pendanaan usaha atau sebagai sarana bagi perusahaan untuk mendapatkan dana dari masyarakat pemodal/investor. Dan, *kedua*, pasar modal menjadi sarana bagi masyarakat untuk berinvestasi pada instrumen keuangan seperti saham, obligasi, Reksa Dana, dan lain-lain.

Dari sisi strukturnya, Harry Larris (2003) menyatakan struktur pasar berfungsi menentukan siapa yang bertransaksi (*who can trade*), apa yang dapat ditransaksikan (*what they can trade*), dan kapan, di mana, bagaimana transaksi dijalankan (*when, where, and how they can trade*). Bursa efek juga menentukan informasi apa saja seputar *orders*, *quotations*, dan *trades*, kapan informasi itu dilihat, dan siapa yang dapat mengakses info tersebut.

Reilly & Brown (2006) menjabarkan pasar efek yang baik sebaiknya meliputi beberapa karakteristik seperti adanya: 1) Informasi yang akurat & tepat waktu tersedia tentang harga & volume dari transaksi historis; 2) Likuiditas yang tinggi artinya aset dapat dibeli atau dijual dengan cepat pada harga yang mendekati harga-harga dari transaksi sebelumnya; 3) Transaksi dengan biaya rendah, termasuk biaya pasar, biaya pialang & biaya transfer aset (disebut *efisiensi internal*), dan 4) Harga menyesuaikan diri secara cepat terhadap informasi, di mana harga yang terjadi adalah wajar karena merefleksikan seluruh informasi yang tersedia tentang aset tersebut (disebut *efisiensi eksternal*).

Pasar modal Indonesia dimulai ketika Pemerintah Hindia Belanda mendirikan bursa efek di Batavia pada akhir tahun 1912. Efek-efek yang diperdagangkan dalam bursa ini terdiri atas saham-saham dan obligasi yang diterbitkan perusahaan milik Belanda yang beroperasi di Indonesia, obligasi Pemerintah Hindia Belanda dan efek-efek Belanda yang lain. Pendirian bursa efek oleh pemerintah Belanda tersebut bertujuan untuk memobilisasi dana dalam rangka membiayai perkebunan milik Belanda yang saat itu sedang dikembangkan

besar-besaran di Indonesia. Pendirian bursa efek di Batavia tersebut diikuti dengan pendirian bursa efek di Semarang dan Surabaya dalam tahun 1925. Dengan berbekal pengalaman bursa efek di negeri Belanda yang cukup lama, bursa efek yang didirikan tersebut mengalami perkembangan yang cukup pesat sampai akhirnya kegiatannya terhenti akibat pecahnya Perang Dunia Kedua.

Selanjutnya, memasuki era kemerdekaan, bursa efek Indonesia kembali diaktifkan dengan diterbitkannya obligasi Pemerintah RI tahun 1950. Untuk memantapkan keberadaan bursa efek tersebut, maka pemerintah mengeluarkan UU Darurat tentang Bursa No. 13 Tahun 1951 yang kemudian ditetapkan dengan UU No. 15 tahun 1952. Penyelenggaraan bursa efek yang dibuka di Jakarta tersebut dilakukan oleh Perserikatan Perdagangan Uang dan Efek-efek (PPUE) di mana Bank Indonesia terlibat sebagai penasihat. Untuk lebih mengukuhkan pelaksanaan pasar modal, diciptakan Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. Pada akhirnya, Indonesia memiliki pasar saham terintegrasi yang dinamakan Bursa Efek Indonesia (BEI) atau *Jakarta Stock Exchange*. Bursa efek ini merupakan gabungan dari PT Bursa Efek Jakarta dan PT Bursa Efek Surabaya pada tanggal 3 Desember 2007 secara resmi.

Dahlan Siamat (2005) menuliskan bursa efek kembali tidak mengalami perkembangan pada dekade 1970-an. Pemerintah berusaha kembali mengaktifkannya dengan membentuk Badan Pelaksana Pasar Modal yang sejak tahun 1991 berubah menjadi Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM). Perkembangan pasar modal dapat dikatakan cukup baik sampai tahun 1983, di mana sebanyak 23 perusahaan telah melakukan emisi saham dan 1 perusahaan melakukan emisi obligasi dengan nilai emisi seluruhnya mencapai Rp117 miliar.

