

## Reksadana dan Penilaian Efisiensi Pasar

Edi Pranyoto<sup>1)</sup>, Susanti<sup>2)</sup>

Dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis, IIB Darmajaya  
Jl. Zainal Abidin Pagar Alam No. 93 Kedaton, Bandar Lampung  
e-mail : edipranyoto@ darmajaya.ac.id<sup>1)</sup>, susanti@ darmajaya.ac.id<sup>2)</sup>

### Abstrak

Manajer investasi berusaha agar hasil investasi di Reksadana berada diatas Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). IHSG yang dijadikan sebagai pembanding ini disebut juga dengan benchmark. Pengelolaan Reksadana dengan target mengalahkan benchmark dikenal dengan strategi pengelolaan aktif atau *active management strategy*. Strategi tersebut mengharuskan manajer investasi secara aktif mengubah portofolionya dari waktu ke waktu sesuai dengan keadaan pasar agar keuntungan yang didapat menjadi maksimal. Baik buruknya kinerja Reksadana tidak diukur dari seberapa besar return yang dihasilkan ataupun dari seberapa kecil risiko fluktuasi harga tetapi dari selisih antara kinerja Reksadana dengan indeks acuan. Return indeks acuan yang lebih besar daripada return Reksadana menunjukkan kinerja market yang lebih baik daripada kinerja Reksadana Saham. Hal ini berarti bahwa tidak ada investor yang memperoleh keuntungan abnormal atau di sebut pasar efisien. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui kinerja Reksadana Saham dan Reksadana Indeks dalam penilaian tingkat efisiensi Pasar Modal Indonesia. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan melakukan analisis deskriptif. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Return indeks acuan lebih tinggi daripada return Reksadana saham hal ini menunjukkan kinerja market yang lebih baik daripada kinerja Reksadana Saham. Berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa tidak ada investor yang memperoleh keuntungan abnormal atau di sebut pasar efisien, hal ini mengindikasikan Pasar Modal Indonesia sudah efisien.

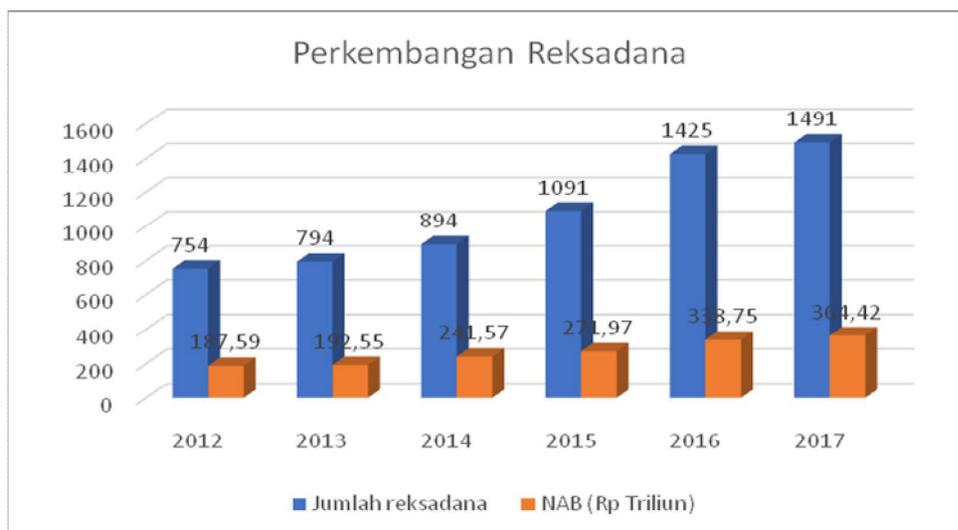
**Kata kunci:** Benchmark, reksadana, efisiensi pasar

### 1. Pendahuluan

Investasi semakin diminati oleh masyarakat Indonesia dan telah dilakukan oleh banyak orang, namun pada kenyataannya investasi bukan hal yang selalu dapat memberi kepuasan dan keuntungan, karena *return* yang diperoleh dari hasil investasi akan berbanding lurus dengan risiko yang akan didapatkannya. Semakin besar keuntungan yang akan didapatkan, maka semakin tinggi pula risiko kerugian yang akan diterima oleh investor.

Risiko (*risk*) merupakan besarnya penyimpangan atau residual antara tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) dengan tingkat pengembalian aktual (*actual return*) atau dapat ditafsirkan sebagai bentuk keadaan ketidakpastian tentang suatu keadaan yang akan terjadi nantinya dengan keputusan yang diambil berdasarkan berbagai pertimbangan saat ini [4]. *Return* dan risiko investasi merupakan dua kata yang tidak dapat dipisahkan, dimana risiko dan tingkat pengembalian tidak lepas dengan perhitungan portofolio.

