

**PERSISTENSI DAN KONSISTENSI KINERJA REKSADANA DI
INDONESIA**

Rika Desiyanti

Email: rikadyanti@yahoo.com

Universitas Bung Hatta

Abstract: *Investment Activity of mutual fund is fund gathering from all investor and managed by investment manager with forming portfolio. This research test related between past performance with the future performance of mutual fund with the test persistence. This research also test what there is consistency model at measurement of performance of mutual fund in Indonesia. There are three model used in measuring performance of mutual fund, that is Index Sharpe, index Treynor and index Jensen. Sampel in this research is all of share fund. Mutual of share Fund selected because having compared to higher level return three other type mutual fund. Result of research shown in the Indonesia there are abnormal return at mutual fund. This indicate that the investment manager earn to predict of movement of price sekuritas so that can obtain abnormal return. There is related between past performance with the future performance. This matter explain that historical performance of mutual fund become the especial consideration of investor in chosening mutual fund. There are not consistency among index Sharpe, index Treynor and index Jensen in measuring performance of mutual fund in Indonesia*

Keywords: *Persistence, consistency, performance of mutual fund, Index Sharpe, Treynor and Jensen.*

PENDAHULUAN

Reksadana merupakan salah satu alternatif investasi bagi investor kecil atau investor yang tidak banyak memiliki waktu dan kemampuan untuk menghitung risiko atas investasi yang dilakukan. Kegiatan investasi pada reksadana adalah penghimpunan dana dari investor dan dikelola oleh manajer investasi dengan membentuk portfolio. Reksadana walaupun tergolong baru di Indonesia, yaitu diperkenalkan pada tahun 1995 namun dapat berkembang dengan pesat.

Manfaat dari reksadana antara lain: dengan jumlah modal yang relatif kecil, investor dapat memiliki portfolio yang sudah didiversifikasi; biaya dan waktu yang

digunakan yang harus dikerahkan untuk mengevaluasi suatu investasi sudah dialihkan pada manajer investasi profesional yang memperoleh izin dari BAPEPAM (Badan Pengawas Pasar Modal) sehingga investor dapat memiliki investasi yang efisien; dan manfaat fleksibilitas yaitu investor dapat mencairkan dananya kapan saja sesuai dengan kebutuhannya.

Kemudahan untuk dapat berinvestasi melalui reksadana hanya membutuhkan dana awal sekitar Rp 200.000, serta masih luasnya pasar reksadana di Indonesia. Dengan adanya kemudahan tersebut investor bisa menginvestasikan dananya melalui reksadana, namun untuk memilih jenis reksadana yang diinginkan investor merupakan hal yang menjadi dasar pertimbangan untuk memilih reksadana. Menurut Moedak (2005) Laporan *Investment Company Institute* yang melakukan penilaian atas investor di Amerika dalam memilih Reksadana menyebutkan bahwa 75% atau alasan terbesar adalah karena kinerja reksadana tersebut, 69% karena pertimbangan risiko, disusul masing-masing oleh tujuan investasi (49%), portofolio surat berharga (46%), biaya (43%), investasi minimum (35%), biaya pembelian (27%), profil manajer investasi (25%), besarnya *Net Asset Value* (24%), dan yang terakhir jumlah asset yang dikelola sebesar 17%.

Penelitian ini ingin menguji keterkaitan antara kinerja masa lalu dan kinerja masa depan pada reksadana di Indonesia dengan menggunakan uji persistensi. Persistensi *test* adalah menguji hubungan antara reksadana dimasa lalu dengan perkiraan kinerja reksadana di masa depan, hubungan tersebut dapat bersifat positif yaitu kinerja masa lalu yang *outperform* akan menghasilkan kinerja masa depan yang *outperform*, kinerja masa lalu yang *underperform* akan menghasilkan kinerja masa depan yang *underperform*, dan bersifat negatif yaitu; kinerja yang *outperform* dimasa lalu akan menghasilkan kinerja yang *underperform*. kinerja yang *underperform* dimasa lalu akan menghasilkan kinerja yang *outperform*.

Grinblatt dan Titman (1992) menemukan adanya persistensi yang positif dalam kinerja reksadana, Hendricks, Patel dan Zeckhauser (1993) menemukan adanya persistensi dalam reksadana dalam bukti yang sangat kuat untuk periode evaluasi selama satu tahun. Elton, Gruber dan Blake (1996) menyimpulkan bahwa informasi masa lalu mempengaruhi masa depan, reksadana yang berkinerja baik di

masa lalu cenderung untuk berkinerja baik di masa yang akan datang dengan dasar *Risk Adjusted*.

Selain penelitian yang mendukung adanya persistensi kinerja reksadana ada juga penelitian yang menolak adanya persistensi, antara lain Jensen (1968) dalam penelitiannya mengukur *kinerja mutual funds* (reksa dana) pada periode 1945 – 1964, terhadap 115 perusahaan reksadana terbuka disimpulkan bahwa secara rata-rata tidak terdapat kemampuan manager investasi dalam memprediksi harga saham, sehingga tidak terdapat *abnormal return*.