Untuk mendorong perusahaan melakukan emisi, pemerintah memberikan keringanan atas pajak perseroan sebesar 10-20% selama 5 tahun sejak perusahaan bersangkutan *go public*. Selain itu, investor perorangan WNI yang membeli saham melalui pasar modal tidak dikenakan pajak pendapatan atas *capital gain*, pajak atas bunga, dividen, royalti, dan pajak kekayaan atas nilai saham/ bukti penyertaan modal. Tapi, selama periode 1983-1987, Bursa Efek kembali tidak bergairah yang disebabkan oleh peraturan rasio laba bersih dengan modal sendiri untuk terakhir minimal 10%, penetapan harga (*pricing*) saham diteliti Bapepam,

dan pemeriksaan secara ketat oleh Bapepam terhadap emiten. Pemerintah memberikan solusi berupa Paket 24 Desember 1987 yang intinya berkaitan dengan kemudahan syarat *go public*, dihapuskannya *fee* pendaftaran, investor asing boleh membeli saham, dan kemudahan lainnya. Selanjutnya dalam Pakto 27, 1988 yang berkaitan dengan usaha pengembangan pasar modal adalah dikenakannya pajak atas bunga deposito/tabungan secara final sebesar 15%.

Selanjutnya, Bursa Efek Indonesia mengalami perkembangan yang baik terutama sejak dilakukan sistem otomasi perdagangan pada tanggal 25 Mei 1995. Semua indikator perdagangan seperti nilai, volume dan frekuensi transaksi menunjukkan pertumbuhan yang luar biasa. Pada tahun 2007, rata-rata nilai transaksi telah mencapai angka di atas Rp 4,3 triliun per hari. Bahkan pada tahun 2008, sampai dengan semester pertama, rata-rata nilai transaksi harian meningkat menjadi Rp 5,6 triliun. Meskipun pada semester II, terjadi penurunan karena ada krisis *subprime* di Amerika yang mempengaruhi semua bursa di dunia tidak terkecuali Indonesia, akan tetapi rata-rata nilai transaksi pada tahun 2008 masih lebih tinggi dari tahun 2007 yaitu sebesar Rp 4,5 triliun.

Angka-angka tersebut meningkat luar biasa jika dibandingkan dengan awal-awal swastanisasi bursa efek atau sebelum diberlakukan otomasi perdagangan. Pada tahun 1994, rata-rata nilai transaksi hanya sebesar Rp 104 miliar per hari. Hal ini berarti dalam kurun waktu 14 tahun rata-rata nilai transaksi harian telah meningkat sebesar lebih kurang 4.000%.

1. 1. 2. Reksa Dana dan Reksa Dana Saham

Menurut Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995, pasal 1 ayat 27, Reksa Dana didefinisikan sebagai "*wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi.*" Dalam Undang-Undang tersebut dimuat ketentuan peraturan yang berkaitan dengan Reksa Dana yaitu bentuk-bentuk Reksa Dana yang dapat diterbitkan di Indonesia. Bentuk Reksa Dana tersebut adalah Perseroan dan Kontrak Investasi Kolektif (KIK). Sejak ditetapkannya ketentuan instrumen investasi tersebut dalam UU Pasar Modal, perkembangan Reksa Dana meningkat secara pesat baik dari segi jenis, NAB, jumlah unit penyertaan maupun emiten, terutama pada Reksa Dana yang berbentuk Kontrak Investasi Kolektif.

William F. Sharpe (1995) mengatakan, Reksa Dana menyediakan dua fasilitas yang memudahkan bagi investor untuk memenuhinya, yang juga merupakan kelebihan dari Reksa Dana, yakni: “*for an individual, there are two advantages for investing in such companies instead of investing directly in the financial assets that companies own. Specifically the advantages arise from: (1) economic of scale, and (2) professional management*”.

Meskipun tetap mengandung risiko, Reksa Dana saat ini telah menjadi produk investasi yang semakin diminati masyarakat dan memberikan *return* yang relatif lebih besar setelah dikurangi sejumlah biaya dan *management fees*. Seiring semakin menurunnya tingkat suku bunga tabungan atau deposito bank, pengetahuan dan minat masyarakat untuk berinvestasi pada produk Reksa Dana semakin meningkat dan menyebar luas.

Reksa Dana di Indonesia mengalami pertumbuhan yang cukup pesat. Pada tahun 1996, jumlah Reksa Dana di Indonesia baru sebanyak 25 Reksa Dana. Dua belas tahun kemudian, pada Desember 2008, jumlah Reksa Dana di Indonesia telah mencapai 567 Reksa Dana. Jumlah Reksa Dana sebanyak tersebut meliputi jenis Reksa Dana Saham, Reksa Dana Pendapatan Tetap, Reksa Dana Pasar Uang, Reksa Dana Campuran, Reksa Dana Terproteksi, dan Reksa Dana Indeks.