Instrumen keuangan untuk meminimalisir risiko adalah dengan melakukan portofolio, portofolio dapat dilakukan dalam bentuk Reksadana. Reksadana merupakan wadah untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal (investor). Dana yang telah terkumpul tersebut nantinya akan diinvestasikan oleh manajer investasi, ke dalam beberapa instrumen investasi seperti saham, obligasi, atau deposito. Berdasarkan laporan OJK tahun 2017, jumlah reksadana dan jumlah Nilai Aktiva Bersih (NAB) reksadana mengalami peningkatan. Berikut disajikan perkembangan reksadana dari tahun 2012 sampai dengan tahun 2017, seperti pada gambar 1 berikut:



Gambar 1. Perkembangan Reksana di Indonesia tahun 2012-2017

NAB dan Jumlah Reksadana pada periode 2012 – 2016 meningkat masing-masing 80,58% dan 88,99% menjadi Rp338,75 triliun dan 1.425 Reksadana atau naik masing-masing 20,14% dan 22,25% setiap tahunnya. Pada triwulan I-2017, NAB terus melanjutkan peningkatan sebesar 7,58% menjadi Rp364,42 triliun. Semetara itu, terdapat peningkatan jumlah Reksadana pada triwulan I-2017 menjadi 1.491. Dalam perkembangan reksadana, pemerintah beberapakali menerapkan beberapa peraturan, diantaranya adalah peraturan mengenai diberlakukannya Kontrak Investasi Kolektif penyertaan terbatas dan pemberlakuannya Sistem Pengelolaan Investasi Terpadu.

Hal ini membuat manajer investasi bereaksi terhadap peraturan tersebut, karena peraturan tersebut terdapat akibat positif dan akibat negatif, sehingga dalam melakukan investasi dan untuk meminimalisir risiko investasi pada reksadana diperlukan keahlian manajer investasi dalam menentukan timing dan seleksi efek. Terdapat dua strategi dalam menentukan timing dan seleksi efek yang dapat ditempuh yaitu *strategic active management* dan *strategic passive management*.

Investasi dengan *strategic active management* mengharuskan manajer investasi secara aktif memilih dan mengubah portofolionya dari waktu ke waktu sesuai dengan keadaan pasar agar keuntungan yang didapat menjadi maksimal [5]. Kelemahan dari strategi ini adalah adanya banyak biaya transaksi serta beban operasi yang harus ditanggung oleh reksadana tersebut. Hal ini mengakibatkan hasil rata-rata kinerja reksadana tersebut menjadi rendah. Sedangkan *strategic passive management*, manajer investasi menyusun portofolionya dengan semua sekuritas saham yang menjadi penyusun indeks tersebut dan hanya mengubah portofolionya jika sekuritas saham yang terdapat dalam indeks tersebut berubah. Keuntungan dari strategi ini adalah biaya transaksi serta beban operasi yang harus ditanggung oleh reksadana tersebut menjadi lebih rendah karena aktivitas transaksinya rendah. Diharapkan dengan rendahnya biaya yang dikeluarkan maka keuntungan rata-rata yang didapat akan lebih besar. Berdasarkan hal tersebut, manajer investasi akan selalu berusaha keras agar hasil investasinya di Reksadana Indeks berada diatas Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

Manajer menggunakan IHSG sebagai pembanding, ini disebut juga dengan *benchmark*.. Pengelolaan Reksadana dengan target mengalahkan *benchmark* dikenal juga dengan strategi pengelolaan aktif atau *active management strategy*. Baik buruknya kinerja Reksadana ini tidak diukur dari seberapa besar *return* yang dihasilkan ataupun dari seberapa kecil risiko fluktuasi harga tetapi dari selisih antara kinerja Reksadana dengan indeks acuan. *Return* indeks acuan yang lebih besar daripada *return* Reksadana menunjukkan kinerja *market* yang lebih baik daripada kinerja Reksadana Saham. Artinya, tidak ada investor yang memperoleh keuntungan abnormal. Namun konsep pasar modal yang efisien pada kenyataannya sulit tercapai sehingga

dicari suatu konsep alternatif yang dapat diterima sebagai pengganti konsep efisiensi pasar modal yang sempurna. Pada efisiensi pasar yang sempurna, pasar sekuritas akan efisien dalam hal alokasi dan operasinya. Efisien dalam hal alokasi jika harga-harga ditentukan dimana *marginal rate of return* untuk semua perusahaan sama dengan *marginal rate of return* untuk investor. Pasar modal masih dapat dikatakan efisien apabila harga-harga sekuritas sepenuhnya dan secara spontan masih dapat mencerminkan segala informasi walaupun harus mengeluarkan biaya transaksi atau biaya informasi.