Selain ingin menguji apakah ada persistensi kinerja reksadana di Indonesia, penelitian ini juga ingin melihat apakah ada konsistensi model pada pengukuran kinerja reksadana di Indonesia. Terdapat tiga model yang digunakan dalam mengukur kinerja reksadana yaitu Indeks Sharpe, Indeks Treynor dan Indeks Jensen. Dari ketiga model tersebut apakah memberikan hasil pengukuran kinerja yang sama atau dengan kata lain, apakah terdapat konsistensi model pada pengukuran reksadana di Indonesia.

Penelitian sebelumnya mengenai konsistensi model di Indonesia pernah dilakukan oleh Shun'an (2001), dengan membandingkan antara periode sebelum krisis dan periode setelah krisis, dengan periode waktu penelitian selama 2 tahun yaitu pada tahun 1997 sampai dengan tahun 1998. Hasilnya menunjukkan bahwa terdapat inkonsistensi model dari Indeks Sharpe, Indeks Treynor dan Indeks Jensen ketika diaplikasikan pada reksadana Indonesia sebelum dan semasa krisis ekonomi. Penelitian ini mencoba menguji penggunaan ketiga model tersebut pada reksadana Indonesia pada kondisi ekonomi yang relatif “lebih stabil” daripada periode penelitian sebelumnya.

TINJAUAN PUSTAKA

Evaluasi Kinerja Portfolio

Tujuan dilakukannya evaluasi kinerja portfolio adalah untuk mengetahui apakah *return* portfolio yang telah dibentuk (setelah dikurangi biaya-biaya) sudah mampu mengkompensasi tingkat risiko yang harus ditanggung oleh investor. Selain itu evaluasi kinerja portfolio akan memungkinkan investor mengidentifikasi apakah portfolio yang telah terbentuk mampu memberikan tingkat *return* yang lebih tinggi

dibanding dengan *return* portfolio lainnya dan apakah *return* tersebut sesuai dengan tingkat risiko yang ditanggung.

Ada beberapa faktor yang perlu diperhatikan dalam mengevaluasi kinerja portfolio (Tandelilin 2010): 1) Tingkat risiko, semakin tinggi risiko tingkat suatu investasi semakin tinggi pula tingkat return yang diharapkan oleh investor. Sehingga dalam mengevaluasi kinerja portfolio harus memperhatikan apakah tingkat *return* yang dihasilkan sudah dapat menutup risiko yang ditanggung; 2) Periode waktu, Dalam menilai kinerja suatu investasi perlu diperhatikan periode waktu yang digunakan karena kalau terdapat perbedaan periode investigasi akan menghasilkan perbedaan hasil atau penilaian kesimpulan yang berbeda; 3) Penggunaan *benchmark* yang sesuai. Dalam penilaian kinerja investasi perlu melakukan perbandingan antara kinerja portfolio dengan suatu alternatif portfolio lain yang relevan, portfolio itu secara akurat dapat mencerminkan tujuan yang ingin dicapai oleh investor; 4) Tujuan investasi, evaluasi kinerja portfolio harus memperhatikan tujuan yang ditetapkan oleh investor. Tujuan investasi yang berbeda akan mempengaruhi kinerja portfolio yang dikelolanya.

Metode yang dipakai dalam penelitian adalah *risk adjusted performance* (Tandelilin 2010): 1) Indeks sharpe, sering juga disebut *dengan reward to variability ratio*. Indeks sharpe mendasarkan perhitungannya pada konsep garis pasar (*capital market line*) sebagai patok duga yaitu dengan cara membagi premi risiko portfolio dengan standar deviasinya; 2) Indeks Treynor, merupakan ukuran kinerja portfolio yang sering disebut juga *reward to volatility ratio*. Asumsi yang digunakan oleh Treynor adalah bahwa portfolio sudah terdiversifikasi dengan baik sehingga risiko yang dianggap adalah risiko sistematis (yang diukur oleh beta); 3) Indeks Jensen, menunjukkan *return* aktual yang diperoleh portfolio dengan tingkat *return* yang diharapkan jika portfolio tersebut berada pada pasar modal.

Pengukuran kinerja reksadana di Indonesia pernah dilakukan oleh Setyaningsih (2002) dengan menggunakan metode Indeks Sharpe, perbandingan reksadana di Indonesia periode 1997-1999 dan menyimpulkan ada perbedaan yang relevan antara reksadana pasar uang, reksadana saham, reksadana obligasi, dan

reksadana campuran pada tingkat signifikansi 10%. Namun pada tingkat signifikansi 5% tidak terdapat perbedaan antara kinerja reksadana tersebut.