Reksa Dana saham memiliki tantangan tersendiri baik sebagai pilihan investasi maupun sebagai objek penelitian. Serupa dengan *underlying assets*-nya, Reksa Dana saham merupakan investasi berkarakteristik *high risk-high return*. Reksa Dana Saham adalah Reksa Dana yang sekurang-kurangnya 80% investasinya diletakkan dalam efek ekuitas (saham). Efek saham umumnya memberikan potensi hasil yang lebih tinggi berupa *capital gain* melalui pertumbuhan harga-harga saham.

Sebagian investor memang melakukan investasi langsung pada saham. Tapi hal itu tidak mudah mengingat dibutuhkan analisis yang tajam dalam pemilihan saham, juga dana yang besar untuk melakukan diversifikasi serta diperlukannya waktu untuk terus mengobservasi kondisi pasar. Maka dari itu, berinvestasi pada saham-saham yang terdiversifikasi dalam suatu portofolio, seperti halnya Reksa Dana saham, termasuk langkah yang tepat untuk meminimalisir risiko.

Reksa Dana saham merupakan alternatif yang menarik bagi investor yang mengerti potensi investasi pada saham untuk jangka panjang, sehingga dana yang digunakan adalah dana untuk kepentingan jangka panjang. Sehingga fluktuasi nilai investasinya dalam jangka pendek, tidak membuatnya gusar dan bertindak merugikan diri sendiri. Maka dari itu, diperlukan pemahaman bahwa investasi saham merupakan investasi jangka panjang dan ada risiko yang menyertainya.

Di Indonesia, Reksa Dana saham kurang begitu diminati investor. Berdasarkan data Bapepam, produk yang diserap investor hingga akhir tahun 2005 sebagian besar merupakan produk-produk Reksa Dana Pendapatan Tetap. Nilainya mencapai sekitar 47% dari NAB Reksa Dana pada saat itu. Setelah krisis yang terjadi pada industri Reksa Dana Indonesia, pada akhir tahun 2006 proporsi Reksa Dana mengalami perubahan. NAB Reksa Dana Pendapatan Tetap berada pada kisaran 37%, sedangkan sekitar 20% hingga 25% dari keseluruhan NAB Reksa Dana merupakan produk Reksa Dana Terproteksi, suatu produk Reksa Dana yang diluncurkan untuk mengurangi tekanan *redemption* yang demikian besar. Sedangkan proporsi investasi Reksa Dana Saham cenderung berada pada angka 16%-17% dari total dana kelolaan seluruh jenis Reksa Dana.

Seperti yang telah diuraikan, Reksa Dana saham cenderung memiliki NAB yang fluktuatif sehingga pilihan ini dapat dikatakan kurang “aman”. Sebagai contoh, selama periode Januari-Desember 2008, rata-rata *return* bulanan dari Reksa Dana Saham memiliki nilai yang sangat fluktuatif dari *return* bulanan tertinggi 10,12% dan *return* bulanan terendah mencapai -32,42%.

Melihat kinerja historis selama beberapa tahun terakhir yang sangat bervariasi, maka investor perlu lebih berhati-hati dalam memilih Reksa Dana saham karena pemilihan Reksa Dana saham akan menentukan *return* yang akan diperoleh investor. Di samping itu, Reksa Dana saham dengan *return* tertinggi belum tentu merupakan Reksa Dana terbaik karena setiap investasi selalu harus dilihat sisi risiko dan kemampuannya dalam mengungguli pasar.

1. 1. 3. Perkembangan Reksa Dana di Indonesia

Reksa dana di Indonesia sudah ada sejak tahun 1977 melalui PT Danareksa. Produk yang ditawarkan masih belum bervariasi seperti sekarang dan penyebarannya masih terbatas pada kalangan tertentu. Walau produknya sudah lama ada, kegiatan investasinya tergolong masih baru. Untuk instrumen investasi seperti Reksa Dana itu sendiri baru mulai muncul di Indonesia pada tahun 1995 ketika muncul BDNI Reksa Dana Tertutup dari PT. BDNI. Saat itu PT BDNI menawarkan 600 juta lembar saham pada harga Rp500 dengan nilai nominalnya sebesar Rp500 per lembar saham.