Pasar adalah pasar modal (*capital market*) dan pasar uang. Suatu pasar dikatakan efisien apabila tidak seorangpun, baik investor individu maupun investor institusi, akan mampu memperoleh return tidak normal (*abnormal return*), setelah disesuaikan dengan risiko, dengan menggunakan strategi perdagangan yang ada [2]. Artinya, harga-harga yang terbentuk di pasar merupakan cerminan dari informasi yang ada atau "*stock prices reflect all available information*". Ekspresi yang lain menyebutkan bahwa dalam pasar yang efisien harga-harga aset atau sekuritas secara cepat dan utuh mencerminkan informasi yang tersedia tentang aset atau sekuritas tersebut. Efisiensi pasar diukur seberapa jauh harga-harga sekuritas menyimpang dari nilai instrinsiknya [1]. Menguji efisiensi pasar pada kinerja reksadana, hasilnya adalah reksadana dengan pengeluaran yang tinggi menghasilkan tingkat pengembalian yang cukup tinggi untuk mengimbangi biaya yang lebih tinggi [3]. Reksadana menghasilkan tingkat pengembalian yang cukup tinggi untuk mengimbangi biaya penjualannya. Hal ini berarti bahwa reksadana efisien dalam perdagangan dan aktivitas dalam penyerapan informasi.

Memberikan bukti empiris bahwa secara keseluruhan dapat dikatakan pasar modal tidak efisien karena rata-rata Reksadana Saham individual mempunyai kinerja yang rendah dibandingkan kinerja pasar (*underperform*), akan tetapi kinerja Reksadana Saham secara keseluruhan lebih tinggi dibandingkan kinerja pasar [6]. Kinerja *market* yang lebih baik daripada kinerja Reksadana Saham mencerminkan pasar tersebut efisien [5]. Hal ini secara keseluruhan dapat dikatakan bahwa pasar modal efisien karena terdapat dua Reksadana Saham individual yang memiliki kinerja lebih baik daripada Reksadana Indeks LQ-45. Tetapi kinerja Reksadana Indeks LQ-45 secara keseluruhan berada di atas kinerja Reksadana Saham di Pasar Modal Indonesia.

Terdapat perbedaan hasil antara hasil perhitungan kinerja Reksadana Indeks dan Reksadana Saham tersebut, dimana pada penelitian Samsuri (2003) [6] menyatakan dalam hal ini secara keseluruhan pasar dikatakan belum efisien dikarenakan Reksadana Saham individual mempunyai kinerja yang rendah dibandingkan kinerja pasar (*underperform*) akan tetapi kinerja Reksadana Saham secara keseluruhan lebih tinggi dibandingkan kinerja pasar, sedangkan pada penelitian [5] dalam hal ini menyatakan secara keseluruhan pasar dikatakan efisien dikarenakan kinerja Reksadana Indeks LQ-45 berada di atas kinerja Reksadana Saham (secara keseluruhan). Perbedaan hasil ini memotivasi peneliti untuk kembali membuktikan secara empiris konsep alternatif yang dapat diterima sebagai pengganti konsep efisiensi pasar modal yang efisien.

Berdasarkan hasil uraian pada latar belakang dan masih terjadinya perbedaan penelitian mengenai penilaian efisiensi pasar pada reksadana, sehingga permasalahan dalam penelitian ini, adalah bagaimana analisis kinerja Reksadana Saham dan Reksadana Indeks dalam penilaian efisiensi Pasar Modal Indonesia?

Suatu pasar dikatakan efisien apabila tidak seorangpun, baik investor individu maupun investor institusi, akan mampu memperoleh *return* tidak normal (*abnormal return*), setelah disesuaikan dengan risiko, dengan menggunakan strategi perdagangan yang ada [2]. Harga-harga yang terbentuk di pasar merupakan cerminan dari informasi yang ada atau "*stock prices reflect all available information*".

Ekspresi yang lain menyebutkan bahwa dalam pasar yang efisien harga-harga aset atau sekuritas secara cepat dan utuh mencerminkan informasi yang tersedia tentang aset atau sekuritas tersebut. Kelompok informasi terbagi menjadi tiga, yaitu:

- (1) informasi harga saham masa lalu (*information in past stock prices*),
- (2) semua informasi publik (*all public information*),

- (3) semua informasi yang ada termasuk informasi orang dalam (*all available information including inside or private information*).