Selain itu Shun'an (2001) menyimpulkan bahwa terdapat inkonsistensi dari ketiga model ini saat diaplikasikan pada reksadana Indonesia sebelum dan sesudah krisis ekonomi. Pada perekonomian yang sehat tidak ditemukan adanya sensitivitas *benchmark* pada reksadana Indonesia, sedangkan pada krisis ditemukan adanya sensitivitas *benchmark* pada reksadana Indonesia. Kesimpulannya adalah Indeks Sharpe yang mampu mendeteksi adanya perbedaan antara kinerja reksadana sebelum dan semasa krisis.

Reksadana

Menurut Tandelilin (2010) reksadana (*mutual fund*) adalah sertifikat yang menjelaskan bahwa pemiliknya menitipkan sejumlah dana pada perusahaan reksadana, untuk digunakan sebagai modal yang digunakan untuk berinvestasi baik di pasar modal atau pasar uang. Semua dana yang dihimpun akan dikelola oleh manajer investasi dengan membentuk portfolio.

Reksadana dapat dibedakan menjadi dua yaitu: 1) Reksadana tertutup (*closed ended*). Pada reksadana tertutup setelah dana yang dihimpun mencapai jumlah tertentu maka reksadana tersebut akan ditutup. Dengan demikian investor tidak dapat menarik kembali dana yang telah diinvestasikan. 2) Reksadana terbuka. Pada reksadana terbuka investor dapat menginvestasikan dana atau menarik dananya dari reksadana tersebut selama reksadana tersebut masih aktif. Dengan demikian investor dapat menjual kembali reksadana yang telah dibeli atau perusahaan reksadana dapat membeli kembali reksadana yang telah dijual. Reksadana yang digunakan dalam penelitian ini adalah reksadana terbuka. Setiap melakukan investasi tentu ada risikonya demikian juga halnya dengan reksadana.

Terdapat beberapa risiko dalam melakukan investasi dalam melakukan reksadana (Pratomo dan Nugraha 2004) yaitu; 1) Risiko berkurangnya nilai penyertaan. Nilai unit penyertaan reksadana bisa naik atau turun sejalan dengan kenaikan atau penurunan harga surat berharga ekuitas dan surat berharga hutang yang menjadi investasi reksadana tersebut; 2) Risiko perubahan kondisi ekonomi dan

politik. Sebagaimana terjadi saat krisis moneter, kepercayaan investor asing akan investasi di Indonesia menjadi berkurang, sehingga mereka menjual portfolio surat berharganya dan membawa uang hasil penjualan tersebut ke luar negeri. Akibatnya harga surat berharga di Indonesia turun dengan tajam sehingga nilai aktiva bersih reksadana yang paling terdiversifikasi pun akan turun harganya; 3) Risiko likuiditas reksadana terbuka. Perusahaan manajemen investasi wajib (PMI) membeli kembali unit penyertaan dari investor. Untuk memenuhi kewajiban ini PMI bisa menjual sebagian portfolio investasinya. Kalau pada suatu saat PMI tidak mempunyai jumlah uang tunai yang cukup besar untuk membeli kembali unit penyertaan kembali investor dan pada saat yang sama PMI tersebut kesulitan untuk menjual portfolio investasinya, PMI tersebut diijinkan untuk memperoleh pinjaman guna melunasinya. Namun, pinjaman tersebut dibatasi dan disesuaikan dengan kondisi PMI yang bersangkutan. Artinya kalau setelah meminjam sejumlah dana yang dikelolanya dan penjualan kembali oleh investor terus berlangsung, maka bisa jadi penjualan kembali tersebut tertunda sampai kondisi memungkinkan. 4) Risiko wanprestasi. Risiko ini muncul jika ada pihak terkait seperti emiten, bank kustodian, pialang atau agen penjual yang gagal memenuhi kewajibannya. Kegagalan pihak terkait dalam melunasinya dapat mempengaruhi nilai aktiva bersih reksa dana. 5) Risiko yang berkaitan dengan peraturan. Terdapat beberapa batasan dalam berinvestasi reksana dalam melindungi investor tetapi disisi lain dapat menjadi bumerang, misalnya tidak bolehnya membeli surat berharga di luar negeri, sehingga pasar modal Indonesia merosot tajam saat krisis berlangsung, Pengelola reksadana tidak bisa memindahkan dananya kepasar modal luar negeri yang lebih baik.

Dengan adanya risiko tersebut investor harus berhati-hati dalam memilih perusahaan reksadana, karena investor akan menanggung kerugian bahkan kehilangan modalnya jika perusahaan reksadana yang dipilih melakukan kesalahan dalam mengelola modal. Reksadana Indonesia dibagi dalam 4 kategori (Pratomo dan Nugraha 2004). Pertama, Reksadana Pasar Uang (RDPU). Reksadana pasar uang didefinisikan sebagai reksadana yang melakukan investasi seratus persen surat berharga pada pasar uang. Surat berharga pasar uang sendiri didefinisikan sebagai surat berharga-surat berharga hutang yang berjangka waktu kurang dari 1 tahun.

