

**ANALISIS KINERJA REKSADANA SAHAM DAN HUBUNGAN  
ANTARA KEMAMPUAN *STOCK SELECTION* DAN *MARKET TIMING***

**TESIS**

**NYIMAS RIKA REZKYKA**

**0706169354**



**UNIVERSITAS INDONESIA  
FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN  
JAKARTA  
APRIL 2009**

**PERPUSTAKAAN PUSAT  
UNIVERSITAS INDONESIA**

**ANALISIS KINERJA REKSADANA SAHAM DAN HUBUNGAN  
ANTARA KEMAMPUAN *STOCK SELECTION* DAN *MARKET TIMING***

**TESIS**

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar  
Magister Manajemen**

**NYIMAS RIKA REZKYKA**


**0706169354**




**UNIVERSITAS INDONESIA  
FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN  
JAKARTA  
APRIL 2009**

## HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

**Tesis ini adalah hasil karya saya sendiri,  
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk  
telah saya nyatakan dengan benar**



**Nama : Nyimas Rika Rezkyka  
NPM : 0706169354  
Tanda Tangan :   
Tanggal : 8 April 2009**

## HALAMAN PENGESAHAN

Karya Akhir ini diajukan oleh :  
Nama : Nyimas Rika Rezkyka  
NPM : 0706169354  
Program Studi : MAGISTER MANAJEMEN  
Judul Karya Akhir : Analisis Kinerja Reksadana Saham Dan  
Hubungan Antara Kemampuan Stock Selection  
Dan Market Timing.

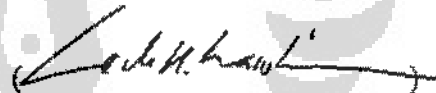
Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia

### DEWAN PENGUJI

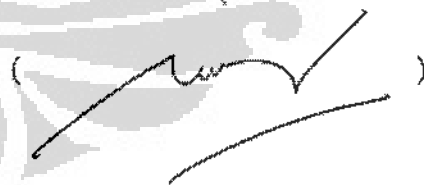
Pembimbing : Dr. Irwan Adi Ekaputra



Penguji : Dr. Gede Harja Wasistha



Penguji : Dr. Lindawati Gani



Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 08 April 2009

## KATA PENGANTAR

Pertama saya ingin memanjatkan puji dan syukur kepada Allah SWT atas berkah dan karunia-Nya sehingga saya dapat menyelesaikan penulisan tesis ini. Penulisan tesis ini dilakukan untuk memenuhi salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Saya ingin mengucapkan terima kasih kepada:

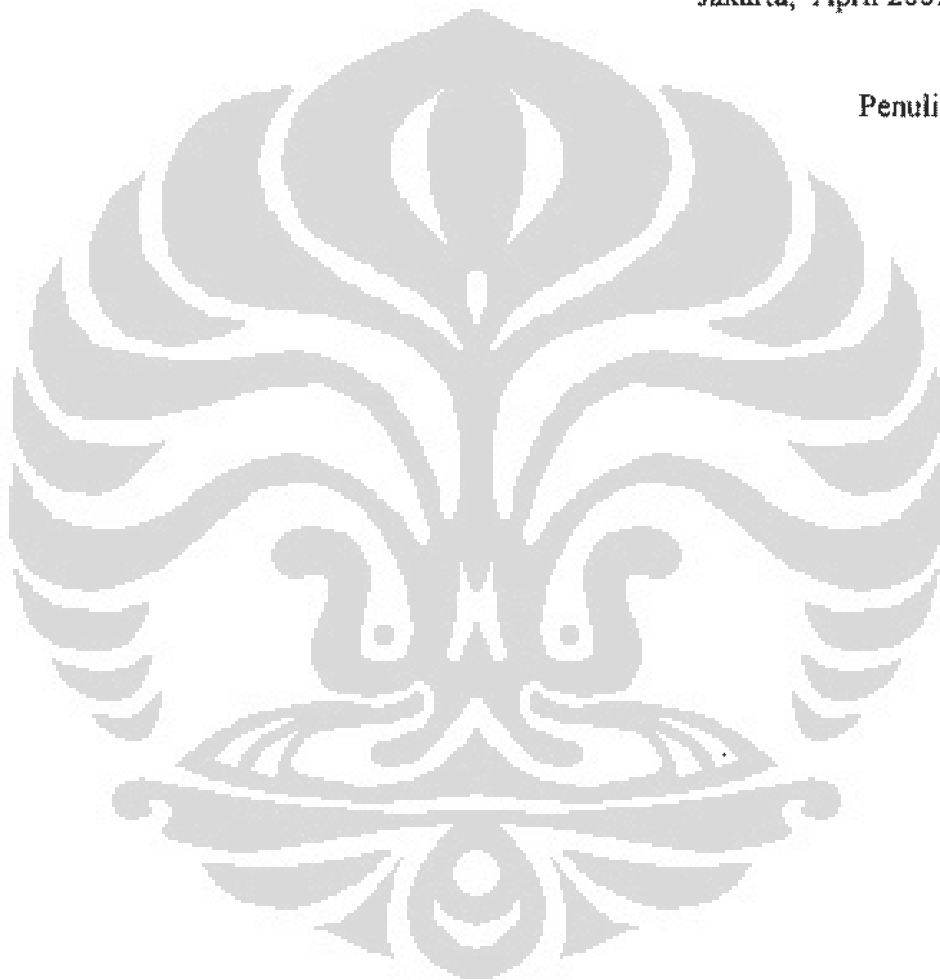
1. Bapak Rhenald Kasali, PhD, Ketua Program Magister Manajemen Universitas Indonesia dan seluruh staf pengajar MM-UI.
2. Bapak Dr. Irwan Adi Ekaputra, dosen pembimbing yang telah berkenan memberikan waktu, pikiran, dan tenaga untuk membimbing saya menyelesaikan tugas akhir ini.
3. Ibu Dr. Lindawati Gani dan Bapak Dr. Gede Harja Wasistha yang telah memberikan waktu dan pemikiran dalam menguji dan memberikan masukan untuk menyempurnakan tesis ini.
4. Seluruh staf MM-UI yang telah memberikan banyak bantuan dalam menyelesaikan proses penyusunan tesis dan sidang.
5. Kedua orang tua saya atas kasih sayang, dukungan dan semangat yang telah diberikan.
6. Keluarga dan para keponakan yang senantiasa dapat menghibur dan meningkatkan frekuensi senyum dan tawa.
7. Semua rekan-rekan yang telah bersedia menjadi teman berdiskusi sekaligus memberi semangat selama proses penulisan tesis ini.
8. Ine, Lita, Ricky, Santo atas saran, bantuan dan semangat sampai akhirnya saya dapat menyelesaikan tesis ini.
9. Vinie, yang selalu sabar mengingatkan dan mendorong saya menyelesaikan tesis ini, menghargai lawakan temannya, juga menghibur dan menenangkan di saat-saat sulit.
10. Ocha dan Johan, yang senantiasa kompak berbagi informasi, dorongan dan bantuan dalam proses penyelesaian tesis.
11. Iif Yusuf Wibisono, yang bersedia menjadi tempat berbagi, pemberi semangat, saran, bantuan dan dukungan di segala situasi.

12. Ophie, yang bersedia menjadi tempat bertukar cerita dan selalu menyemangati untuk menyelesaikan tesis ini.

Ucapan terima kasih juga saya sampaikan pada pihak-pihak lain yang ikut membantu dalam penyelesaian tesis ini. Akhir kata, semoga tesis ini dapat bermanfaat bagi pihak-pihak yang membutuhkan.