Masing-masing kelompok informasi tersebut mencerminkan sejauh mana tingkat efisiensi suatu pasar. Harga sekarang suatu saham (sekuritas) mencerminkan dua jenis informasi, yaitu informasi yang sudah diketahui dan informasi yang masih memerlukan dugaan. Informasi yang sudah diketahui meliputi dua macam, yaitu informasi masa lalu dan informasi saat ini (*current information*) selain juga kejadian atau peristiwa yang telah diumumkan tetapi masih akan terjadi. Terdapat beberapa kondisi yang dipenuhi dalam efisiensi pasar:

1. Banyak terdapat investor rasional dan berorientasi pada maksimisasi keuntungan yang secara aktif berpartisipasi di pasar dengan menganalisis, menilai, dan berdagang saham. Investor-investor ini adalah *price taker*, artinya pelaku itu sendiri tidak akan dapat mempengaruhi harga suatu sekuritas.
2. Tidak diperlukan biaya untuk mendapatkan informasi dan informasi tersedia bebas bagi pelaku pasar pada waktu yang hampir sama (tidak jauh berbeda).
3. Informasi diperoleh dalam bentuk acak, dalam arti setiap pengumuman yang ada di pasar adalah bebas atau tidak terpengaruh dari pengumuman yang lain.
4. Investor bereaksi dengan cepat dan sepenuhnya terhadap informasi baru yang masuk di pasar, yang menyebabkan harga saham segera melakukan penyesuaian.

Kondisi-kondisi di atas mungkin terkesan kaku atau akan sulit untuk dapat dipenuhi dalam kehidupan sehari-hari. Harus diakui bahwa akan sulit sekali untuk mewujudkan kondisi sebagaimana di atas. Walaupun demikian, perlu dipertimbangkan seberapa dekat kondisi-kondisi tersebut dengan kenyataan yang ada di pasar satu per satu.

Pasar modal yang efisien didefinisikan sebagai pasar modal yang harga sekuritas sekuritasnya mencerminkan semua informasi yang relevan. Terdapat tiga bentuk/tingkatan untuk menyatakan efisiensi pasar modal [2]:

1. Keadaan dimana harga-harga mencerminkan semua informasi yang ada pada catatan harga diwaktu yang lalu. Keadaan ini membuat pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan diatas normal dengan menggunakan *trading rules* yang berdasarkan atas informasi harga diwaktu yang lalu. Keadaan ini disebut sebagai bentuk efisiensi yang lemah (*weak form efficiency*).
2. Keadaan dimana harga-harga bukan hanya mencerminkan harga-harga diwaktu yang lalu, tetapi semua informasi yang dipublikasikan. Keadaan ini disebut sebagai bentuk efisiensi setengah kuat (*semi strong*). Para pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan diatas normal dengan memanfaatkan *public information*.
3. Efisiensi yang kuat (*strong forms*) dimana harga tidak hanya mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan, tetapi juga informasi yang bisa diperoleh dari analisa fundamental tentang perusahaan dan perekonomian. Pasar modal seperti rumah lelang yang ideal : harga selalu wajar dan tidak ada investor yang mampu memperoleh perkiraan yang lebih baik tentang harga saham. Kebanyakan pengujian bentuk ini dilakukan terhadap prestasi berbagai portofolio yang dikelola secara profesional.

Beaver (1989)[1], Efisiensi pasar diukur seberapa jauh harga-harga sekuritas menyimpang dari nilai instrinsiknya. Efisien tidaknya suatu pasar juga akan memberikan implikasi kepada investor dalam melakukan strategi investasinya, ketika pasar efisien pada saat itu kinerja Reksadana Indeks tidak berada dibawah kinerja Reksadana Saham. Untuk menguji pasar juga dibutuhkan pembandingan dan *benchmark* yang digunakan adalah *return* normal yang diperoleh pelaku pasar. *Return* hasil dari informasi kemudian dibandingkan dengan *return* normal. Jika hasilnya tidak menyimpang berarti pasar sudah efisien dan sebaliknya, jika hasilnya menyimpang maka pasar dikatakan tidak efisien.

## 2. Metode Penelitian

Teknik penarikan sampel penelitian ini adalah dengan menggunakan metode *purposive judgement sampling* yaitu sampel dipilih atas dasar kesesuaian karakteristik sampel dengan kriteria pemilihan sampel yang telah ditentukan. Sampel dalam penelitian ini berjumlah 270 reksadana.