Dalam penerbitan Reksa Dana Tertutup, setelah Reksa Dana tersebut menawarkan unit kepemilikan, yang disebut dengan saham, di mana jumlahnya tetap, Reksa Dana ini menutup pintu bagi investor baru yang ingin membeli saham tersebut. Bila terdapat sisa saham yang tidak terbeli oleh investor, saham tersebut dapat dibeli oleh pengelola Reksa Dana atau oleh pihak lain yang terkait dalam penawaran umum tersebut. Setelah proses penawaran umum, tidak ada lagi saham yang diterbitkan oleh Reksa Dana. Selanjutnya, saham Reksa Dana tersebut dicatatkan di Bursa Efek Jakarta.

Kemudian, investor yang ingin memiliki saham tersebut diharuskan membeli dari pihak lain yang memiliki saham tersebut, bukan dari penerbit Reksa Dana. Harga dari Reksa Dana Tertutup ditentukan oleh penawaran dan permintaan yang terjadi melalui mekanisme pasar, bukan oleh Nilai Aktiva Bersih-nya. Sehingga perdagangan Reksa Dana Tertutup tidak ubahnya seperti mekanisme Penawaran Umum Perdana suatu saham setelah Penawaran Umum.

Seiring dengan dikeluarkannya Undang-Undang Pasar Modal tahun 1996, Reksa Dana mulai terlihat tumbuh secara aktif. Hal ini terlihat dari terdapatnya 4 (empat) Reksa Dana baru yang mendapat izin dari Bapepam untuk ditawarkan kepada masyarakat. Tiga Reksa Dana diterbitkan oleh PT. Danareksa, yang merupakan Badan Usaha Milik Negara, dan satu Reksa Dana dengan jenis Reksa Dana Pasar Uang yang diterbitkan oleh PT. BDNI Securities.

Memasuki awal tahun 2000, perkembangan Reksa Dana ditunjukkan dengan pertumbuhan total NAB yang dari Rp 2,7 triliun mencapai Rp 5,5 Triliun dalam kurun waktu 4 tahun. Selain itu, jumlah pemodal yang melakukan investasi

terus bertambah hingga mencapai 2 kali lipatnya dalam waktu 4 tahun hingga mencapai 39.487 pemodal dari 2.441 pemodal (baik lembaga maupun perorangan).

Dalam kurun waktu 2 tahun berikutnya, tepatnya pada tahun 2002, Laporan Bapepam melaporkan, terjadi peningkatan signifikan terhadap jumlah dana kelolaan Reksa Dana yang meningkat sebesar 837% mencapai Rp 46,06 Triliun. Berlanjut sampai dengan tahun 2004, nilai dana kelolaan telah lebih dari Rp 116 Triliun. Selama itu pula, jumlah Reksa Dana yang beredar pun bertambah. Hingga penghujung akhir 2004, jumlah Reksa Dana yang beredar mencapai angka 246. Jumlah pemodal yang melakukan investasi pun terus bertambah seiring dengan berjalannya waktu. Bila dibandingkan dengan periode awal tahun 1996 yang hanya 2.441 pemodal, pada penghujung akhir 2004 sudah mencapai 299.063 pemodal. Hal tersebut berarti jumlah pemodal yang berinvestasi di Reksa Dana telah bertambah sebanyak 296.622 pemodal atau meningkat sebesar 12.152% yang dicapai hanya dalam kurun waktu 8 (delapan) tahun.

Total aset Reksa Dana bahkan pernah mencapai Rp 110 triliun, yaitu pada periode awal tahun 2005. Namun, keadaan ini tidak berlangsung lama. Bapepam menyatakan pada akhir Desember 2005 dana kelolaan Reksa Dana menurun *tajam* menjadi Rp 27 Triliun. Penurunan ini dikarenakan berbagai faktor yaitu keadaan ekonomi yang diindikasikan dengan perubahan inflasi yang berakibat pada perubahan tingkat bunga yang mengalami kenaikan terus sampai level 12,75 persen, perubahan nilai tukar mata uang negara kita terhadap negara lainnya terutama pada US Dollar, dan pemahaman investor atas Reksa Dana yang belum sebaik investasi pada saham maupun deposito.

Setelah mengalami penurunan Nilai Aktiva Bersih (NAB) yang demikian besar pada pertengahan tahun 2005, industri Reksa Dana di pasar modal Indonesia kembali membaik. Dari data Bapepam, NAB Reksa Dana pada akhir tahun 2007 mendekati nilai Rp 90 triliun setelah sebelumnya hanya bergerak pada kisaran Rp 30 triliun pada kuartal ketiga tahun 2005.

