

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Salah satu inovasi di pasar modal adalah *Exchange Traded Fund* atau yang disingkat *ETF*. Di Indonesia produk ini umumnya diberi nama reksadana ETF. Alasan pemberian nama ini adalah bahwa produk ETF memiliki banyak kesamaan dengan reksadana, namun ETF dapat diperdagangkan layaknya saham di pasar modal.

ETF memiliki banyak jenis yaitu ETF komoditas, ETF mata uang, ETF obligasi atau pendapatan tetap, *leverage* ETF, *inverse* ETF dan ETF saham yang pergerakan harganya mengacu pada index tertentu. Penelitian ini bertujuan untuk meneliti kinerja ETF saham yang mengacu pada index tertentu di Indonesia. Selanjutnya penulis akan menggunakan istilah ETF sebagai istilah yang mengacu hanya pada ETF saham dalam penulisan disertasi ini.

ETF sebenarnya adalah produk investasi yang pernah diperkenalkan pada tahun 1989 di Amerika Serikat (AS) sebagai *Index Participation Shares (IPS)*. Produk IPS tersebut diperdagangkan di *American Stock Exchange* dan *Philadelphia Stock Exchange*. IPS tersebut dibuat untuk mereplikasi kinerja dari index S&P 500, dimana IPS memiliki karakteristik yang sama dengan kontrak berjangka. Peluncuran IPS yang memiliki karakteristik yang sama dengan produk kontrak berjangka namun diperdagangkan pada bursa saham, mendapatkan protes dari pasar perdagangan

komoditas berjangka. Perdagangan IPS pada akhirnya dihentikan karena secara hukum kalah terhadap tuntutan dari *Chicago Mercantile Exchange* dan *Commodity Futures Trading Commission (CFTC)*.

Fenomena peluncuran IPS di Amerika Serikat memotivasi bursa saham di Kanada untuk meluncurkan produk serupa. Pada tanggal 9 Mei 1990, *Toronto Stock Exchange* memperdagangkan *Toronto 35 Index Participation Fund* atau disingkat *TIPs* dengan nilai 150 juta dollar. *TIPs* memiliki nasib yang berbeda dari IPS, dimana *TIPs* diterima sebagai suatu inovasi produk investasi selain saham. Investor dan para pelaku pasar modal merespons positif kehadiran *TIPs* yang diperdagangkan di bursa saham.

Kesuksesan *TIPs* ini mendorong perusahaan investasi di Amerika Serikat yang bernama *State Street* untuk menciptakan ETF dengan nama *Standard and Poor's Depository Receipts* atau disingkat menjadi *SPDR* (baca *spider*) pada tahun 1993. *SPDR* diciptakan dengan tujuan untuk mereplikasi kinerja dari indeks S&P500. *SPDR* saat ini menjadi ETF yang memiliki *Asset Under Management (AUM)* terbesar di dunia.

Tabel 1.1. menunjukkan 10 ETF global yang terbesar berdasarkan AUM. Di tempat pertama ditempati oleh *SPDR* dengan simbol *SPY* dengan besaran AUM lebih dari \$372 juta dollar. Diikuti oleh *iShares* dan *Vanguard*. Jika diperhatikan lebih detail, akan dapat terlihat bahwa *iShares* yang dimiliki oleh *Blackrock*, dan *Vanguard* menjadi dua perusahaan yang sangat mendominasi menciptakan ETF yang AUM-nya besar. *Vanguard* memiliki lima produk ETF dalam jajaran sepuluh terbesar, sedangkan

iShares memiliki tiga ETF (*Largest ETFs: Top 100 ETFs By Assets / ETF Database*, no date).