### 2.1 Rancangan Penelitian

Secara keseluruhan, penentuan definisi operasional variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. *Risk Adjusted Performance*

*Risk Adjusted Performance* merupakan metode untuk mengukur kinerja Reksadana Saham dan Reksadana Indeks. Ukuran kinerja portofolio yang bersifat *risk adjusted* berarti bahwa pengukuran kinerja portofolio tidak hanya dilihat dari besarnya *return* portofolio, tetapi juga harus memperhatikan besarnya risiko yang harus ditanggung untuk memperoleh besarnya *return* tersebut. *Risk adjusted performance* menggunakan model CAPM. [4]

$$R_i = R_f + \beta_i(R_m - R_f)$$

Keterangan :

$R_i$  : *Return* sekuritas ke i

$R_f$  : *Return* asset bebas resiko

$\beta_i$  : Resiko sistematis Reksadana

$R_m$  : *Return market*

2. *Return Asset Bebas Resiko*

Asset bebas resiko dalam hal ini diasumsikan sebagai Sertifikat Bank Indonesia (SBI). Data ini diperlukan untuk menganalisis ukuran kinerja Reksadana dan ukuran kinerja pasar modal.

$$R_f = \frac{SBI_b}{n}$$

Keterangan :

$R_f$  : *Return* asset bebas resiko

$SBI_b$ : % SBI bulanan pertahun

$n$  : Jumlah hari dalam satu tahun.

3. *Return Market*

*Return Market* adalah tingkat pergerakan investasi portofolio pasar yang diukur dari perubahan Indeks Harga Saham Gabungan.

$$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Keterangan :

$R_m$  : *Return* pasar pada periode t

$IHSG_t$  : Nilai IHSG pada periode t

$IHSG_{t-1}$  : Nilai IHSG pada periode sebelumnya

4. Resiko Sistematis Reksadana

Risiko sistematis (*systematic risk*), yaitu risiko yang berpengaruh terhadap semua perusahaan disebut juga dengan risiko pasar. Risiko ini tidak dapat dihilangkan atau dikurangi.

$$\beta = \frac{n \cdot \Sigma(R_m \cdot R_i) - (\Sigma R_m \cdot \Sigma R_i)}{n \cdot (R_m^2) \cdot (\Sigma R_m^2)}$$

Keterangan :

$\beta$  : Resiko sistematis Reksadana

$n$  : Periode / jumlah data

$R_m$ : Return market

$R_i$  : Return sekuritas ke i

#### 5. Return Reksadana

Return Reksadana Indeks atau return Reksadana Saham adalah tingkat keuntungan yang ditunjukkan dengan perubahan NAB Reksadana tersebut

$$R_{f.d.t} = \frac{NAB_t - NAB_{t-1}}{NAB_{t-1}}$$

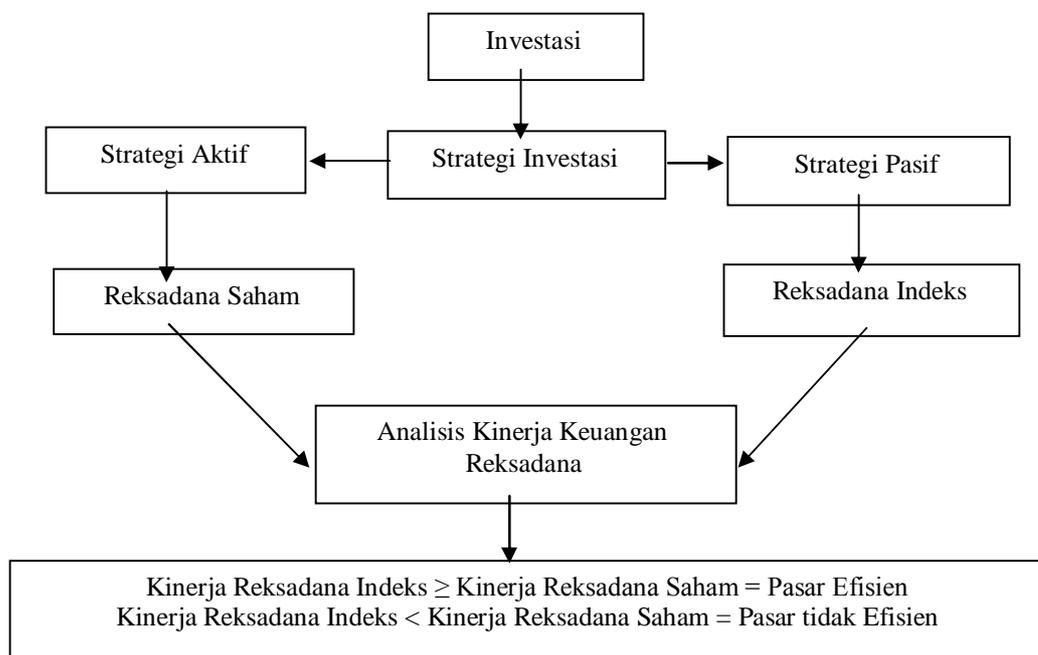
Keterangan :