Secara umum, instrumen yang termasuk dalam kategori ini adalah deposito, SBI, Obligasi, serta surat berharga hutang lainnya dengan jatuh tempo kurang dari 1 tahun. RDPU merupakan reksadana dengan tingkat risiko paling rendah. Di lain pihak potensi keuntungan reksadana ini juga terbatas. Hasil investasi reksadana pasar uang umumnya mirip dengan tingkat suku bunga deposito, karena hampir sebagian besar portfolio investasi reksadana pasar uang terdiri dari deposito.

Kedua, Reksadana Pendapatan Tetap (RDPT). Reksadana pendapatan tetap (RDPT) adalah reksadana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dari portfolio yang dikelolanya dalam surat berharga yang bersifat hutang. Surat berharga bersifat hutang umumnya memberikan penghasilan dalam bentuk bunga, seperti deposito, SBI, obligasi dan instrumen lainnya. Umumnya RDPT di Indonesia memanfaatkan instrumen obligasi sebagai bagian terbesar investasinya. Reksadana pendapatan tetap memiliki karakteristik hasil investasi yang lebih besar daripada RDPU, Sementara risiko RDPT lebih besar daripada RDPU.

Reksadana pendapatan tetap cocok untuk tujuan investasi jangka menengah dan panjang (3 tahun) dengan risiko menengah. Umumnya RDPT memberikan keuntungan berupa uang tunai (dividen) yang dibayarkan secara teratur, misalnya 3 Bulanan, 6 Bulanan, Atau Tahunan.

Ketiga, Reksadana Saham (RDS). Reksadana saham (RDS) adalah reksadana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dari portofolio yang dikelolanya kedalam efek yang bersifat ekuitas (saham). Surat berharga saham umumnya memberikan potensi hasil yang lebih tinggi berupa *capital gain* melalui pertumbuhan harga-harga saham dan juga hasil lain berupa dividen.

Pasar saham yang sangat berfluktuatif membuat investor harus berfikir untuk berinvestasi pada saham. Tidak sedikit masyarakat memiliki persepsi bahwa investasi pada saham lebih cenderung spekulatif. Terlepas dari persepsi tersebut, secara teori dan berdasarkan pengalaman yang sudah dibuktikan di seluruh pasar modal di dunia, investasi pada saham adalah jenis investasi jangka panjang yang sangat menjanjikan. Dibandingkan dengan RDPU dan RDPT, reksadana saham memberikan potensi pertumbuhan nilai investasi yang lebih besar, demikian juga risikonya. Reksadana saham menjadi alternatif menarik bagi investor yang mengerti potensi investasi pada

saham untuk jangka panjang, sehingga dana yang digunakan untuk berinvestasi merupakan dana untuk kebutuhan jangka panjangnya.

Keempat, Reksadana Campuran. Tidak seperti RDPU, RDPT dan RDS yang mempunyai batasan alokasi investasi yang boleh dilakukan, reksadana campuran dapat melakukan investasinya baik pada surat berharga hutang maupun ekuitas dan porsi alokasi yang lebih fleksibel. Reksadana campuran adalah reksadana yang melakukan investasi pada ekuitas dan surat berharga hutang. Reksadana campuran yang bersifat fleksibilitas baik dari jenis pemilihan investasinya serta komposisi alokasinya reksadana campuran dapat berorientasi pada saham, obligasi atau bahkan ke pasar uang. Reksadana campuran dapat menjadi alternatif bagi investor yang mengkehendaki komposisi yang terdiri dari sekaligus surat berharga ekuitas (saham) dan surat berharga hutang (deposito dan obligasi) dengan komposisi tertentu. Secara teoritis, potensi hasil dan risiko reksadana campuran dapat berada ditengah-tengah reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham.

Menurut Pratomo dan Nugraha (2004) reksadana memberikan banyak manfaat dan kemudahan kepada investor antara lain: a) Akses kepada instrumen investasi yang sulit untuk dilakukan sendiri: seperti saham, obligasi, dan instrumen lainnya. B) Pengelolaan investasi yang profesional oleh manajer investasi yang sudah berpengalaman serta administrasi investasi yang dilakukan oleh bank kustodian. Melalui reksadana investor memberikan kepercayaan kepada manajer investasi dan bank kustodian untuk mengelola dananya, sehingga investor akan terbebas dari pekerjaan menganalisis, memonitor, serta melakukan administrasi yang rumit. c) Diversifikasi investasi yang sulit dilakukan sendiri karena keterbatasan dana, namun dapat dilakukan oleh reksadana melalui dukungan dana dari sekian banyak investor yang berkumpul dalam suatu wadah. d) Hasil investasi dari reksadana bukan merupakan objek pajak, karena kewajiban pajak sudah dipenuhi oleh reksadana selain itu pendapatan instrumen investasi tertentu, saat ini *coupon* dari obligasi, bukan merupakan objek pajak bagi reksadana, sehingga investor reksadana pun dapat turut memanfaatkannya. e) Likuiditasnya tinggi, karena unit penyertaan (satuan investasi) reksadana dapat dipilih dan dicairkan setiap hari bursa melalui manajer investasi. f) Dana investasi yang dibutuhkan relatif kecil.