Tabel 1.1. ETF Dunia dengan AUM Terbesar

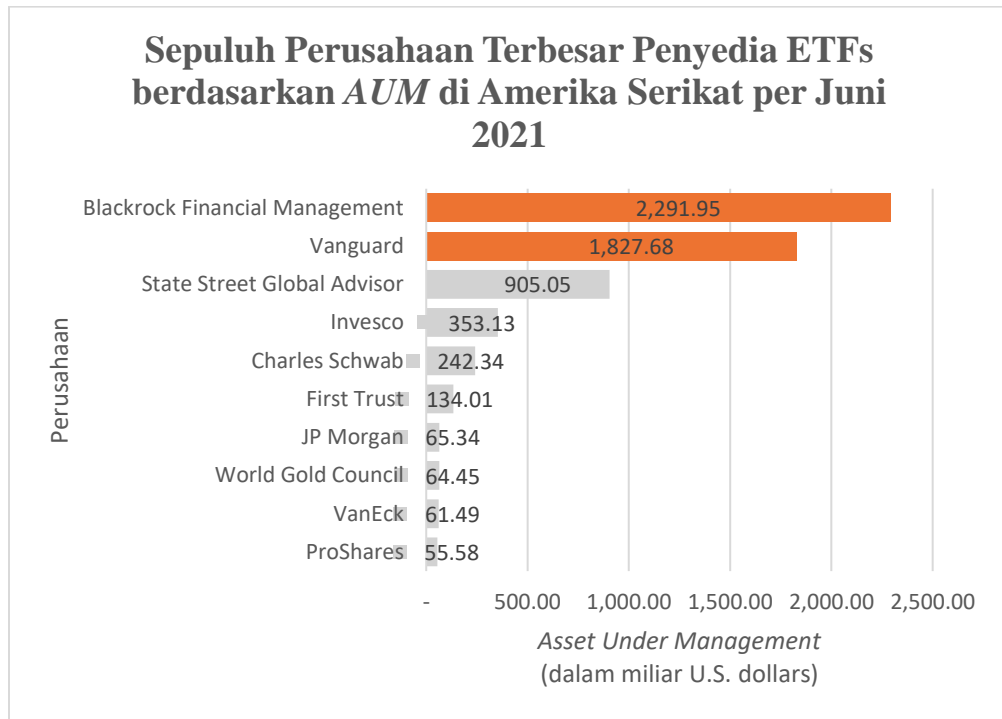
No	Simbol	Nama	AUM	Avg Daily Share Volume (3mo)
1	SPY	SPDR S&P 500 ETF Trust	\$377,191,000	69,182,945
2	IVV	iShares Core S&P 500 ETF	\$293,774,000	4,529,247
3	VTI	Vanguard Total Stock Market ETF	\$257,432,000	3,609,464
4	VOO	Vanguard S&P 500 ETF	\$240,734,000	3,985,622
5	QQQ	Invesco QQQ Trust	\$177,906,000	39,834,219
6	VEA	Vanguard FTSE Developed Markets ETF	\$101,904,000	7,870,578
7	IEFA	iShares Core MSCI EAFE ETF	\$97,468,800	7,786,436
8	AGG	iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF	\$89,141,600	5,630,688
9	VTV	Vanguard Value ETF	\$82,344,700	2,810,223
10	VWO	Vanguard FTSE Emerging Markets ETF	\$81,894,900	8,148,315

Sumber: <https://etfdb.com/compare/market-cap/>

Kesuksesan SPDR memotivasi banyak perusahaan lain untuk menciptakan produk ETF saham yang kinerjanya mengacu pada kinerja indeks-indeks di dunia. Sejak peluncuran SPIDER, pertumbuhan ETF baik di AS maupun secara global semakin tidak terbendung. Gastinau (2010) menuliskan bahwa rata-rata laju pertumbuhan asset ETF di dunia periode 1995-2001 adalah sebesar 132% per tahun (Gastineau, 2010).

Gambar 1.1. menunjukkan sepuluh perusahaan yang memiliki produk ETF dengan AUM terbesar di Amerika Serikat. Di posisi pertama terdapat Blackrock Financial Management pemilik jajaran produk iShares dengan total AUM lebih dari 2.291 miliar U.S. dollar. Di posisi kedua terdapat *Vanguard* dengan total AUM lebih dari 1.827 milliard U.S. dollars. Di posisi ketiga terdapat *State Street Global Advisor*