Jakarta, April 2009

Penulis



**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI  
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

---

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Nyimas Rika Rezkyka  
NPM : 0706169354  
Program Studi : Magister Manajemen  
Fakultas : Ekonomi  
Jenis karya : Tesis

demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty-Free Right*)** atas karya ilmiah saya yang berjudul:

*Analisis Kinerja Reksadana Saham dan Hubungan Antara Kemampuan *Stock Selection* dan *Market Timing**

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan mempublikasikan tugas akhir saya tanpa meminta ijin dari saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta  
Pada Tanggal : 8 April 2009

Yang menyatakan



(Nyimas Rika Rezkyka)

## ABSTRAK

Nama : Nyimas Rika Rezkyka  
Program Studi : Magister Manajemen  
Judul : Analisis Kinerja Reksadana Saham dan Hubungan Antara Kemampuan *Stock Selection* dan *Market Timing*

Karya akhir ini membahas tentang kinerja reksadana saham di Indonesia serta hubungan antara kemampuan *stock selection* dan *market timing*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa berdasarkan Sharpe index dan Treynor index, secara umum kinerja reksadana saham di Indonesia pada tahun 2005-2008 dapat dikatakan baik. Akan tetapi berdasarkan Jensen alpha dan *information ratio* hanya terdapat satu reksadana saham yang memiliki kinerja superior. Berdasarkan model Treynor-Mazuy dan Henriksson-Merton sebagian besar manajer investasi dalam penelitian ini tidak memiliki kemampuan *market timing*. Dalam penelitian ini diperoleh hasil bahwa terdapat hubungan positif yang signifikan antara kemampuan *stock selection* dan *market timing* manajer investasi reksadana saham di Indonesia. Hal ini bertentangan dengan beberapa penelitian sebelumnya di negara lain yang menemukan adanya hubungan negatif atau tidak ada hubungan antara kedua kemampuan tersebut. Sehingga dapat disimpulkan bahwa sebagian besar manajer investasi saham masih perlu meningkatkan kemampuan *stock selection* dan *market timing* demi meningkatkan kesejahteraan pemegang unit reksadana.

Kata kunci: Reksadana saham, *stock selection*, *market timing*



## ABSTRACT

Name : Nyimas Rika Rezkyka  
Study Program : Magister of Management  
Title : Analysis of Equity Mutual Fund Performance and the Relationship Between Stock Selection and Market Timing Ability

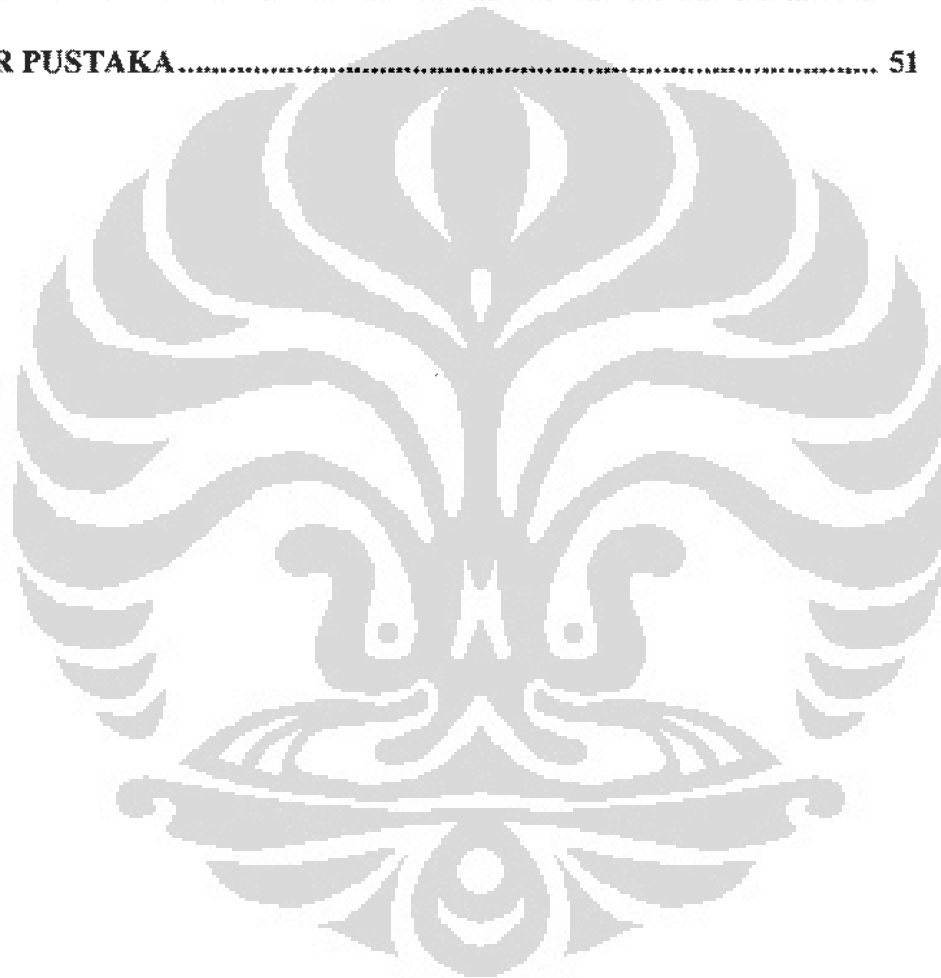
The main objectives of this final paper are to evaluate the performance of equity mutual funds, and the correlation of stock selection and market timing abilities of fund managers in Indonesia. Based on Sharpe and Treynor index, it is concluded that in 2005-2008 the equity mutual funds in Indonesia perform well. On the other hand, based on Jensen's alpha and information ratio there is only one fund that has superior performance. Furthermore, most of the investment managers do not possess superior market timing ability. This paper also concludes that there is a positive relationship between stock selection and market timing abilities of equity mutual fund managers in Indonesia. This finding contradicts previous research results in other countries which mostly find negative or no correlation between market timing and stock selection abilities. Most of the fund managers need to improve their stock selection and market timing abilities to increase the fund unit holders' wealth.

Keywords: Equity mutual fund, stock selection, market timing

## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
LEMBAR PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
LEMBAR PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH.....	vi
ABSTRAK.....	vii
ABSTRACT.....	viii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR TABEL.....	xi
DAFTAR GAMBAR.....	xii
<b>1. PENDAHULUAN.....</b>	<b>1</b>
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	3
1.3 Pembatasan Masalah.....	3
1.4 Tujuan Penelitian.....	3
1.5 Sistematika Penulisan.....	4
<b>2. TINJAUAN PUSTAKA.....</b>	<b>6</b>
2.1 Reksadana.....	6
2.1.1 Definisi Reksadana.....	6
2.1.2 Bentuk Hukum Reksadana.....	6
2.1.3 Sifat Operasional Reksadana.....	7
2.1.4 Jenis-jenis Reksadana.....	7
2.1.5 Nilai Aktiva Bersih.....	8
2.1.6 Kelebihan dan Risiko Reksadana.....	8
2.2 Penelitian Terdahulu.....	10
2.3 Investasi.....	11
2.4 Teori Portofolio.....	12
2.4.1 <i>Expected Return</i> .....	13
2.4.2 Risiko.....	13
2.4.3 <i>Capital Asset Pricing Model</i> .....	13
2.4.4 <i>Security Market Line</i> .....	14
2.5 Evaluasi Kinerja Portofolio.....	15
<b>3. METODOLOGI PENELITIAN.....</b>	<b>20</b>
3.1 Obyek Penelitian.....	20
3.2 Pengumpulan Data.....	21
3.3 Perbandingan.....	21
3.4 Variabel Penelitian.....	21
3.5 Regresi Linier.....	23
3.6 Korelasi.....	26
<b>4. ANALISIS DAN PEMBAHASAN.....</b>	<b>28</b>