Reksadana Saham Dan Tolak Ukurnya

Menurut Pratomo dan Nugraha (2004) Reksadana saham adalah reksadana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dari portfolio yang dikelolanya kedalam efek yang bersifat ekuitas (saham). Efek saham umumnya memberikan potensi hasil yang lebih tinggi berupa *capital gain* melalui pertumbuhan harga-harga saham. Selain hasil dari *capital gain*, efek saham juga memberikan hasil lain berupa dividen.

Investasi pada saham adalah investasi jangka panjang yang menjanjikan. Dalam jangka panjang akan memberikan hasil investasi yang lebih besar daripada deposito maupun obligasi, namun dalam jangka pendek terdapat risiko karena harga-harga saham yang selalu berfluktuasi. Dibandingkan dengan reksadana pasar uang dan reksadana pendapatan tetap, reksadana saham memberikan potensi pertumbuhan nilai investasi yang lebih besar, demikian juga risikonya. Reksadana saham menjadi alternatif bagi investor yang mengerti potensi investasi pada saham untuk jangka panjang, sehingga dana yang digunakan untuk berinvestasi merupakan dana untuk kebutuhan jangka panjangnya. Dengan demikian risiko fluktuasi nilai investasinya yang mungkin saja suatu saat akan menjadi negatif dalam jangka pendek. Jadi selain harus mengerti bahwa investasi saham merupakan investasi jangka panjang, investor juga harus mengerti dan bersedia menerima risiko investasi yang menyertainya.

Kinerja ReksaDana

Standarisasi pengukuran kinerja perlu agar kinerja suatu reksadana dapat dibandingkan dengan yang lainnya. Publikasi mengenai kinerja reksadana akan menjadi masukan yang berharga bagi investor untuk mengambil keputusan. Pengukuran kinerja reksadana hanya didasarkan atas perubahan nilai aktiva bersih perunit dan ada tidaknya pembagian keuntungan. Kinerja reksadana dapat diukur dengan hanya menghitung berdasarkan laba total saja (return) atau yang lebih baik lagi adalah dengan melibatkan juga pengukuran risiko. Pengukuran kinerja dengan melibatkan faktor risiko memberikan informasi yang lebih mendalam bagi investor

tentang sejauh mana suatu hasil atau kinerja yang diberikan oleh manajer investasi dikaitkan dengan risiko yang diambil untuk mencapai kinerja tersebut.

Penggunaan indeks kinerja dimaksudkan untuk kebutuhan presentasi kinerja dalam bentuk grafik dan perbandingan dengan suatu tolak ukur. Di Indonesia, khususnya untuk pasar saham indeks pasar saham yang sudah dikenal adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), LQ 45. Indeks saham tersebut sering digunakan sebagai tolak ukur atau pembanding dari suatu kinerja portofolio saham atau reksadana saham dan reksadana campuran yang berorientasi pada saham. Kinerja reksadana dapat diukur dengan menghitung total return dengan melibatkan faktor risiko dalam mencapai kinerja tersebut. Selain melihat return, reksadana juga harus melihat tingkat risiko dalam melakukan portofolionya. Selain itu melihat kinerja suatu reksadana dapat dilihat dari Nilai Aktiva Bersih (NAB).

Telaah Penelitian Terdahulu

Sharpe (1966) seperti yang dikutip oleh Moedak (2005) mengukur kinerja reksadana dengan meranking reksadana menurut rasio Sharpe yaitu periode 1944-1953 dan 1954-1963 dan menemukan hubungan yang positif signifikan walaupun tidak sempurna antara kedua periode tersebut. Kesimpulan penelitiannya adalah kinerja masa lalu tidak memberikan prediksi apapun untuk kinerja masa depan. Jensen (1968) dengan menggunakan Jensen alpha menguji kinerja reksadana dan tidak menemukan adanya persistensi kinerja. Carlson (1970) seperti yang dikutip oleh Moedak (2005) menguji *equity mutual fund* selama periode 1948-1967 dan menemukan tidak adanya persistensi untuk 10 tahun pada *risk adjusted return*. Grinblat dan Titman (1992) menemukan adanya persistensi dalam kinerja reksadana. Shun'an (2001) membandingkan antara 2 periode sebelum krisis dan periode setelah krisis menemukan bahwa terdapat inkonsistensi model dari Index Sharpe, Indeks Treynor dan Indeks Jensen ketika diaplikasikan pada reksadana sebelum dan sesudah krisis ekonomi.

Hipotesis

Jensen (1968) melakukan penelitian tentang pengujian kemampuan manajer investasi dalam memperoleh *abnormal return* dengan menggunakan Jensen alpha. Hasil penelitian menunjukkan bahwa manajer investasi tidak dapat memprediksi pergerakan harga sekuritas di masa yang akan datang sehingga tidak memperoleh *abnormal return*, berdasarkan hal tersebut maka dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H1: Tidak terdapat *abnormal return* dalam perdagangan reksadana di Indonesia.