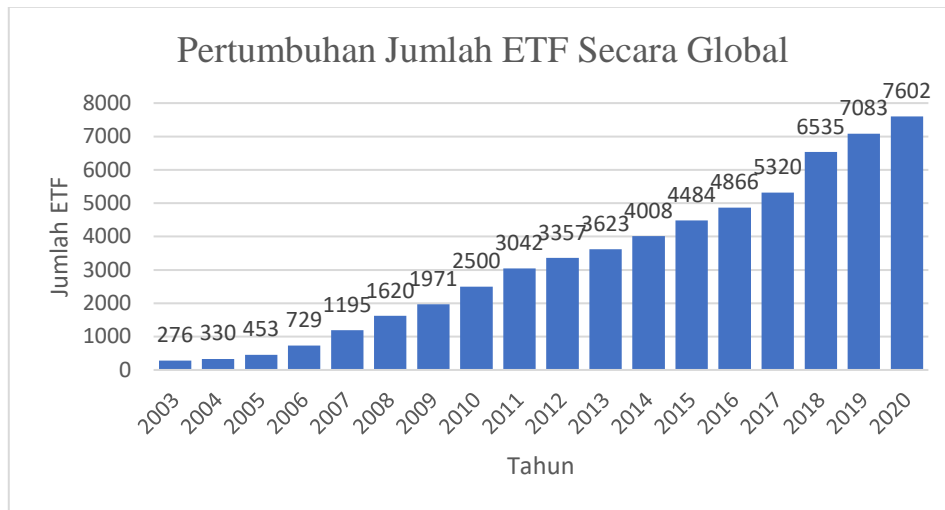
yang memiliki ETF tertua yaitu SPIDER dengan kode SPY (*Largest issuers of ETFs in the U.S. by assets 2021 / Statista, no date*).



Gambar 1.1. Sepuluh Perusahaan Terbesar Penyedia ETFs Berdasarkan AUM di AS per Juni 2021

Gambar 1.2. menunjukkan data pertumbuhan ETF secara global periode 2003-2020. Di tahun 2003 hanya ada 276 ETF di dunia, sedangkan di tahun 2020 berlipat menjadi 7.602 ETF. Hal ini berarti rata-rata pertumbuhan ETF mulai 2003 sampai 2020 adalah kurang lebih 22,62%. Pertumbuhan tertinggi terjadi di tahun 2007 yaitu sebesar 63,92%, sedangkan laju pertumbuhan terendah sejak 2010, terjadi pada tahun 2019 yaitu hanya 8,39%. Turunnya laju pertumbuhan yang cukup dalam di tahun 2019 dan 2020 mungkin salah satunya disebabkan oleh pelambatan perekonomian pada tahun 2018-2019 dan pandemi COVID-19 yang datang di akhir tahun 2019 atau di awal tahun

2020 untuk sebagian besar negara-negara di dunia (*Number of ETFs worldwide 2020 / Statista, 2020*).



Gambar 1.2. Pertumbuhan Jumlah ETF Secara Global

Pertumbuhan industri *ETF* pada dasarnya didasarkan pada pertumbuhan indeks, penerapan teori pasar yang efisien dan ilmu kuantitatif untuk konstruksi portofolio. Meskipun *ETF* awalnya dibuat untuk investor institusional, tetapi sekarang *ETF* juga memungkinkan investor kecil untuk memiliki akses ke banyak kelas investasi aset yang likuid dan membangun portofolio kaliber institusional. *ETF* berhasil mengubah cara investor berinvestasi dan bagaimana pasar modal beroperasi. (Gastineau, 2010)

Di Indonesia sendiri *ETF* pertama kali diciptakan pada tahun 2007. Namun di awal peluncuran *ETF*, perkembangan *ETF* relatif cukup lambat. Indonesia hanya memiliki 13 produk *ETF* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia hingga akhir tahun 2017.

PT. Indo Premier Investment Management menjadi pelopor dalam memperkenalkan *ETF* di pasar Indonesia pada tahun 2007 dengan Premier *ETF* R-LQ45X. *ETF* ini mencoba untuk mereplikasi kinerja indeks LQ-45 yang menjadi target acuan indeks. LQ-45 adalah indeks dari 45 saham yang paling likuid yang diperdagangkan di Bursa Saham Indonesia. Indeks LQ-45 sendiri diluncurkan pada tanggal 1 Februari 1997 dengan tanggal dasar yaitu 13 Juli 1994 dengan nilai awal 100.