4.1 Evaluasi Kinerja Reksadana Berdasarkan Sharpe, Treynor, Jensen, dan <i>Information Ratio</i> .....	28
4.2 Evaluasi Kinerja Reksadana Berdasarkan Kemampuan <i>Market Timing</i> 35	
4.2.1 Model Treynor-Mazuy.....	35
4.2.2 Model Henriksson-Merton.....	40
4.3 Hubungan Antara <i>Stock Selection</i> dan <i>Market Timing</i> .....	44
<b>5. KESIMPULAN DAN SARAN .....</b>	<b>47</b>
5.1 Kesimpulan .....	47
5.2 Keterbatasan Penelitian.....	49
5.3 Saran .....	49
<b>DAFTAR PUSTAKA.....</b>	<b>51</b>

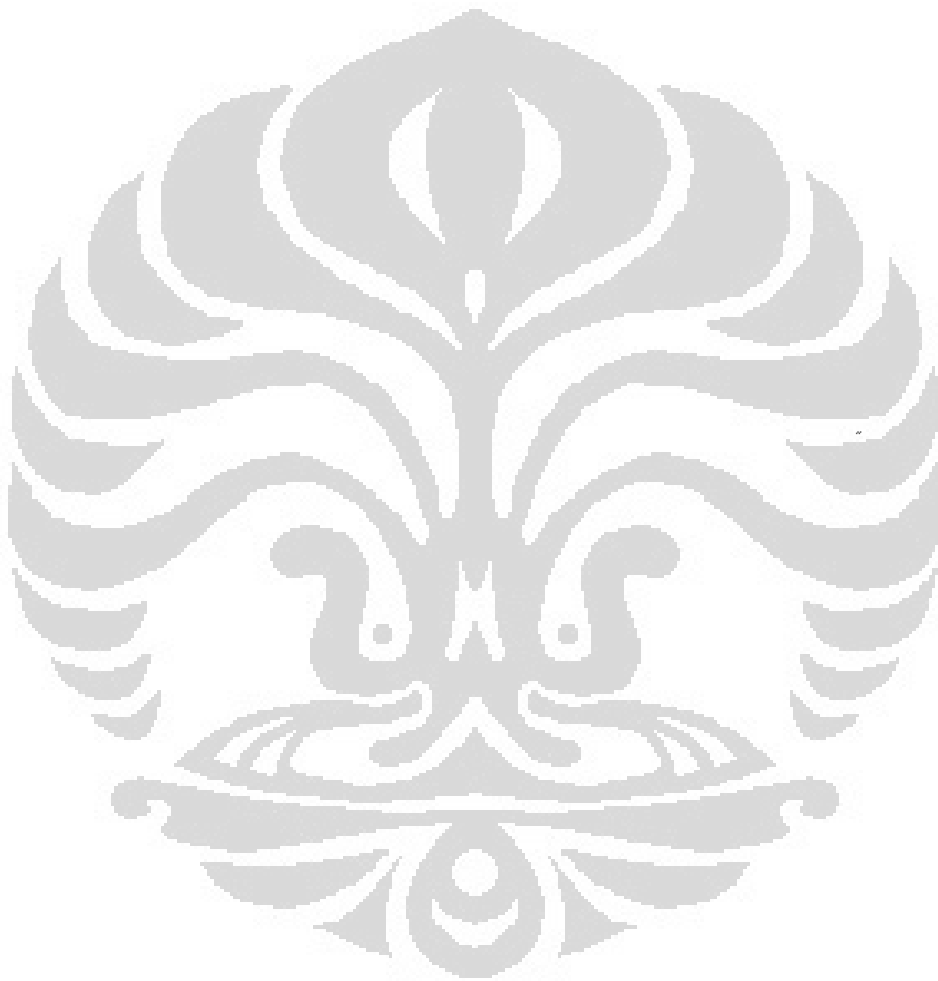


## DAFTAR TABEL

Tabel 3.1	Daftar Reksadana Saham yang Diteliti .....	20
Tabel 4.1	Hasil Pengujian Multikolinieritas .....	28
Tabel 4.2	Hasil Pengujian Autokorelasi pada Model Jensen .....	29
Tabel 4.3	Unsur <i>Time-series</i> dalam Model Jensen Untuk Tiap Reksadana .....	30
Tabel 4.4	Hasil Pengujian Heteroskedastisitas Model Jensen .....	31
Tabel 4.5	Nilai <i>Intercept</i> Hasil Regresi Model Jensen .....	32
Tabel 4.6	Nilai Sharpe, Treynor, dan <i>Information Ratio</i> .....	33
Tabel 4.7	Peringkat Kinerja Reksadana Berdasarkan Sharpe dan Treynor .....	34
Tabel 4.8	Hasil Pengujian Autokorelasi pada Model Treynor-Mazuy .....	36
Tabel 4.9	Unsur <i>Time-series</i> Model Treynor-Mazuy Tiap Reksadana .....	37
Tabel 4.10	Hasil Pengujian Heteroskedastisitas Model Treynor-Mazuy .....	38
Tabel 4.11	Koefisien $\gamma_p$ Hasil Regresi Model Treynor-Mazuy .....	39
Tabel 4.12	Hasil Pengujian Autokorelasi pada Model Henriksson-Merton .....	40
Tabel 4.13	Unsur <i>Time-series</i> Model Henriksson-Merton Tiap Reksadana .....	41
Tabel 4.14	Hasil Pengujian Heteroskedastisitas Model Henriksson-Merton .....	42
Tabel 4.15	Koefisien $\gamma_p$ Hasil Regresi Model Henriksson-Merton .....	43
Tabel 4.16	Koefisien Korelasi antara $\alpha_p$ dan $\gamma_p$ .....	45
Tabel 5.1	Kesimpulan Tiap Ukuran Kinerja Reksadana Saham .....	48

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1. <i>Security Market Line</i> .....	14
Gambar 3.1. Perhitungan <i>Rolling Return</i> Portofolio.....	22



## BAB I PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang

Alternatif investasi di pasar modal semakin menarik perhatian investor karena dapat memberikan tingkat *return* yang lebih tinggi daripada tingkat bunga deposito yang ditawarkan oleh perbankan. Salah satu instrumen investasi yang semakin diminati para investor adalah investasi pada reksadana saham. Pusat informasi Reksadana Badan Pengawas Pasar Modal-Lembaga Keuangan (Bapepam-LK) Departemen Keuangan pada awal Agustus 2008 menyebutkan posisi nilai aktiva bersih (NAB) industri reksadana telah mencapai Rp 95.59 triliun. Reksadana saham menyerap Rp 33.65 triliun atau 35.2% dari total NAB tersebut. Urutan kedua ditempati oleh reksadana terproteksi Rp 23.16 triliun dan reksadana pendapatan tetap sebesar Rp 17.64 triliun. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun banyak jenis reksadana yang baru bermunculan dengan karakteristiknya masing-masing, reksadana saham tetap menjadi pilihan investasi yang menarik, khususnya untuk investor yang memiliki *risk tolerance* yang cukup tinggi.

Investasi pada reksadana saham memiliki karakteristik serupa dengan *underlying asset*-nya yakni saham sehingga reksadana saham merupakan investasi dengan *high risk-high return*. Kinerja antar reksadana sangat bervariasi dan oleh karena itu investor perlu berhati-hati dalam memilih reksadana saham karena pemilihan reksadana saham akan menentukan *return* yang akan diperoleh investor. Biasanya calon investor hanya melihat rata-rata *return* tahunan yang dihasilkan sebuah reksadana dan membandingkannya dengan pasar yang dalam hal ini direpresentasikan dengan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan reksadana saham lainnya. Reksadana saham yang memberikan kenaikan NAB 30% atau kurang dalam setahun saat IHSG naik 45% dinilai tidak masuk pilihan. Sebaliknya reksadana saham yang memberikan *return* 20% layak dipilih jika pada saat sama IHSG dan reksadana saham lain hanya naik 15% atau kurang. Namun investor harus menyadari bahwa potensi *return* yang diperoleh juga disertai

dengan risiko. Dengan kata lain reksadana saham dengan *return* tertinggi belum tentu merupakan reksadana terbaik karena setiap investasi selalu dilihat dari dua sisi yang tidak terpisahkan yakni *return* dan risiko.