$R_{f.d.t}$  : Return Reksadana

$NAB_t$  : Nilai aktiva Bersih Reksadana periode t

$NAB_{t-1}$  : Nilai Aktiva Bersih Reksadana periode t-1

## 2.2 Model yang digunakan

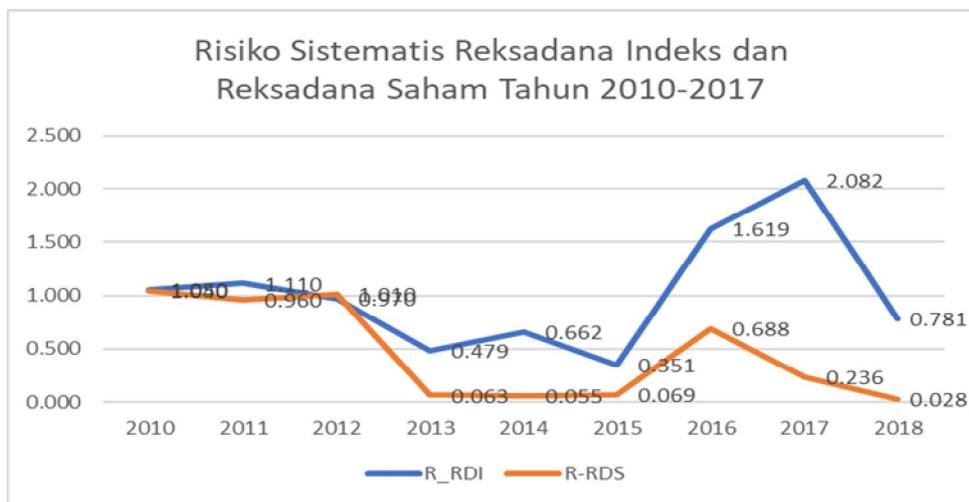


Gambar 2. Model Penelitian  
 (Sumber: Lubis, Moeljadi, dan Ismail, 2010)

### 3. Hasil dan Pembahasan

#### 3.1 Perhitungan Resiko Sistematis Reksadana

Berikut adalah hasil perhitungan resiko sistematis Reksadana Indeks dan Reksadana Saham selama tahun 2010-2017, seperti pada gambar 3 berikut:

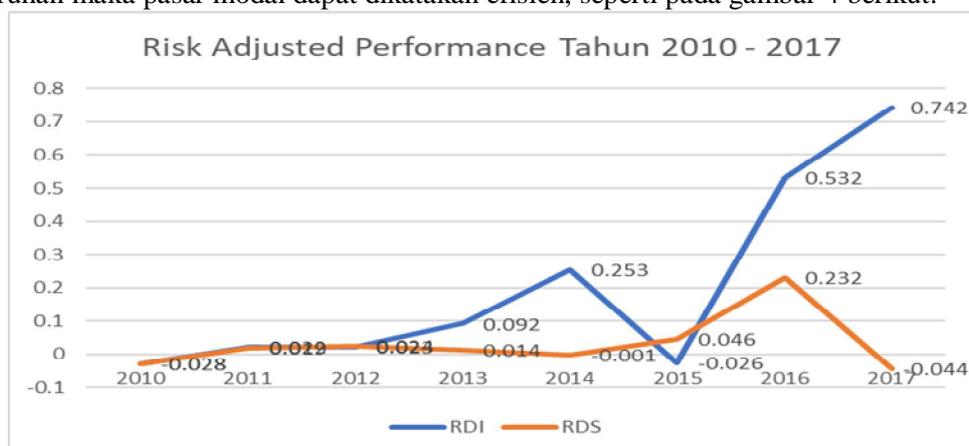


Gambar 3. Grafik Resiko Sistematis Reksadana

Gambar 3 menunjukkan resiko sistematis Reksadana Indeks dan Reksadana Saham. Pada tahun 2010 sampai tahun 2017, dapat diketahui bahwa resiko sistematis Reksadana Indeks berada diatas reksadana saham. [5], unsur resiko dalam Reksadana Indeks dan reksadana saham adalah resiko berkurangnya nilai unit penyertaan, resiko politik dan ekonomi, resiko likuiditas reksadana, resiko wanprestasi dan resiko yang berkaitan dengan peraturan. Diantara resiko tersebut yang merupakan resiko sistimatis (*systematic*) adalah resiko perubahan ekonomi dan politik serta resiko yang berkaitan dengan peraturan, sedangkan resiko yang lainnya adalah resiko tidak sistimatis (*unsystematic*).