Walaupun *ETF* telah berkembang sangat pesat secara global, namun literatur yang menyelidiki sejarah dan perilaku *ETF* di beberapa negara masih dalam tahap awal, termasuk di Indonesia. Sebagian besar penelitian dilakukan di negara maju, seperti Amerika Serikat (Olienyk dkk., 1999; Frino dan Gallagher, 2001), Jepang, Hong Kong (Jares dan Lavin, 2004), Swiss (Milonas dan Rompotis, 2006), Australia (Frino dan Gallagher, 2002); (Gallagher dan Segara, 2006), dan Jerman (G. G. Rompotis, 2012; Chovancova dan Arendas, 2015).

Beberapa penelitian juga sudah dilakukan di pasar negara berkembang seperti China (Ackert dan Tian, 2008; Jiang dkk., 2010) dan India (Purohit dan Malhotra, 2015). Dari literatur tersebut dapat dilihat, dibandingkan, dan dianalisis perbedaan antara pertumbuhan dan evolusi *ETF* di negara maju dibandingkan dengan negara berkembang.

Perkembangan *ETF* yang pesat di beberapa negara membuktikan bahwa produk investasi ini diminati oleh investor institusional maupun investor ritel. Karakteristik *ETF* sebagai produk investasi yang pasif, mudah dan transparan memberikan banyak kemudahan dan fleksibilitas bagi investor. Secara umum kinerja *ETF* dunia dalam

mereklikasi kinerja index yang menjadi acuannya dapat dikatakan sangat baik. Kinerja ini dapat diukur dari likuiditas, efisiensi, keterbukaan informasi dan *tracking error*. Likuiditas mengukur seberapa mudah produk ETF ini dipindahtangankan dari penjual kepada pembeli. Semakin banyak penjual dan pembeli yang dapat melakukan transaksi ETF di pasar maka dapat dikatakan semakin likuid dan semakin baik.

Kinerja ETF juga dapat diukur dari efisiensi perdagangan. Efisiensi adalah apakah perdagangan ETF tersebut berbiaya tinggi, atau lebih rendah dibandingkan produk investasi sejenis, misalnya reksadana ataupun saham. Beberapa biaya yang timbul ketika seorang investor membeli produk ETF adalah manajemen *fee*, biaya pembelian, biaya penjualan, yang secara umum dapat disebut sebagai *expense ratio*. Semakin rendah *expense ratio* suatu ETF maka dapat dikatakan kinerja ETF semakin baik.

Selanjutnya adalah keterbukaan informasi. Semakin ETF menyediakan informasi yang terbuka kepada investor seperti prospektus, *expense ratio*, *management fee*, laporan keuangan berkala, struktur dan bobot saham dalam portfolio, dan nilai *Net Asset Value (NAV)* per unit atau Nilai Aset Bersih (NAB) per unit, maka kinerja ETF akan semakin baik. Investor dapat dengan mudah mendapatkan dan mengakses informasi untuk tujuan *monitoring* dan evaluasi kinerja dari produk investasi yang telah mereka beli dari waktu ke waktu.

Pengukuran kinerja yang selanjutnya adalah dengan melihat seberapa jauh perbedaan kinerja ETF dengan kinerja indeks acuannya atau seberapa besar *tracking error*-nya atau *tracking difference*-nya. Semakin besar *tracking error* suatu ETF, maka

semakin jauh kinerja ETF dibandingkan dengan kinerja index yang menjadi acuannya. Investor tentunya menginginkan *tracking error* yang seminimal mungkin dalam strategi investasi pasif. Semakin kecil *tracking error* suatu ETF, maka dapat dikatakan kinerja ETF tersebut semakin baik. Penelitian ini bertujuan untuk mengukur kinerja ETF dengan menghitung *tracking error* masing-masing ETF saham di Indonesia.