Evaluasi kinerja reksadana sangat penting karena investor dapat mengetahui seberapa baik manajer investasi dalam mencapai target *return* yang diharapkan dan dalam mengendalikan risiko dalam proses investasi. Selain itu investor dapat membandingkan kinerja manajer investasinya dengan manajer investasi lainnya. Kinerja manajer investasi juga dapat dibandingkan dengan strategi investasi pasif. Proses evaluasi kinerja tersebut juga dapat menjadi *feedback* untuk memperbaiki proses manajemen investasi.

Terdapat dua aspek dalam mengukur kinerja reksadana, yaitu *stock selection ability* dan *market timing ability*. *Stock selection ability* menunjukkan kemampuan manajer investasi dalam memilih saham-saham yang *mispriced*, dan mengikutsertakan saham-saham tersebut dalam portofolio yang dikelolanya. Sedangkan *market timing ability* menunjukkan kemampuan untuk memprediksi pergerakan pasar di masa yang akan datang, sehingga dapat menyesuaikan komposisi portofolionya. Pada saat manajer investasi memprediksi bahwa kondisi pasar akan naik (*bullish*), ia akan menaikkan beta potofolionya sehingga keuntungan yang diperoleh akan semakin besar. Sedangkan pada saat manajer investasi memprediksi kondisi pasar akan turun (*bearish*), ia akan menurunkan beta portofolionya sehingga kerugian yang diperoleh dapat diperkecil.

Hubungan antara *stock selection ability* dan *market timing ability* masih menjadi perdebatan. Terdapat beberapa penelitian seperti yang dilakukan oleh Bello dan Janjigian (1997) yang mengatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara kedua kemampuan tersebut. Namun di sisi lain terdapat beberapa penelitian seperti Lehman dan Modest (1987) yang memperoleh kesimpulan bahwa tidak ada hubungan substantif antara keduanya. Dalam karya akhir ini, selain ingin mengetahui kinerja reksadana saham di Indonesia berdasarkan *stock selection ability* dan *market timing ability*, penulis juga ingin mengetahui apakah terdapat hubungan yang signifikan antara kedua kemampuan tersebut.

## 1.2. Perumusan Masalah

Berkaitan dengan latar belakang permasalahan yang telah diuraikan, permasalahan yang akan dibahas dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Bagaimana kinerja reksadana saham di Indonesia pada tahun 2005 hingga tahun 2008, dengan menggunakan ukuran Sharpe index, Treynor index, Jensen alpha, dan *information ratio*?
2. Apakah manajer investasi reksadana saham di Indonesia pada tahun 2005 hingga 2008 memiliki kemampuan *market timing*?
3. Apakah terdapat hubungan antara kemampuan *stock selection* dan *market timing* manajer investasi reksadana saham di Indonesia?

## 1.3. Pembatasan Masalah

Permasalahan yang akan dibahas dalam penelitian ini dibatasi pada hal-hal berikut:

1. Reksadana yang diteliti ialah reksadana saham yang terdaftar di Bapepam-LK sejak Juli 2005 hingga Agustus 2008 dan diasumsikan berinvestasi minimal 80% di saham.
2. Indeks representasi pasar yang digunakan dalam penelitian ini ialah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), sedangkan *risk-free rate* yang digunakan ialah suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI).
3. Pengukuran kinerja reksadana menggunakan Sharpe index, Treynor index, model Jensen, *information ratio*, model Treynor-Mazuy, serta model Henriksson-Merton.

## 1.4. Tujuan Penelitian

Penelitian ini memiliki tujuan sebagai berikut:

1. Memperoleh pemahaman tentang kinerja reksadana saham di Indonesia.



2. Memberikan gambaran pada investor tentang reksadana saham mana yang memiliki kinerja yang baik dan dapat menjadi pertimbangan dalam melakukan investasi.
3. Memeberikan masukan pada para manajer investasi reksadana saham sehingga mereka dapat senantiasa melakukan evaluasi dan perbaikan terhadap portofolio yang mereka kelola.

### 1.5. Sistematika Penulisan

Penulisan dalam karya akhir ini mengikuti sistematika berikut:

#### Bab I. Pendahuluan

Bab ini berisi tentang latar belakang masalah, perumusan masalah, pembatasan masalah, tujuan penelitian, dan sistematika penulisan karya akhir ini.

#### Bab II. Landasan Teori

Bab ini berisi tentang definisi dan konsep yang berkaitan dengan reksadana, proses evaluasi kinerja reksadana, dan hubungan antara kemampuan *stock selection* dan *market timing*, yang menjadi dasar dalam melakukan analisis dan pembahasan.

#### Bab III. Metodologi Penelitian

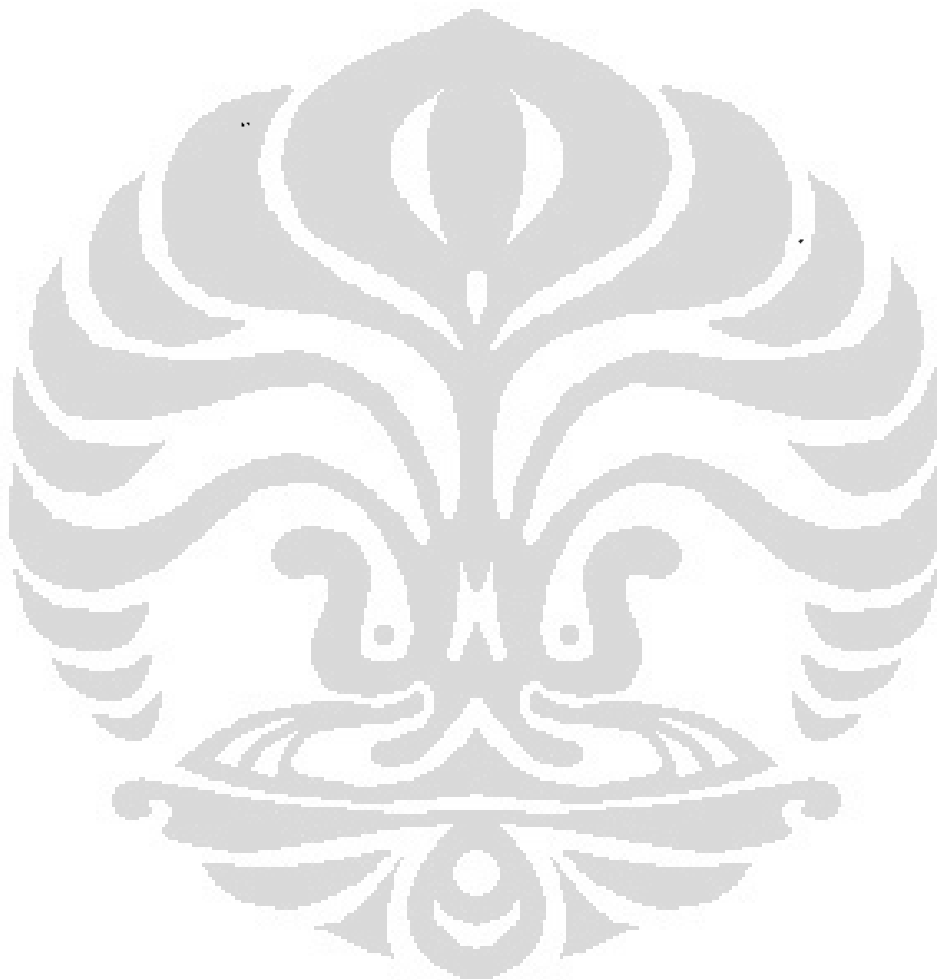
Bab ini berisi hal-hal yang berkaitan dengan cara melakukan penelitian beserta sampel yang menjadi objek penelitian dan tahap-tahap dalam proses pemecahan masalah.