Sayangnya pemulihan pasar Reksa Dana tidak berlangsung lama. Memasuki tahun 2008, pertumbuhan Nilai aktiva bersih (NAB) Reksa Dana ikut terhenti ketika krisis finansial global melanda pasar modal dalam negeri. Bapepam

melaporkan NAB Reksa Dana pada akhir Desember 2008 turun 18,74% dibanding akhir Desember 2007. Jika pada tahun 2007 NAB reksa dana sebesar Rp 92,19 triliun, maka pada akhir 2008 menjadi Rp 74,35 triliun. Namun, jumlah unit penyertaan Reksa Dana selama tahun 2008 tetap mengalami pertumbuhan sebesar 14,78%. Jumlah unit penyertaan pada tahun 2007 yang sebesar 53,59 miliar meningkat menjadi 61,51 miliar unit penyertaan pada tahun 2008.

Meski NAB menurun, jumlah Reksa Dana di Indonesia tahun 2008 mengalami peningkatan yang cukup signifikan, dari 473 Reksa Dana pada akhir tahun 2007 menjadi 567 Reksa Dana di akhir 2008 atau naik 19,8%. Bapepam telah memberikan pernyataan efektif di tahun 2008 kepada 213 Reksa Dana yang meliputi 83 Reksa Dana Konvensional dan 130 Reksa Dana Terproteksi diikuti persetujuan atas 34 Reksa Dana penyertaan terbatas, dan persetujuan untuk pembubaran 118 Reksa Dana. Begitu juga manajer investasi berkembang dari 30 manajemen pada tahun 1996 menjadi 94 manajemen pada Desember 2008.

Dari uraian di atas, dapat disimpulkan bahwa industri Reksa Dana Indonesia belum dapat dikatakan stabil. Berdasarkan pengamatan dari tahun ke tahun, fluktuasi Nilai Aktiva Bersih per unit cenderung dipengaruhi oleh faktor eksternal dan kebijakan pemerintah, seperti nilai suku bunga dan kondisi perekonomian nasional maupun global. Tidak hanya itu, agen penjual yang salah dalam memasarkan Reksa Dana, dan kurangnya pemahaman investor mengenai produk Reksa Dana turut menjadi faktor menurunnya NAB Reksa Dana.

Maka dari itu, untuk memahami Reksa Dana di Indonesia, perlu dilakukan pengkajian berupa penelitian dan analisis yang mendalam seputar Reksa Dana dan Manajer Investasi-nya, baik dari segi karakteristik, kinerja maupun prospek untuk masa depan.

1. 2. Perumusan Masalah

Reksa Dana umumnya masih memiliki sejumlah kelemahan yang meliputi:

1) Dikenakannya biaya/ *management fees* yang akan mengurangi profit, 2) Performa Reksa Dana sebagian bergantung pada kemampuan manajer investasi dalam hal memilih dan mengelola investasi yang bagus, 3) Investor tidak berperan dalam seleksi produk investasi, dan ada kemungkinan manajer investasi memilih investasi yang tidak sesuai dengan preferensi investor, dan terakhir, 4) Reksa Dana rawan akan penipuan. Sudah banyak kasus penuntutan terhadap sejumlah perusahaan investasi yang dianggap menipu.

Khusus untuk poin 3 dan 4, investor tentunya akan menderita kerugian apabila mereka tidak dapat mengenal Reksa Dana-nya dengan baik atau Reksa Dana yang mereka miliki ternyata berinvestasi pada sektor-sektor yang tidak mereka inginkan. Sharpe (1992) menyatakan investor yang menaruh dananya pada Reksa Dana memiliki dua jenis eksposur, yaitu eksposur yang berasal dari jumlah uang yang ditanamkan pada berbagai Reksa Dana dan eksposur dari jenis aset yang diinvestasikan oleh manajer investasi Reksa Dana tersebut.

Komposisi surat berharga yang dimiliki oleh manajemen investasi untuk membentuk portofolio biasanya cenderung tetap. Misalnya pada Reksa Dana Saham, sebagian manajer investasi cenderung menanamkan dananya pada saham-saham konsumsi, sedangkan manajer investasi lainnya lebih senang menanamkan dananya pada saham pertanian, dan sebagainya. Pola di mana manajemen investasi sebuah Reksa Dana mengalokasikan dananya pada sektor tertentu inilah yang disebut sebagai gaya investasi (*style*).