Salah satu alasan investor memilih reksadana adalah karena kinerjanya. Sharpe (1966) seperti yang dikutip oleh Moedak (2005) dengan menggunakan rasio Sharpe untuk mengukur kinerja reksadana menemukan bahwa kinerja masa lalu tidak memberikan prediksi apapun untuk kinerja masa depan. Sedangkan indeks Jensen menguji kinerja reksadana dan tidak menemukan adanya persistensi kinerja, dan dengan melihat perkembangan pasar reksadana di Indonesia yang masih tergolong baru dan terbatasnya informasi mengenai kinerja masa lalu maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H2: Tidak ada keterkaitan antara kinerja reksadana dimasa lalu dengan kinerja masa depan.

Indeks Sharpe menggunakan standar deviasi sebagai denominator dari *excess return*. Sharpe memperhitungkan total risiko (risiko sistematis dan risiko tidak sistematis dalam mengukur kinerja reksadana. Berbeda dengan Indeks Sharpe, Indeks Jensen dan Treynor hanya menggunakan risiko sistematis dengan asumsi bahwa semua portofolio sudah terdiversifikasi dengan sempurna. Shun'an (2001) membandingkan antara 2 periode sebelum krisis dan periode setelah krisis menemukan bahwa terdapat inkonsistensi model dari Index Sharpe, Indeks Treynor dan Indeks Jensen ketika diaplikasikan pada reksadana sebelum dan sesudah krisis ekonomi. Dari uraian tersebut dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H3: Tidak terdapat konsistensi Indeks Sharpe, Indeks Treynor, dan Indeks Jensen dalam mengukur kinerja reksadana di Indonesia.

METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah semua reksadana saham. Reksadana saham dipilih sebagai sampel karena mempunyai return yang lebih tinggi dibandingkan tiga jenis reksadana saham lainnya. Metode pengambilan sampel adalah dengan *purposive sampling* yaitu dengan nilai aktiva bersih perusahaan..

Data yang digunakan dalam penelitian adalah: nilai aktiva bersih bulanan reksadana saham, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), Rata-rata harian suku bunga SBI (Sertifikat Bank Indonesia. Data-data ini diperoleh dari harian bisnis Indonesia, publikasi-publikasi dari BAPEPAM-LK (Badan pengawas pasar modal dan lembaga keuangan) dan BEI (Bursa Efek Indonesia) serta sumber data lainnya.

Untuk mengukur persistensi kinerja reksadana digunakan Indeks Jensen karena Indeks Jensen merupakan Indeks yang menunjukkan perbedaan antara tingkat *return* aktual yang diperoleh dengan tingkat *return* yang diharapkan jika portfolio tersebut berada pada garis pasar modal.

Pengujian hipotesis pertama (H1) untuk melihat adanya abnormal return berbeda dari 0 maka diadakan pengujian metode *parametrik compare mean one sample T test*. Adanya *abnormal return* diindikasikan dengan rata-rata abnormal return adalah positif dan signifikan. Jika nilai α negatif atau sama dengan nol maka hipotesis nol ditolak dan hipotesis alternatif diterima berarti tidak terdapat abnormal *return* dalam perdagangan reksadana (H1). Atau dengan kata lain jika nilai signifikansi $< \alpha$ maka H0 ditolak Ha diterima dan sebaliknya jika nilai signifikansi $> \alpha$ maka H0 diterima Ha ditolak.

Untuk menguji hipotesis kedua (H2) dilakukan uji persistensi dengan 3 (tiga) cara. Pertama, membagi jangka waktu penelitian *return* reksadana kedalam dua sub periode. Kedua, menghitung semua abnormal *return* dari setiap reksadana untuk setiap sub periode; dan ketiga, menghitung slope *coefficient abnormal return* yang dihasilkan pada perhitungan sub periode kedua dengan abnormal *return* yang dihitung pada sub periode pertama dalam regresi. T statistik yang positif signifikan untuk *slope coefficient* ini atau nilai signifikansi $< \alpha$ maka akan menolak hipotesis nol bahwa kinerja masa lalu tidak berkaitan dengan kinerja masa depan dan mendukung hipotesis alternatif bahwa kinerja masa lalu berkaitan dengan kinerja masa depan dan

sebaliknya. Jika nilai signifikansi $> \alpha$ maka akan menerima hipotesis nol bahwa kinerja masa lalu tidak berkaitan dengan kinerja masa depan dan menolak hipotesis alternatif bahwa kinerja masa lalu secara berkaitan dengan kinerja masa depan