#### 3.2 Risk Adjusted Performance

Kinerja Reksadana dapat diukur melalui beberapa metode, salah satunya adalah *risk adjusted performance*. Untuk penilaian kinerja Reksadana menggunakan alat ukur kinerja secara *risk adjusted performance* dengan metode *capital asset pricing modeling*. [1], apabila kinerja Reksadana Indeks lebih baik atau setara dengan kinerja Reksadana Saham secara keseluruhan maka pasar modal dapat dikatakan efisien, seperti pada gambar 4 berikut:



Gambar 4. Risk Adjusted Performance Reksadana Indeks (RDI) dan Reksadana Saham (RDS)

Gambar 4 menunjukkan hasil perhitungan kinerja Reksadana dengan metode *risk adjusted performance* untuk Reksadana Indeks (RDI) dan Reksadana Saham (RDS). Pada tahun 2010 sampai dengan tahun 2012 Reksa Dan Indeks dan Reksadana Saham secara keseluruhan memiliki nilai yang tidak jauh berbeda. Pada tahun 2013 dan tahun 2014 Reksadana Indeks mampu mengungguli Reksadana Saham dengan nilai 0,092 dan 0,253 sedangkan pada Reksadana Saham adalah sebesar 0,014 dan -0,001. Pada tahun 2015 berdasarkan pengukuran *risk adjusted performance* menunjukkan Reksadana Indeks berada diangka -0,026 yang berarti masih berada dibawah Reksadana Saham dengan nilai 0,046. Pada tahun 2016 dan 2017 Reksadana Indeks berada diatas reksadana saham dengan angka 0,532 dan 0,0742 sedangkan pada Reksadana Saham adalah sebesar 0,0232 dan -0,044.

Berdasarkan hasil penelitian, dapat diketahui bahwa pada setiap tahun dengan alat ukur *risk adjusted performance*, kinerja pada Reksadana Saham dan Reksadana Indeks menunjukkan kinerja yang fluktuatif. Hal ini ditunjukkan pada periode tahun 2012 hingga 2017. Pada tahun 2010 sampai dengan tahun 2012 Reksa Dan Indeks dan Reksadana saham secara keseluruhan memiliki nilai yang tidak jauh berbeda. Berdasarkan hasil perhitungan tersebut maka pasar modal pada tahun 2010 sampai dengan tahun 2012 dikatakan efisien. Sedangkan untuk tahun 2013 sampai dengan tahun 2014, kinerja Reksadana Indeks mampu mengungguli Reksadana Saham, hal tersebut karena pada tahun 2013 hingga 2014 secara keseluruhan terdapat beberapa Reksadana Saham Individual yang memiliki kinerja sangat buruk sehingga mempengaruhi Reksadana Saham secara keseluruhan sehingga kinerja Reksadana Indeks lebih tinggi dibandingkan dengan Reksadana Saham. Berdasarkan hasil perhitungan tersebut maka pasar modal pada tahun 2013 hingga 2014 dikatakan efisien, hal ini diduga bahwa kinerja Reksadana Indeks yang berada diatas kinerja Reksadana Saham secara keseluruhan dikarenakan pada Reksadana Indeks dikelola oleh manajer investasi yang memiliki kemampuan *stock selection* dan *market timing* yang baik sehingga return yang diperoleh mampu menutupi risikonya. Pada tahun 2015 kinerja Reksadana Saham mengungguli kinerja Reksadana Indeks. Berdasarkan hasil perhitungan tersebut maka pasar modal pada tahun 2015 dikatakan tidak efisien, hal ini diduga karena pada Reksadana Indeks, manajer investasi lemah dalam kemampuan *market timing* sehingga return yang diperoleh tidak mampu menutupi risikonya. Pada tahun 2016 hingga tahun 2017 kinerja Reksadana Indeks kembali mengungguli kinerja Reksadana Saham. Berdasarkan hasil perhitungan tersebut pasar modal pada tahun 2016 hingga tahun 2017 dapat dikatakan efisien. Kinerja Reksadana Indeks yang dapat mengungguli kinerja Reksadana Saham secara keseluruhan diduga karena manajer investasi mampu mengatasi resiko sistematis Reksadana, sehingga return yang diperoleh mampu menutupi risikonya. Secara keseluruhan selama periode tahun 2010-2017 pasar modal Indonesia adalah efisien karena berdasarkan perhitungan *risk adjusted performance* kinerja Reksadana Indeks secara keseluruhan lebih baik dari kinerja Reksadana Saham. Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Lubis, Moeljadi, dan Ismail (2010)[5] dalam hal ini menyatakan secara keseluruhan pasar dikatakan efisien dikarenakan kinerja Reksadana Indeks LQ-45 berada diatas kinerja Reksadana Saham.