#### Bab IV. Analisis dan Pembahasan

Bab ini berisi penjelasan tentang hasil penelitian, yaitu analisis dan pembahasan kinerja reksadana saham dengan menggunakan berbagai ukuran yang dipilih. Selain itu bab ini juga berisi analisis dan pembahasan mengenai hubungan antara kemampuan *stock selection* dan *market timing*.

## Bab V. Kesimpulan dan Saran

Bab ini berisi kesimpulan yang diperoleh dari penelitian dalam karya akhir ini dan saran yang dapat diberikan pada pihak-pihak yang terkait, yaitu peneliti selanjutnya dan investor.



## **BAB II**

### **TINJAUAN PUSTAKA**

#### **2.1. Reksadana**

##### **2.1.1. Definisi Reksadana**

Menurut Undang-Undang Nomor 8 tentang Pasar Modal tahun 1995 pasal 1 ayat 27, reksadana adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi.

Manajer investasi berperan dalam mengelola dana yang telah terkumpul dan mengalokasikannya pada berbagai instrumen investasi seperti sertifikat Bank Indonesia (SBI), obligasi, dan saham. Selain manajer investasi, pihak yang juga terlibat dalam reksadana ialah bank kustodian. Bank kustodian berperan sebagai pihak yang memberikan jasa penitipan efek dan harta lain yang berkaitan dengan efek serta jasa lain, termasuk menerima dividen, bunga, dan hak-hak lain, menyelesaikan transaksi efek, dan mewakili pemegang rekening yang menjadi nasabahnya.

##### **2.1.2. Bentuk Hukum Reksadana**

Di Indonesia terdapat dua bentuk hukum reksadana yaitu Perseroan Terbatas (PT) dan Kontrak Investasi Kolektif (KIK). Reksadana PT menerbitkan saham yang dapat dibeli oleh investor, yang berarti investor mempunyai kepemilikan atas PT tersebut. Reksadana KIK tidak menerbitkan saham, tetapi menerbitkan Unit Penyertaan. Dengan memiliki Unit Penyertaan Reksadana KIK, investor juga mempunyai kepemilikan atas kekayaan bersih Reksadana KIK tersebut. Beberapa karakteristik dari Reksadana KIK adalah sebagai berikut:

- Unit penyertaan akan terus dijual selama ada investor yang membelinya
- Unit penyertaan tidak terdaftar di bursa efek

- Unit penyertaan yang dimiliki investor dapat dijual kembali pada manajer investasi
- Hasil penjualan atau pembelian kembali unit penyertaan akan mempengaruhi besarnya kekayaan reksadana
- Harga unit penyertaan (harga jual dan harga beli) didasarkan atas Nilai Aktiva Bersih (NAB) per unit yang dihitung oleh bank kustodian secara harian.

### 2.1.3. Sifat Operasional Reksadana

Sifat operasional reksadana terbagi menjadi dua yaitu reksadana tertutup dan reksadana terbuka. Pada reksadana terbuka, jual beli unit penyertaan reksadana dilakukan antara reksadana (manajer investasi) dengan investor, tanpa melalui bursa. Sedangkan pada reksadana tertutup, jual beli setelah penawaran umum perdana (pasar sekunder) dilakukan melalui bursa antara investor dengan investor lainnya. Reksadana berbentuk perseroan dapat beroperasi secara terbuka maupun tertutup, sedangkan reksadana berbentuk KIK hanya dapat beroperasi secara terbuka.

### 2.1.4. Jenis-jenis Reksadana

Secara umum reksadana terbagi menjadi lima kategori (Pratomo, 2007) yaitu:

- Reksadana pasar uang  
Reksadana pasar uang ialah reksadana yang berinvestasi 100% ke dalam efek pasar uang (efek utang yang jatuh temponya kurang dari satu tahun), misalnya deposito dan SBI. Reksadana ini memiliki tingkat risiko paling rendah dan paling likuid dibanding dengan reksadana lainnya.
- Reksadana pendapatan tetap  
Reksadana pendapatan tetap ialah reksadana yang berinvestasi minimum 80% pada efek utang, umumnya pada obligasi. Reksadana ini memiliki potensi keuntungan sekaligus risiko yang lebih tinggi daripada reksadana pasar uang.
- Reksadana saham

Reksadana saham ialah reksadana yang berinvestasi minimum 80% pada efek saham. Reksadana saham memiliki potensi keuntungan yang tinggi yaitu dengan peningkatan harga saham atau dengan dividen yang dibagikan. Namun tingkat risiko yang menyertainya juga tinggi, sehingga reksadana saham cocok untuk investasi jangka panjang.

- **Reksadana campuran**

Reksadana campuran ialah reksadana yang berinvestasi pada kombinasi efek utang dan efek saham dengan alokasi yang tidak dapat dikategorikan ke dalam ketiga jenis reksadana di atas. Proporsi portofolio dapat diubah-ubah dari orientasi saham ke obligasi atau pasar uang dan sebaliknya.

- **Reksadana terstruktur**

Reksadana terstruktur terdiri dari reksadana terproteksi, reksadana dengan penjaminan dan reksadana indeks.

### **2.1.5. Nilai Aktiva Bersih**

Nilai aktiva bersih (NAB) ialah nilai pasar dari efek dalam portofolio reksadana yang didasari pada harga penutupan efek yang bersangkutan, kemudian dikurangi seluruh kewajiban reksadana. Kewajiban reksadana antara lain ialah biaya pengelolaan investasi oleh manajer investasi, biaya bank kustodian, dan sebagainya. NAB per unit penyertaan dijadikan acuan sebagai harga jual reksadana yang ditawarkan manajer investasi pada investor dan sekaligus menjadi harga beli reksadana jika investor ingin menjual unit penyertaan yang dimilikinya pada manajer investasi. NAB per unit penyertaan juga merupakan ukuran yang digunakan dalam proses pengukuran kinerja reksadana.

### **2.1.6. Kelebihan dan Risiko Reksadana**

Kelebihan yang dimiliki oleh reksadana antara lain:

1. Investor yang memiliki dana terbatas memiliki peluang untuk berinvestasi di saham-saham unggulan dan lainnya
2. Dana yang terhimpun dapat digunakan untuk investasi di berbagai macam instrumen, sehingga dapat melakukan diversifikasi

3. Reksadana dikelola oleh manajer investasi yang memiliki pengetahuan, keahlian dan sarana dalam menganalisis instrumen investasi yang ada, sehingga para manajer investasi memiliki kemampuan memilih investasi yang cenderung lebih baik daripada investor individual.
4. Manajer investasi memperoleh kemudahan dan fasilitas yang lebih daripada investor individual, misalnya ketika berinvestasi pada obligasi tidak perlu membayar pajak atas penerimaan kupon dan dapat membeli obligasi yang bernilai tinggi.
5. Likuiditas reksadana cukup tinggi, karena investor dapat menjual unit penyertaan yang dimilikinya pada manajer investasi, dan jika hal ini terjadi maka manajer investasi wajib membelinya.
6. Reksadana dan prosedur-prosedur di dalamnya diatur oleh Bapepam-LK sehingga investor akan merasa lebih aman dan kepentingannya dijaga dengan baik.
7. Investor menerima laporan manajer investasi secara periodik sehingga investor dapat mengetahui lebih banyak tentang investasinya.
8. Reksadana memiliki berbagai pendekatan dalam menyusun komponen portofolionya, sehingga investor dapat memilih jenis reksadana yang sesuai dengan karakternya.

Risiko yang dihadapi investor dalam berinvestasi di reksadana antara lain:

1. Risiko berkurangnya nilai unit penyertaan, disebabkan oleh penurunan harga efek yang ada di dalam portofolio reksadana.
2. Risiko likuiditas, jika terjadi penjualan unit penyertaan oleh investor (*redemption*) secara terus-menerus maka manajer investasi yang bersangkutan dapat mengalami kesulitan menyediakan dana untuk melakukan pembelian tersebut.
3. Risiko yang berkaitan dengan kondisi ekonomi dan politik, yang dapat menyebabkan kinerja perusahaan menurun sehingga terjadi penurunan pula pada harga efek dalam portofolio.
4. Risiko wanprestasi, jika pihak yang terkait dengan manajer investasi tidak mampu memenuhi kewajibannya.