Untuk menguji hipotesis ketiga (H3) digunakan ketiga model pengukuran kinerja yaitu Indeks Sharpe, Indeks Treynor, dan Indeks Jensen. Nilai kinerja (K) yang dihitung dengan menggunakan ketiga model tersebut ditabulasikan dan diuji konsistensinya dengan *test of concordance kendalls W* melalui bantuan program SPSS. *Test of concordance* akan mendeteksi sejauh mana kesesuaian hasil evaluasi dari ketiga model tersebut. Nilai W dalam uji ini berkisar antara 0,00 sampai dengan 1,00. Semakin tinggi nilai W hingga mendekati angka 1,00 maka semakin konsisten model-model yang digunakan. Untuk menerima atau menolak hipotesis nol dilakukan dengan F test.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Untuk menguji hipotesis pertama, pengujian dilakukan dengan menggunakan uji one sample test. Hasilnya dapat dilihat dari Tabel 1 berikut;

Tabel 1. Uji One Sample Test

	<i>Abnormal Return</i>
<i>Test Value = 0 t</i>	1,415
<i>df</i>	41
<i>Sig (2-tailed)</i>	0,165
<i>Mean Difference</i>	0,706
<i>95%Confidence interval</i>	-0,030
<i>Lower of differences Upper</i>	0,171

Sumber: Hasil pengolahan data

Dari Tabel 1 dapat dilihat terjadinya Abnormal return (AR) reksadana saham karena dari hasil *compare mean one*, nilai sig menunjukkan 0,165 yang berarti lebih besar dari nilai sig 5% berarti H_0 diterima dan H_a ditolak. H_1 ditolak sehingga terdapatnya abnormal return pada reksadana di Indonesia

Dalam hal ini manajer investasi di Indonesia mampu menangkap perubahan di pasar, dan mampu memprediksi kondisi pasar. Hal ini menunjukkan bahwa manajer

investasi reksadana Indonesia dapat memperbesar return terus menerus relatif return pasar sehingga akan memperoleh abnormal return. Manajer investasi yang melakukan portfolio reksadana dapat memperoleh abnormal return yang selanjutnya akan menguntungkan investor. Dengan berinvestasi pada reksadana, investor dengan dana yang relatif tidak besar serta dengan adanya keunggulan reksadana lainnya, maka investor dapat memperoleh abnormal return atau return ekstra.

Untuk membuktikan hipotesis kedua digunakan regresi yaitu dengan melakukan regresi kinerja 1 terhadap kinerja 2 yang dijelaskan oleh Tabel 2 berikut:

Tabel 2. Uji regresi

Model	Unstandardized Coefficient		Standardized Coefficient	t	Sig
	B	Std Error	Beta		
(Constant)	-0,066	0,053		-1,246	0,228
Kinerja 1	-0,004	0,127	-0,008	-0,035	0,972

Dependent Variable: Kinerja 2

Sumber: Hasil pengolahan data

Pada Tabel 2 didapat nilai sig $> \alpha$ dan juga ditunjukkan oleh nilai t statistik yang negatif. Maka H_0 diterima dan H_a ditolak, berarti hipotesis yang diajukan tidak diterima. Hal ini menjelaskan adanya keterkaitan antara kinerja dimasa lalu dengan kinerja dimasa yang depan. Hal ini menjelaskan bahwa kinerja historis reksadana menjadi pertimbangan utama bagi investor dalam memilih kinerja reksadana. Kinerja masa lalu merupakan salah satu petunjuk bagi reksadana tersebut dimasa yang akan datang. Pratama dan Nugraha (2004) mengatakan bahwa lebih dari 70% responden memilih reksadana berdasarkan kinerja yang telah dihasilkan. Informasi mengenai kinerja bermanfaat bagi investor sehingga dalam memilih reksadana investor dapat memilih reksadana yang baik. Meskipun banyak alternatif lain untuk berinvestasi tetapi paling tidak reksadana menunjukkan eksistensi yang meyakinkan di Indonesia.

Penelitian ini didukung oleh Grinblat dan Titman (1992) yang menemukan adanya persistensi yang positif dalam kinerja reksadana. Hendricks, Patel dan Zeckhauser (1993) menemukan adanya persistensi yang positif dalam kinerja reksadana dalam bukti yang sangat kuat untuk periode evaluasi selama satu tahun yang berarti kinerja reksadana masa lalu mempengaruhi kinerja di masa yang akan datang. Elton, Gruber dan Black (1996) juga menyimpulkan bahwa informasi masa

lalu mempengaruhi masa depan. Reksadana yang berkinerja baik di masa lalu cenderung mempunyai kinerja yang baik dimasa yang akan datang dengan dasar *risk adjusted*.