Menurut Lubis, Moeljadi, dan Ismail (2010)[5] kemampuan dari manajer investasi untuk mencari dan mempergunakan informasi guna memperoleh keuntungan. Hal ini berarti bahwa *strategic active* management menemukan signifikansinya pada pasar modal tidak efisien. Hal ini sesuai dengan Tandelilin (2001)[7], dalam strategi aktif, manajer investasi akan melakukan tindakan-tindakan aktif, seperti mencari informasi tambahan, untuk analisis fundamental dan teknikal agar memperoleh return yang maksimal dibandingkan dengan biaya yang ditanggungnya. Manajer investasi akan berusaha memperoleh hasil yang lebih tinggi dibanding manajer investasi lainnya.

Willis (1996), Forsyth (1997) dan [5] menyatakan bahwa reksadana indeks dengan *strategic passive* management dapat diterapkan dengan baik dibursa saham yang sudah maju dan efisien. Artinya, para manajer investasi tersebut sudah memperoleh semua informasi yang

diperlukan sehingga harga saham yang terbentuk sudah mencerminkan informasi yang tersedia untuk publik sehingga pada tahap ini orang tidak perlu lagi melakukan riset. Di pasar modal efisien, investor dapat memilih saham secara acak, karena harganya sudah mencerminkan informasi yang ada sehingga investasi pada reksadana indeks memberikan kinerja yang lebih baik dari reksadana saham karena semua portofolionya sudah mencerminkan informasi yang ada. Penerapan *strategic passive management* pada reksadana indeks telah terbukti menunjukkan kinerja yang lebih baik dari reksadana saham di pasar modal yang efisien seperti AS.

#### 4. Simpulan

Berdasarkan analisis dan pembahasan, maka dapat disimpulkan bahwa secara keseluruhan selama periode tahun 2010-2017 pasar modal Indonesia adalah efisien karena berdasarkan perhitungan *risk adjusted performance* kinerja Reksadana Indeks secara keseluruhan lebih baik dari kinerja Reksa Dana Saham. Di pasar modal efisien, investor dapat memilih saham secara acak, karena harganya sudah mencerminkan informasi yang ada sehingga investasi pada reksadana indeks memberikan kinerja yang lebih baik dari reksadana saham karena semua portofolionya sudah mencerminkan informasi yang ada.

Berdasarkan analisis dan pembahasan, maka saran yang dapat diberikan adalah sebagai berikut:

1. Bagi investor  
Bagi investor yang selama ini hanya memiliki preferensi untuk berinvestasi pada reksadana saham, ada baiknya untuk mempertimbangkan investasi pada reksadana indeks, hal ini karena selama periode penelitian, kinerja reksadana indeks lebih unggul dibandingkan kinerja reksadana saham.
2. Bagi penelitian selanjutnya  
Bagi peneliti selanjutnya diharapkan dapat lebih menyempurnakan penelitian ini dengan memperpanjang periode pengamatan agar dapat memberikan kesimpulan yang lebih baik dan menggunakan proxy lain untuk menilai kinerja Reksadana yang lebih beragam seperti *Positive Period Weight Measure*, *Treynor Ratio*, dan *Quadratic Regression*.

#### Ucapan Terima Kasih

Penulis mengucapkan terima kasih kepada Kementerian Ristekdikti karena telah memberikan pembiayaan pada penelitian ini.

#### Daftar Pustaka

- [1] Beaver, W.H. *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, 2nd Ed. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, Inc. 1989.
- [2] Fama, E.F. *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. *Journal of Finance* 25 (1970): 383 – 417.
- [3] Grossman, Sanford J. dan Stiglitz, Joseph E. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economic Review*. Vol. 70, No. 3 (Jun., 1980), pp. 393-408.
- [4] Jogyanto. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE. 2000.
- [5] Lubis, Tona Aurora, Moeljadi dan Ismail, Munawar. Analisis Kinerja Reksadana Saham dan Reksadana Indeks Dalam Penilaian Tingkat Efisiensi Pasar Modal Indonesia. *Wacana*. 2010. Vol. 13 No.2. p289-300
- [6] Samsuri, A. "Analisis Konsistensi Kinerja Reksadana Saham Indonesia : Periode 1999-2001 (Suatu Pendekatan Teknikal)," Tesis, Program Studi Manajemen Program Pascasarjana Universitas Brawijaya, Malang. 2003.
- [7] Tandelilin, E. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. BPFE, Yogyakarta. 2001.