## 2.2. Penelitian Terdahulu

Bello dan Janjigian (1997) dalam penelitiannya yang mencakup 633 reksadana saham Amerika Serikat pada periode 1984-1994 menyimpulkan bahwa terdapat kemampuan *market timing* yang positif dan signifikan, dan terdapat korelasi negatif antara *market timing* dan *selectivity*.

Lhabitant (2001) meneliti kemampuan *market timing* dan *stock selection* dari reksadana saham di Swiss periode 1977-1999, dan tidak menemukan bukti adanya kemampuan *market timing* dan *stock selection* yang superior terhadap portofolio pasif yang menjadi acuan. Dalam penelitiannya tersebut, Lhabitant juga menemukan adanya korelasi negatif antara koefisien *market timing* dan *stock selection*.

Kedua penelitian di atas mendukung banyak penelitian sebelumnya seperti Henriksson (1984) serta Jagannathan dan Korajczyk (1986) yang juga menemukan bahwa terdapat korelasi negatif antara *selectivity* dan *market timing*. Hal ini dapat menjadi indikasi adanya spesialisasi aktivitas atau keahlian dari manajer investasi antara kedua kemampuan tersebut.

Ekholm (2008) dalam penelitiannya tentang kinerja reksadana saham di Amerika Serikat menemukan variasi yang besar pada tindakan manajer investasi. Ekholm menyimpulkan adanya hubungan antara tindakan yang diambil manajer investasi dengan kinerja yang dicapai, yaitu strategi *stock selection* akan menyebabkan meningkatnya kinerja, sedangkan strategi *market timing* akan menurunkan kinerja.

Drew, Veeraraghavan, dan Wilson (2005) meneliti tentang kemampuan *market timing* dan *stock selection* di Australia tahun 1991-2000. Hasilnya menunjukkan bahwa manajer investasi di Australia tidak memiliki kemampuan *market timing* maupun *stock selection* yang cukup untuk menghasilkan alfa yang positif. Selain itu, tidak seperti sebagian besar penelitian-penelitian sebelumnya, penelitian ini tidak menemukan adanya hubungan negatif yang signifikan antara kemampuan *market timing* dan *stock selection*.

Namun hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Lehman dan Modest (1987) yang juga tidak menemukan adanya hubungan negatif yang signifikan

antara kedua jenis kemampuan tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa manajer investasi tidak berusaha secara signifikan mengubah tingkat risiko sistematis yang dimiliki, sehingga koefisiennya cenderung tetap sepanjang periode tersebut. Penemuan ini juga konsisten dengan penelitian Fabozzi dan Francis (1979) bahwa manajer investasi di Amerika Serikat tidak berusaha mengubah risiko sistematis untuk mengeksploitasi pergerakan pasar. Alasan yang mungkin mendasari fenomena tersebut ialah ketidakmampuan manajer investasi atau biaya yang tinggi untuk bereaksi terhadap pergerakan pasar.

Dugaan awal untuk penelitian karya akhir ini ialah adanya hubungan negatif antara *stock selection* dan *market timing*. Hal yang mendorong dugaan ini ialah *stock selection* berkaitan dengan kemampuan manajer investasi menganalisis perusahaan-perusahaan secara individu dan lebih bersifat mikro, sedangkan *market timing* berkaitan dengan kemampuan menganalisis pasar secara keseluruhan (makro), serta banyaknya penelitian sebelumnya yang mengindikasikan hubungan negatif tersebut.

### 2.3. Investasi

Pengertian investasi menurut Frank Reilly (2006) ialah *“the current commitment of dollars for a period of time in order to derive future payments that will compensate the investor for (1) the time the funds are committed, (2) the expected rate of inflation, and (3) the uncertainty of the future payments.”*

Sedangkan menurut Pontjowinoto dalam bukunya *“Why Mutual Funds?”* mengartikan investasi sebagai pengalokasian dana pada aset dengan harapan bahwa nilainya akan meningkat di masa yang akan datang. Dalam investasi terdapat dua konsep yaitu waktu dan risiko (Ekasari, 1999). Pengorbanan dalam bentuk penyisihan dana dilakukan pada saat sekarang dan bersifat pasti, sedangkan keuntungan diperoleh di masa yang akan datang dan bersifat tidak pasti.

Kebutuhan investasi seseorang berbeda antara satu dengan lainnya, tergantung pada beberapa pertimbangan berikut:

- Alasan melakukan investasi
- Periode atau lamanya investasi



- Sumber dana untuk melakukan investasi
- Kemampuan menghadapi risiko yang timbul dari investasi
- Alternatif investasi yang tersedia
- Informasi yang tersedia mengenai masing-masing alternatif investasi
- Kemampuan menentukan pilihan investasi yang sesuai

Secara umum terdapat tiga cara untuk berinvestasi pada aset keuangan. Pertama, melakukan investasi secara independen. Hal ini dapat dilakukan oleh individu atau lembaga yang memiliki dana yang relatif besar, memiliki kemampuan untuk menganalisis kondisi dan tren dalam ekonomi, industri dan bisnis, memiliki pengetahuan untuk menganalisis investasi dan mengatasi risiko, dan memiliki pemahaman tentang mekanisme di pasar modal. Sehingga seluruh keputusan tergantung pada investor itu sendiri. Cara kedua berinvestasi pada aset keuangan ialah menghubungi manajer investasi dan membayarnya untuk mengelola dana yang dimilikinya. Dalam hal ini, investor berhak atas pelayanan eksklusif seperti konsultasi 24 jam, bantuan dalam menentukan tujuan investasi dan struktur portofolionya. Selain itu kelebihan metode ini ialah jenis investasi cukup fleksibel. Cara yang ketiga ialah berpartisipasi dalam reksadana. Reksadana berusaha meraih keuntungan dengan cara mengumpulkan dana dari para investor.

#### 2.4. Teori Portofolio

Hal yang diharapkan dalam melakukan investasi ialah memperoleh *return* yang dapat menjadi kompensasi atas risiko yang telah ditanggung oleh investor. Investor dapat mengurangi risiko dalam investasinya dengan cara melakukan diversifikasi. Dana yang dimiliki investor tidak dialokasikan hanya pada satu instrumen investasi (efek), tetapi sekumpulan efek yang berbeda. Kumpulan efek tersebut dinamakan portofolio. Hal yang perlu diperhatikan dalam pembentukan portofolio ialah korelasi antara *return* dari masing-masing efek, karena risiko akan dapat dikurangi jika korelasinya tidak sempurna yaitu kurang dari 1 (Bodie, Kane, dan Marcus, hal.210). Pada saat terjadi kerugian pada sebagian efek-efek dalam suatu portofolio, maka sebagian lainnya yang mengalami keuntungan akan membantu menutup kerugian tersebut, sehingga risiko dapat diturunkan.

#### 2.4.1. *Expected Return*

Ketika seseorang berinvestasi, ia menunda konsumsi saat ini untuk menambah kekayaannya sehingga dapat mengonsumsi lebih banyak di masa yang akan datang. *Return* dari suatu investasiberkaitan dengan perubahan kekayaan investor, yang dapat diperoleh dari *cash inflow* seperti dividen dan bunga atau dari perubahan harga aset. Investor yang mengevaluasi alternatif investasi akan mengharapkan tingkat *return* tertentu, yang dapat disebut dengan *expected return* (Reilly, hal.10).

#### 2.4.2. Risiko

Investor mengharapkan *return* di masa yang akan datang, tetapi besar *return* tersebut sangat jarang dapat diprediksi dengan tepat. *Actual return* hampir selalu berbeda nilainya dengan *expected return*. Selisih antara kedua nilai ini disebut risiko. Salah satu ukuran yang digunakan untuk risiko ialah standar deviasi dari *return*.