Untuk melakukan uji H3 digunakan ketiga model pengukuran kinerja yaitu Indeks Sharpe, Indeks Treynor, dan indeks Jensen. Nilai kinerja yang dihitung dengan menggunakan ketiga mode tersebut ditabulasikan dan diuji konsistensinya dengan *test of concordance Kendall W*, yang dapat dilihat pada Tabel 3 berikut:

Tabel 3 .Test of Concoordance Kendal W

N	42
Kendall's W	0,317
Chi-Square	26,619
df	2
Asymp.Sig	0,000

Kendall's Coefficient of Concordance

Sumber: Hasil pengolahan data

Pada Tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai W adalah 0,137 masih jauh dibawah 1. Semakin tinggi nilai W hingga mendekati 1 maka semakin konsisten model-model yang digunakan. Nilai W pada Tabel 3 menunjukkan tingkat konsistensi yang rendah antara model-model yang digunakan. Hal ini diperkuat oleh nilai $asym\ sig < \alpha$ yang menolak H_0 dan menerima H_a pada tingkat signifikansi α 1%, berarti tidak terdapat konsistensi Indeks Sharpe, Indeks Treynor dan Indeks Jensen dalam mengukur kinerja reksadana di Indonesia.

Hasil penelitian ini didukung oleh Shun'an (2001) yang membandingkan antara 2 periode sebelum krisis dan periode setelah krisis, menemukan bahwa terdapat inkonsistensi model dari Indeks Sharpe, Indeks Treynor dan Indeks Jensen ketika diaplikasikan pada reksadana sebelum dan sesudah krisis ekonomi.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian yang telah diuraikan maka dapat diambil simpulan sebagai berikut: 1) Di Indonesia terdapat abnormal return pada reksadana. Hasil menunjukkan bahwa manajer investasi dapat memprediksi pergerakan harga sekuritas sehingga dapat memperoleh abnormal return. 2) Ada keterkaitan antara

kinerja dimasa lalu dengan kinerja dimasa depan. Hal ini menjelaskan bahwa kinerja historis reksadana dapat menjadi pertimbangan utama investor dalam memilih reksadana. 3) Tidak terdapat konsistensi indeks antara Indeks Sharpe, Indeks Treynor dan Indeks Jensen dalam mengukur kinerja reksadana di Indonesia.

Saran penelitian adalah sebagai berikut: 1) Data penggunaan sub periode yang digunakan dalam penelitian ini adalah bulanan. Walaupun periode pengukuran dapat dilakukan secara harian, mingguan, ataupun bulanan, namun penggunaan periode sub harian merupakan yang paling akurat, maka disarankan agar penelitian yang akan datang lebih menggunakan sub periode harian. 2) Walaupun hasil penelitian mengatakan bahwa ada keterkaitan antara kinerja dimasa lalu dengan kinerja dimasa depan, namun perlu dilakukan pemeringkatan indenpenden atas reksadana seperti yang telah dilakukan oleh pemeringkatan obligasi oleh Pefindo yang memuat secara berimbang kinerja sekaligus risiko dari reksadana yang bersangkutan. *Rating* atau pemeringkatan dapat membantu investor untuk merasa lebih nyaman dengan investasi yang dilakukan. Oleh karena itu disarankan agar ada sebuah lembaga indenpenden yang membuat suatu peringkat reksadana agar dapat berguna bagi invetor dalam berinvestasi dan bagi pihak akademispun dapat mengkalkulasi dan meneliti kinerja reksadana dengan lebih akurat lagi.

DAFTAR RUJUKAN

- Elton, Edwin J., and Gruber, Martin J., Blake, Christopher. (1996). The Persistence of Risk adjusted Mutual fund performance, *Journal of Business*, Vol 69, pp 133-157.
- Grinblatt, Mark dan Titman, Sheridan, (1992). The Persistence of Mutual Fund Performance, *The Journal of Finance*, Vol XLVII No 5 pp 1977-1984.
- Hendricks, Darryl., Patel, Jayendu., dan Zeckhauser, Richard. (1993). Hot Hands Mutual Funds: Short-Run Persistence of Relative Performance, 1974-1988, *The Journal of Finance*, Vol XLVIII, No.1 pp 93-130.
- Jensen, Michael C. (1968). The Performance of Mutual Funds in Period 1945-64. *The Journal of Finance*, XXIII, No 2, pp 389-416.

- Moedak, Anika, (2005). Analisis Persistensi dan Konsistensi Kinerja Reksadana di Indonesia, Thesis S2 Universitas Gadjah Mada Indonesia.
- Pratomo, Eko Priyo dan Nugraha, Ubaidillah, (2004). *Reksa Dana Solusi Perencanaan Investasi di Era Modern*, Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.
- Setyaningsih, (2002). Perbandingan Kinerja Reksadana di Indonesia periode 1997-1999, *Jurnal Riset Ekonomi dan Manajemen*, Vol 2 No.1, Hal 53-71.
- Shun'an, M, (2001). Analisis Kinerja Reksadana Indonesia (Studi Empiris Mengenai Konsistensi Model Pengujian Kinerja Reksadana serta sensitivitas Benchmark di Bursa Efek Jakarta), Thesis S2 Universitas Gadjah Mada Indonesia.
- Tandelilin, Eduardus, (2010). *Portofolio dan Investasi, Teori dan Aplikasi*. Edisi Pertama, BPFE, Yogyakarta.