Untuk mengukur *tracking error* maka ada tiga nilai yang akan dibandingkan yaitu NAB (Nilai Aset Bersih) per unit, Harga Pasar, dan Index. *Tracking error* dapat diukur dengan membandingkan antara NAB per unit dengan Index, harga pasar ETF dengan NAB, serta harga dengan Index. NAB adalah harga pasar dikurangi dengan biaya pengelolaan ETF per unit. Harga adalah harga pasar ETF per unit. Dan Index adalah nilai index harian yang menjadi acuan suatu ETF. Kinerja ETF dikatakan baik jika perbedaan pertumbuhan NAB per unit dengan pertumbuhan Indeks mendekati nol. Demikian pula dengan perbedaan pertumbuhan harga dan pertumbuhan NAB per unit juga mendekati nol, dan terakhir perbedaan pertumbuhan ETF dengan pertumbuhan indeks juga mendekati nol.

Perbedaan *return* akan selalu ada karena beberapa sebab di antaranya adalah mekanisme *creation* dan *redemption*, adanya pembayaran dividen, pajak dan pergantian saham yang merupakan konstituen suatu indeks yang menjadi acuannya. Proses *creation* dan *redemption* secara terus menerus biasanya menimbulkan biaya yang pada akhirnya dibebankan kepada investor dan dapat mengurangi NAB per unit suatu ETF. Pembayaran dividen yang membutuhkan waktu untuk diserap sebagai dana reinvestasi juga memengaruhi nilai NAB per unit dari waktu ke waktu.

Penyesuaian indeks terhadap saham yang menjadi konstituen suatu indeks juga dapat memengaruhi nilai NAB per unit, hal ini dikarenakan ada saham yang harus dikeluarkan dan ada saham baru yang akan dimasukkan sebagai konstituen saham dalam portfolio suatu ETF. Penyesuaian ini membutuhkan waktu dan biaya yang dapat membuat perbedaan nilai diantara ketiga nilai tadi. ETF dengan kinerja yang baik memiliki perbedaan *return* di antara NAB per unit, harga dan indeks yang tidak signifikan. Penelitian ini juga bertujuan untuk memakai perhitungan ketiga perbedaan *tracking error* sebagai alat pengukuran pemeringkat kinerja ETF di Indonesia.

1.2. Perumusan Masalah

Peneliti mengajukan rumusan masalah dalam penelitian ini yaitu: “Bagaimana *Tracking Error* dapat dipakai untuk menjelaskan kinerja *ETF* di Indonesia?”

1.3. Pertanyaan Penelitian

Pertanyaan penelitian dalam disertasi ini adalah:

- a. Apa faktor-faktor yang menentukan *tracking error* antara pertumbuhan NAB per unit *ETF* dan pertumbuhan indeks acuannya?
- b. Apa sajakah faktor-faktor yang menentukan *tracking error* antara pertumbuhan harga *ETF* dan pertumbuhan NAB per unit *ETF*?
- c. Apa sajakah faktor-faktor yang menentukan *tracking error* antara pertumbuhan harga *ETF* dan pertumbuhan indeks acuan?

1.4. Tujuan Penelitian

Peneliti ingin mendapatkan pemahaman yang lebih baik dan mengetahui tentang:

- a) Faktor-faktor yang menentukan *tracking error* antara pertumbuhan NAB per unit *ETF* dan pertumbuhan indeks acuannya.
- b) Faktor-faktor yang menentukan *tracking error* antara pertumbuhan harga *ETF* dan pertumbuhan NAB per unit *ETF*.
- c) Faktor-faktor yang menentukan *tracking error* antara pertumbuhan harga *ETF* dan pertumbuhan indeks acuan.

1.5. Manfaat dan Kontribusi Penelitian

Penelitian ini memiliki banyak manfaat bagi investor, akademisi, regulator pasar modal, perusahaan sekuritas dan manajemen asset serta pemerintah. Investor dapat mempelajari *ETF* sebagai alternatif investasi yang berkembang pesat dan terbukti *robust*. Investor dapat membandingkan *ETF* yang ada di Indonesia dan memutuskan mana yang lebih cocok untuk mereka, berdasarkan beberapa faktor baik mikro maupun makro. Pelaku pasar dapat memeringkat *ETF* berdasarkan beberapa faktor yang terbukti menentukan kualitas *ETF*.