Gaya investasi atau *style* tersebut menghasilkan eksposur. Jadi, apabila *style* Reksa Dana adalah saham-saham barang konsumsi, maka eksposur Reksa Dana tersebut adalah saham barang konsumsi. Hingga saat ini para investor Reksa Dana hanya mendapat laporan imbal hasil dari investasinya di Reksa Dana tapi tidak dapat mengetahui pada aset apa saja dananya diinvestasikan. Penentuan alokasi aset tersebut sangat penting karena akan menentukan eksposur dan risiko dari Reksa Dana tersebut. Apabila investor dapat mengukur eksposur ini, mereka akan dapat menyesuaikan investasi mereka ke dalam Reksa Dana yang sesuai

dengan tingkat risiko mereka. Karenanya, permasalahan pertama dapat diungkapkan sebagai berikut:

1. Faktor apa yang menjadi eksposur dan menjadi penentu pergerakan return Reksa Dana?

Seperti yang dikemukakan sebelumnya, komposisi jenis saham secara berkala cenderung tidak diungkapkan dengan jelas sehingga investor tidak dapat mengetahui apa saja yang mempengaruhi Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana. Tapi, analisis *management style* akan menunjukkan apakah Reksa Dana tersebut cenderung diinvestasikan pada saham-saham yang besar atau saham-saham kecil, dan turut mengidentifikasi sektor industri apa yang menjadi fokus investasi, apakah saham-saham yang berasal dari sektor pertanian, pertambangan, industri dasar, atau lainnya.

Di sisi lain, melihat perkembangan nilai indeks saham dan NAB Reksa Dana yang fluktuatif selama 5 tahun terakhir, analisis *management style* tidak perlu hanya dilakukan satu kali, melainkan secara periodik mewakili kondisi pasar modal pada saat itu. Investor perlu memantau apakah tren eksposur Reksa Dana turut berubah seiring berubahnya kondisi pasar modal (*bullish* dan *bearish*). Maka dari itu, pertanyaan untuk hal ini adalah:

2. Bagaimana perkembangan eksposur Reksa Dana dari waktu ke waktu?

Tidak hanya eksposur, analisis *style* terhadap Reksa Dana juga dapat mengukur tingkat keaktifan manajemen investasi dalam mengelola dananya. Apabila sebuah Reksa Dana lebih dipengaruhi *style*-nya berarti dapat diduga bahwa manajer investasi tidak terlalu aktif mengelola reksa dana-nya. Apabila sebaliknya, dalam kondisi variasi *return* tidak dapat diterangkan oleh *style*, artinya manajer secara aktif cenderung melakukan *selection*, yaitu merubah-rubah pola investasinya pada waktu tertentu. Maka, perumusan masalah dari hal ini adalah:

3. Seberapa aktif manajer investasi di Indonesia mengelola Reksa Dana-nya?

Selain itu, penelitian ini berfokus pada permasalahan kurangnya informasi kepada investor seputar Reksa Dana. Saat ini informasi yang tersedia di media masa hanyalah nilai aktiva bersih dari Reksa Dana. Sedangkan ukuran kinerja yang sering dipublikasikan oleh manajer investasi hanya membandingkan kinerja Reksa Dana yang dikelolanya dengan IHSG atau Indeks LQ45 yang tidak secara spesifik membandingkan kinerja Reksa Dana dengan eksposur yang dihadapi. Maka, pertanyaan yang muncul dari permasalahan ini adalah:

4. Bagaimana cara mengukur kinerja Reksa Dana dengan menggunakan style Reksa Dana tersebut sebagai benchmark?

Sebagai pembanding, di samping mengukur kinerja reksa berbasis *style benchmark*, akan dilakukan juga pengukuran kinerja Reksa Dana dengan metode konvensional (*risk-adjusted method*). Hal ini untuk menjawab apakah dua pendekatan yang berbeda tersebut merekomendasikan Reksa Dana unggulan yang sama. Perbandingan ini berguna untuk memberikan informasi yang selengkapnyanya kepada investor. Pertanyaan yang dapat dirumuskan dari persoalan ini adalah:

5. Apakah pengukuran kinerja Reksa Dana berbasis style akan memberikan rekomendasi yang sama dengan metode yang konvensional?

1. 3. Tujuan Penelitian

Penelitian ini memiliki tujuan umum dan tujuan khusus. Secara umum, tujuan dari penelitian ini adalah: 1) Memberikan warna baru dalam penelitian Reksa Dana di Indonesia, 2) Menyampaikan gambaran kegiatan penilaian kinerja Reksa Dana di Indonesia, dan 3) Menghasilkan temuan tentang perbandingan kinerja Reksa Dana di Indonesia. Sedangkan tujuan khusus penelitian ini meliputi:

1. Menganalisis gaya investasi/ eksposur Reksa Dana sehingga dapat diketahui kelompok papan apa dan sektor saham industri apa yang menjadi pilihan manajer investasi dalam berinvestasi.
2. Memantau dan menganalisis perubahan eksposur Reksa Dana secara periodikal dalam lima tahun terakhir.