Standar deviasi merupakan total risiko dari portofolio, yang terbagi menjadi dua jenis risiko, yaitu risiko sistematis dan tidak sistematis. Diversifikasi yang dilakukan tidak dapat terus menurunkan risiko hingga mencapai nol, tetapi terbatas pada nilai tertentu. Jenis risiko yang dapat dikurangi dengan diversifikasi disebut risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*). Risiko ini berkaitan dengan faktor-faktor spesifik perusahaan atau industri. Sedangkan risiko yang tetap ada setelah proses diversifikasi disebut risiko sistematis (*systematic risk*). *Systematic risk* disebabkan oleh adanya faktor-faktor yang mempengaruhi semua perusahaan, misalnya kondisi perekonomian dan kebijakan pajak (Husnan, hal.162).

#### 2.4.3. *Capital Asset Pricing Model*

*Capital Asset Pricing Model* (CAPM) ialah model yang dapat digunakan untuk mengetahui *return* yang diharapkan (*required rate of return*) untuk aset-aset yang berisiko. *Required rate of return* yang dihasilkan CAPM dapat menjadi suatu batas untuk menentukan kewajaran nilai dari suatu investasi. Misalnya telah diestimasi *return* yang akan dihasilkan oleh suatu investasi, maka untuk

menentukan apakah investasi tersebut *overvalued*, *properly valued*, atau *undervalued* dilakukan perbandingan antara estimasi *return* dengan *required rate of return* hasil CAPM. CAPM dinyatakan dalam persamaan berikut (Husnan, hal.176).

$$E(R_i) = R_f + \beta_i (E(R_m) - R_f) \quad (2.2)$$

dengan

$E(R_i)$  = *expected return* dari aset i

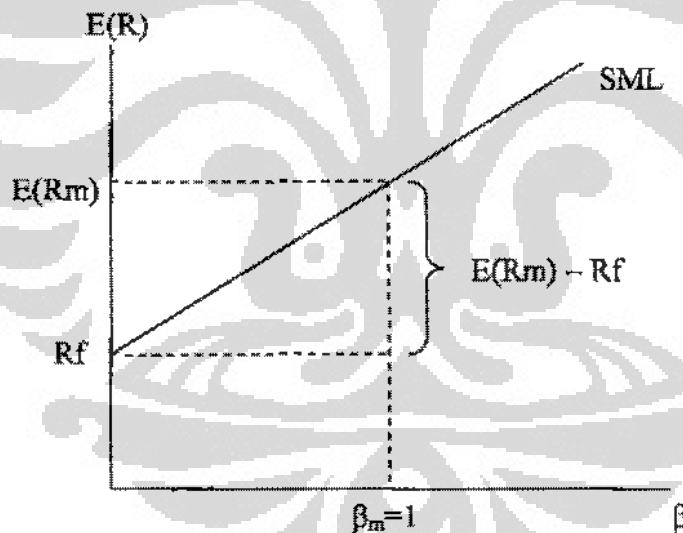
$R_f$  = *risk-free rate*

$E(R_m)$  = *return pasar*

$\beta_i$  = risiko sistematis dari aset (beta)

#### 2.4.4. Security Market Line

Hubungan antara *expected return* dengan beta dapat digambarkan sebagai *Security Market Line* (SML) pada gambar 2.1.



Gambar 2.1 *Security Market Line*

Sumber: Bodie, Kane, dan Marcus (2008), hal. 302

SML dapat dianggap sebagai acuan untuk evaluasi kinerja investasi. Untuk tingkat risiko tertentu dari investasi yang diukur dengan beta, SML memberikan *required rate of return* yang diperlukan sebagai kompensasi atas risiko yang ditanggung. Aset yang *fairly priced* terletak pada SML. Jika suatu aset menarik atau *underpriced* maka aset tersebut memiliki *expected return* lebih besar dari

yang diwakili SML. Dengan kata lain, untuk nilai beta tertentu *expected return* yang dimiliki lebih tinggi daripada yang diprediksi CAPM, sehingga aset tersebut terletak di atas SML. Sedangkan aset yang *overpriced* terletak di bawah SML (Bodie, Kane, dan Marcus, hal.303).

## 2.5. Evaluasi Kinerja Portofolio

Dalam membandingkan kinerja antar-portofolio, tidak cukup jika hanya memperhatikan *return* yang dihasilkan. Hal lain yang juga harus dipertimbangkan ialah risiko. Berdasarkan teori portofolio dan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) terdapat beberapa indikator untuk mengukur kinerja portofolio yang mempertimbangkan *return* sekaligus risiko (*risk-adjusted return*).

### 1. Sharpe Measure

Sharpe Measure didefinisikan sebagai berikut (Amenc, hal.109):

$$S_p = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\sigma(R_p)} \quad (2.3)$$

dengan

$\bar{R}_p$  ialah rata-rata *return* portofolio

$\bar{R}_f$  ialah rata-rata *risk-free rate*

$\sigma(R_p)$  ialah standar deviasi dari *return* portofolio

Rasio ini menunjukkan *excess return* dari portofolio dibandingkan dengan *risk-free rate*, terhadap total risiko portofolio (yang diukur dengan standar deviasi). *Sharpe measure*, atau disebut juga dengan *reward-to-variability ratio*, digunakan sebagai ukuran kompensasi yang diterima karena telah menanggung tingkat risiko tertentu. Semakin tinggi nilai *Sharpe measure* maka semakin baik kinerja portofolio. Perhitungan dan interpretasi *Sharpe measure* mudah dan sederhana. Namun ukuran ini tidak dapat menjelaskan nilai tambah yang dihasilkan oleh portofolio. Ukuran ini sesuai digunakan jika investor hanya memiliki satu portofolio, karena risiko yang diperhatikan ialah total risiko.

### 2. Treynor Measure

Treynor Measure didefinisikan sebagai berikut (Amenc, hal.108):

$$T_p = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\beta_p} \quad (2.4)$$

dengan

$\bar{R}_p$  ialah rata-rata *return* portofolio

$\bar{R}_f$  ialah rata-rata *risk-free rate*

$\beta_p$  ialah beta portofolio

Rasio ini menunjukkan *excess return* dari portofolio dibandingkan dengan *risk-free rate*, terhadap risiko sistematis portofolio (diukur dengan beta). Treynor measure (*reward-to-volatility ratio*) sesuai digunakan untuk menilai kinerja portofolio yang terdiversifikasi dengan baik (*well-diversified*), karena hanya mempertimbangkan bagian risiko yang tidak hilang setelah diversifikasi, yaitu beta. Ukuran ini membutuhkan pemilihan acuan yang tepat karena akan sangat mempengaruhi hasil perhitungan beta. Semakin tinggi nilai Treynor measure maka semakin baik kinerja portofolio.

### 3. Jensen Measure (Amenc, hal.110)

$$\alpha_p = \bar{R}_p - (\bar{R}_f + \beta_p (\bar{R}_m - \bar{R}_f)) \quad (2.5)$$

dengan

$\bar{R}_p$  ialah rata-rata *return* portofolio

$\bar{R}_f$  ialah rata-rata *risk-free rate*

$\bar{R}_m$  ialah rata-rata *return* pasar

Nilai  $\alpha_p$  disebut Jensen Measure atau Jensen's alpha, menunjukkan besarnya *return* portofolio yang melebihi prediksi CAPM. Nilai Jensen's alpha yang positif menunjukkan bahwa kinerja portofolio tersebut baik (*superior*). Namun Jensen's alpha tidak sesuai digunakan untuk membandingkan portofolio dengan tingkat risiko yang berbeda.