Para akademisi bisa mendapatkan keuntungan untuk mengetahui apakah Indonesia memiliki modelnya sendiri untuk menciptakan, memperdagangkan dan mendapatkan keuntungan dari *ETF* dan membangun badan pengetahuan tentang *ETF*. Perusahaan asset manajemen dan perusahaan sekuritas dapat menggunakan hasil penelitian ini untuk meningkatkan kualitas kinerja *ETF* yang dapat dipercaya oleh

masyarakat. Publik memiliki kriteria yang lebih baik untuk memilih *ETF* yang terbaik bagi mereka.

Pemerintah dapat memanfaatkan penelitian ini dalam membuat regulasi yang mendukung untuk membantu meningkatkan pasar *ETF*. Pengatur pasar dan badan pengawas dapat memperoleh keuntungan dalam menciptakan proses perdagangan yang lebih efisien dan lebih transparan.

Kebaruan penelitian ini dapat mengisi kekosongan penelitian terkait kajian *ETF* yang lebih komprehensif di Indonesia. Penelitian ini mampu mengisi kekosongan penelitian *ETF* yang belum pernah dilakukan di Indonesia. Ketiga model *tracking error* tersebut dapat memberikan kontribusi dalam kajian tentang bagaimana memonitor, mengevaluasi dan meranking *ETF* di Indonesia. Model ketiga *tracking error* dalam penelitian ini dapat memberikan solusi praktis bagi investor retail yang tidak dapat mengakses perubahan NAB per unit intraday. Novelty dan kontribusi penelitian ini dapat mengisi *practical* dan *academic gap*. Penelitian ini dapat memberikan kontribusi praktis untuk menggunakan *tracking error* sebagai alat pemeringkatan *ETF* di Indonesia. Penelitian ini dapat memberikan pembelajaran bagi Indonesia dibanding negara lain dan inspirasi bagi perkembangan *ETF* di masa depan.

1.6. Struktur Penelitian

Struktur penelitiannya adalah sebagai berikut. Bab Satu membuka pembahasan dengan latar belakang penelitian, rumusan masalah, tujuan penelitian, pertanyaan penelitian dan manfaat dilakukannya penelitian ini. Bab ini menjelaskan sejarah

lahirnya *ETF* dan pertumbuhan sarana investasi ini secara global. Bab ini menggambarkan siapa yang menciptakan *ETF*, siapa investornya, apa keuntungannya bagi investornya, dan apa keuntungannya bagi emitennya. Bab ini juga menggambarkan mekanisme penciptaan dan penebusan *ETF*.

Bagian selanjutnya akan membahas tentang literatur utama di *ETF*. Bab ini akan menyelidiki tinjauan pustaka yang ada, pengalaman *ETF* sebelumnya di beberapa negara yang telah terbukti berhasil mendapatkan daya tarik dan memiliki *tracking error* paling sedikit. Bab ini membahas tentang pentingnya *tracking error* sebagai salah satu aspek kualitas *ETF* dan hubungan antara *tracking error* dengan pertumbuhan AUM.

Bab Dua juga memberikan gambaran tentang struktur makro *ETF* yang terdiri dari pengaturan masing-masing pasar yang mungkin berbeda di setiap negara. Bab ini juga menggambarkan mikrostruktur yang mungkin memengaruhi kinerja *ETF*. Dalam bab dua terdapat hipotesis penelitian ini.

Bab Tiga menjelaskan metodologi penelitian yang digunakan untuk menyelidiki *ETF*. Dimulai dengan populasi yang menjadi sasaran dalam penelitian ini dilanjutkan dengan metode pengambilan sampel. Bab ini juga menggambarkan objek dan subjek dari metode penelitian dan analisis yang digunakan untuk menjawab masalah penelitian.

Bab Empat membahas data yang dianalisis dan temuan empiris berikut ini. Kemudian bagian kesimpulan dan rekomendasi akan menutup penelitian.