3. Mengetahui seberapa aktif manajer investasi mengelola Reksa Dana-nya berdasarkan model *style* dan *selection*.
4. Mengukur kinerja manajer investasi dalam mengelola Reksa Dana berdasarkan pendekatan *style* dan *selection*.
5. Komparasi hasil pengukuran *style* tersebut dengan hasil dari pengukuran konvensional/ *risk-adjusted method*.

1. 4. Manfaat Penelitian

Secara umum, penelitian ini diharapkan dapat memberi kontribusi yang bermanfaat sebagai bahan pertimbangan berbagai pihak dalam mengenal eksposur investasi pada instrumen Reksa Dana, mengingat *style analysis* belum populer di Indonesia. Setiap pihak, dari investor individu sampai perusahaan/ institusi lainnya dapat merasakan manfaat dari *style analysis* untuk memajukan Reksa Dana. Lebih jauh lagi, manfaat dari dilakukannya penelitian *style* ini dijabarkan sebagai berikut:

1. Bagi investor, penelitian ini membantu investor dan para pelaku bisnis untuk memahami gaya investasi sebuah Reksa Dana seperti kebijakan investasi dan objektif-nya, serta menilai tingkat keaktifan manajemen investasi tersebut, supaya investor dapat memastikan apakah Reksa Dana pilihannya sudah sesuai dengan preferensi masing-masing dan menjadi semakin mengenali risiko dari Reksa Dana pilihannya.
2. Manfaat lain bagi investor dan para pelaku bisnis adalah penelitian ini juga memaparkan bagaimana cara mengukur kinerja Reksa Dana, dalam hal ini kemampuan manajer investasi untuk meningkatkan *return* Reksa Dana di atas *return style*-nya. Dengan mengetahui kemampuan manajer investasi, investor dapat memilih Reksa Dana mana yang memiliki manajer investasi unggulan.
3. Bagi manajer investasi Reksa Dana, penelitian ini akan memperkenalkan suatu inovasi dalam mengukur kinerja dan keaktifan manajemen investasi itu sendiri, serta dapat mengukur efektifitas strategi aktif yang mereka terapkan. Selain itu, setiap manajer investasi dapat mengenali strategi kompetitornya masing-masing sehingga kompetensi setiap manajer investasi dapat ditingkatkan.

4. Bagi Bapepam dan Bursa Efek, penelitian ini menyumbang informasi untuk membaca tren aktivitas dan pergerakan pasar dari sisi eksposur sehingga dapat Bapepam dapat memprediksi tren pasar selanjutnya dari sisi eksposur untuk menciptakan kebijakan yang sesuai dengan kondisi bursa modal pada setiap periode.

5. Dalam lingkungan akademisi, penelitian ini dapat digunakan sebagai salah satu bahan referensi dalam mengembangkan kualitas ilmu pengetahuan pasar modal, khususnya dalam mengkaji gaya investasi Reksa Dana dan pengukuran kinerja terkait mengingat penelitian *style analysis* masih sedikit dan aplikasinya belum populer di Indonesia.

1. 5. Ruang Lingkup Penelitian

Ruang lingkup yang membatasi penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Fokus penelitian adalah *Return Based-Style Analysis* Reksa Dana Saham (*open end funds*) dan aktif selama 5 tahun terakhir (terhitung dari bulan April 2004 sampai dengan bulan Maret 2009).
2. Reksa Dana yang dijadikan sampel dalam penelitian ini dibatasi menjadi satu jenis saja, yaitu Reksa Dana saham (*equity funds*) yang aktif dalam kurun waktu 5 tahun terakhir, dari April 2004 sampai dengan Maret 2009. Reksa Dana Saham yang berdiri setelah tahun 2006 tidak akan dimasukkan dalam objek penelitian untuk menghindari *survivorship bias*. Hanya *survivor funds* yang menjadi obyek penelitian.
3. Alasan dipilihnya Reksa Dana Saham karena sifatnya yang *high risk-high return*. Reksa Dana Saham rata-rata dapat menghasilkan *excess return* yang lebih tinggi dibandingkan jenis *funds* lainnya, tapi tingkat risikonya lebih tinggi sehingga dalam pengelolaannya diperlukan strategi, solusi dan penelitian yang lebih dalam.
4. Nilai NAB Reksa Dana Saham, termasuk data-data pendukung terkait, memakai data bulanan sesuai dengan replikasi jurnal Sharpe dan jurnal-jurnal lain yang meneliti *style* pada umumnya.
5. Pengolahan data difokuskan untuk 4 hal, yaitu 1) Penentuan Eksposur Reksa Dana Saham, 2) *Rolling window* Reksa Dana secara periodikal untuk melihat

konsistensi eksposur, 3) Evaluasi kinerja Reksa Dana Saham berdasarkan *Return-Based Style Analysis*, dan 4) Komparasi kinerja Reksa Dana Saham antara pendekatan *style* dengan pendekatan konvensional seperti *Risk-Adjusted Performance*.

6. Penentuan eksposur Reksa Dana Saham dilakukan satu kali dengan periode 5 tahun. Model yang digunakan adalah algoritma *quadratic regression*.

7. *Rolling window* akan dilakukan setiap bulan selama 30 bulan terakhir dengan memakai *style* 30 bulan sebelumnya sehingga akan ada 30 titik *rolling window*.

8. Evaluasi kinerja Reksa Dana Saham diukur dari *abnormal return* antara *return* aktual dengan *return* estimasi dari portofolio *style*.

9. Hasil pemeringkatan dari metode *style* kemudian dibandingkan dengan metode evaluasi lain yang lebih konvensional/tradisional seperti *Risk-Adjusted Performance* yang terdiri atas Sharpe Index, Treynor Index, dan Jensen's Alpha. Perbandingan tidak bertujuan untuk menentukan metode mana yang lebih baik.

10. Analisis signifikansi hasil penelitian (khususnya dalam uji t) dilakukan menggunakan tingkat kepercayaan statistik, yaitu dengan $\alpha = 5\%$.

1. 6. Metode Penelitian

Uraian prosedural teknis penelitian ini meliputi:

1. **Penelitian Kepustakaan:** jenis studi yang dipilih adalah penelitian kepustakaan yakni melalui studi buku teks, jurnal ilmiah, tesis, skripsi, makalah, majalah, koran, laporan periodikal dari institusi keuangan, situs-situs investasi dan lain-lain.

2. **Penelitian Lapangan:** selain studi kepustakaan dilakukan pula studi lapangan, guna mengumpulkan data-data yang digunakan dalam penelitian, seperti data NAB & pembagian uang tunai Reksa Dana serta data-data nilai indeks pasar saham dan tingkat bunga SBI. Penelitian dilakukan juga dengan mempertimbangkan ketersediaan data & waktu penyelesaian penelitian.

3. **Pembahasan & Analisis Data:** pengumpulan & pengolahan data yang didapat kemudian diproses sesuai dengan asumsi-asumsi penelitian. Setelah itu dilakukan analisis data sebagai interpretasi atas hasil olahan data & untuk memaparkan temuan penelitian lebih lanjut.

1. 7. Sistematika Penulisan

Penulisan penelitian akan terdiri dari lima bab utama, dan pembahasan pada masing-masing bab adalah sebagai berikut:

Bab I: Pendahuluan

Bab ini merupakan bagian pertama dalam penulisan skripsi ini yang berisikan latar belakang penelitian, perumusan masalah, ruang lingkup penelitian, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

Bab II: Studi Literatur

Bab ini akan berisikan tinjauan literatur mengenai teori-teori dan konsep-konsep yang berkaitan dengan portofolio dan Reksa Dana, beberapa indikator yang dapat digunakan untuk mengukur kinerja Reksa Dana, model yang digunakan untuk *style analysis*, serta pembahasan singkat mengenai penelitian sebelumnya yang dijadikan sebagai rujukan dalam melakukan penelitian ini.

Bab III: Metodologi Penelitian

Bab ini menjelaskan mengenai objek dari penelitian ini, prosedur pemilihan sampel, data penelitian, model dan variabel penelitian, prosedur dalam menganalisis *style* Reksa Dana.

Bab IV: Analisis Penelitian

Bab ini memaparkan hasil temuan dari penelitian yang dilakukan dan menjelaskan analisis terhadap temuan yang diperoleh dari hasil penelitian pada sampel Reksa Dana mengenai evaluasi kinerja dan *style* Reksa Dana Saham di Indonesia.

Bab V: Kesimpulan dan Saran

Bab ini berisikan kesimpulan atas hasil penelitian serta saran-saran terkait dengan penelitian *style* yang diharapkan dapat berguna bagi penelitian selanjutnya.