### 4. Information Ratio

*Information ratio*, atau sering disebut *appraisal ratio*, mirip dengan Sharpe measure, tetapi perbedaannya terletak pada penggantian *risk-free asset* dengan suatu portofolio acuan. *Information ratio* dapat dinyatakan dengan rumus berikut (Amenc, hal.114).

$$IR = \frac{E(R_p) - E(R_b)}{\sigma(R_p - R_b)} \quad (2.6)$$

$R_b$  ialah *return benchmark portfolio* (portofolio acuan).

*Information ratio* juga dapat dinyatakan sebagai berikut.

$$IR = \frac{\alpha_p}{\sigma(e_p)} \quad (2.7)$$

$\alpha_p$  = Jensen alpha

$\sigma(e_p)$  = *tracking-error*

Rasio ini mengukur *abnormal return* per unit *unsystematic risk*. Nilai *information ratio* yang positif menunjukkan kinerja yang superior. *Information ratio* sangat sensitif terhadap pemilihan portofolio acuan serta membutuhkan banyak data untuk menentukan signifikansinya. Jika portofolio mengikuti portofolio acuan (*tracking error* rendah) maka perubahan *excess return* sedikit saja akan menyebabkan perubahan besar pada nilai *information ratio*.

Keempat indikator yang telah disebutkan di atas hanya memperhitungkan kemampuan *stock selection* yang dimiliki oleh manajer investasi. Selain *stock selection*, terdapat strategi lain yang dimiliki oleh manajer investasi yaitu *market timing*. Dengan mengevaluasi kemampuan *market timing* dapat ditentukan apakah hasil portofolio diperoleh karena keputusan-keputusan investasi yang tepat di saat yang tepat atau hanya karena faktor keberuntungan. Terdapat dua model yang dapat digunakan untuk mengevaluasi kemampuan *market timing*.

#### 1. Model Treynor-Mazuy

Model ini ialah bentuk kuadratik dari model CAPM. Model ini dapat memperhitungkan perubahan beta portofolio sehingga dapat diketahui kemampuan *market timing* dari manajer investasi. Manajer investasi dikatakan memiliki kemampuan *market timing* jika dapat mengantisipasi kondisi pasar dengan baik. Pada saat pasar diprediksi akan naik, manajer investasi ini akan menaikkan beta portofolionya, sehingga keuntungan yang diperoleh menjadi lebih tinggi. Sedangkan pada saat pasar diprediksi akan turun, maka beta portofolio yang dikelolanya akan diturunkan, sehingga

kerugian yang dialami menjadi lebih kecil. Model Treynor-Mazuy dapat dinyatakan sebagai berikut (Bodie, Kane, dan Marcus, hal.868).

$$R_p - R_f = \alpha_p + \beta_p (R_m - R_f) + \gamma_p (R_m - R_f)^2 + \varepsilon_p \quad (2.8)$$

dengan

$R_p$  = *return* portofolio

$R_m$  = *return* pasar

$R_f$  = *risk-free rate*

$\varepsilon_p$  = *random error*

Manajer investasi dikatakan memiliki kemampuan *market timing* jika  $\gamma_p$  bernilai positif. Model ini juga dapat mengukur kemampuan *stock selection*, yaitu dilihat dari  $\alpha_p$ , jika nilainya positif maka manajer investasi memiliki kemampuan *stock selection*.

## 2. Model Henriksson-Merton

Henriksson dan Merton membentuk model dengan ide awal yang mirip dengan Treynor dan Mazuy untuk mengevaluasi kemampuan *market timing*. Namun dalam model ini yang ditambahkan ialah *dummy variable* yang didasari pada selisih antara *return* pasar dan *risk-free rate*. Model Henriksson-Merton dapat dinyatakan sebagai berikut (Bodie, Kane, dan Marcus, hal.868).

$$R_p - R_f = \alpha_p + \beta_p (R_m - R_f) + \gamma_p (R_m - R_f)D + \varepsilon_p \quad (2.9)$$

dengan

$R_p$  = *return* portofolio

$R_m$  = *return* pasar

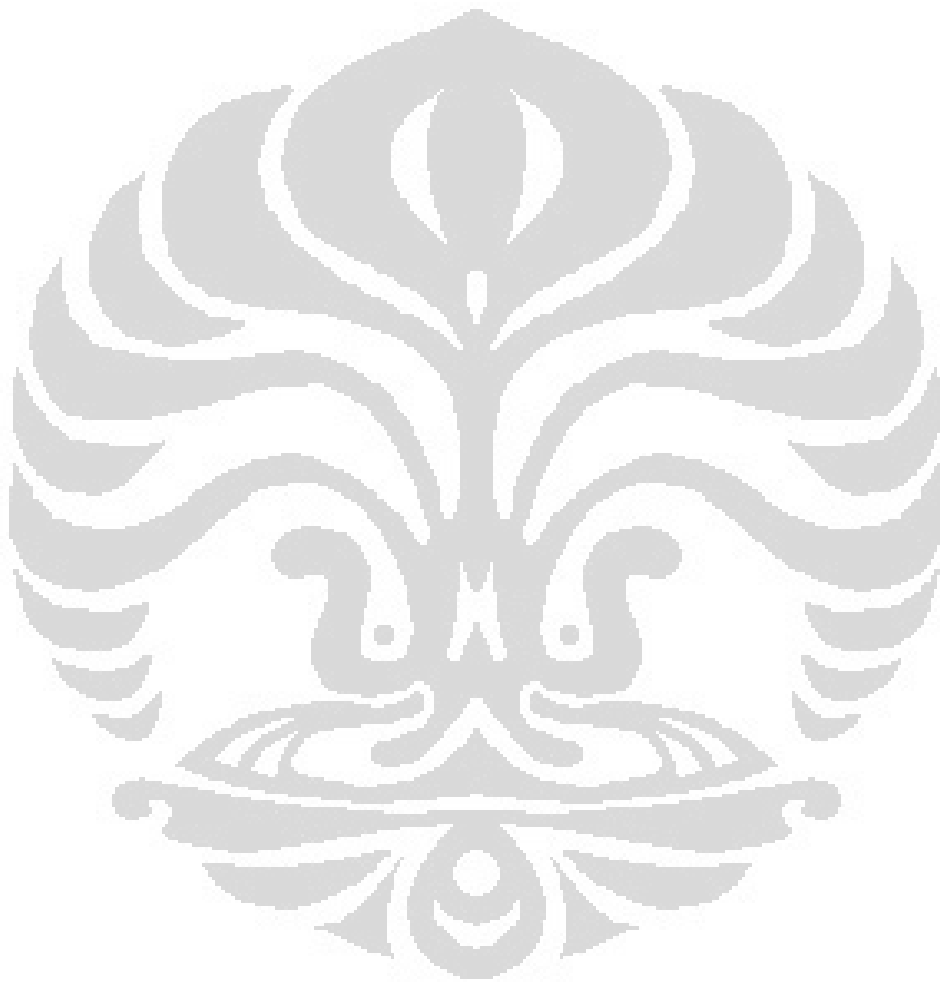
$R_f$  = *risk-free rate*

$D = 1$  jika  $R_m > R_f$ ;  $D = 0$  jika lainnya

$\varepsilon_p$  = *random error*

Interpretasi model Henriksson-Merton hampir sama dengan model Treynor-Mazuy, yaitu manajer investasi dikatakan memiliki kemampuan *market timing* jika  $\gamma_p$  bernilai positif dan kemampuan *stock selection* jika  $\alpha_p$  bernilai positif. Kelemahan model ini jika dibandingkan dengan model Treynor-Mazuy ialah pada model ini beta portofolio dibatasi memiliki salah satu dari

dua nilai. Dalam hal ini tingkat risiko yang berkaitan dengan *return* pasar ialah pada saat pasar sedang *bullish* (*up-market beta*) dan pada saat pasar sedang *bearish* (*down-market beta*), padahal tingkat risiko terhadap pasar semakin tinggi seiring dengan *risk premium* yang semakin tinggi, dan tidak hanya terbagi menjadi dua nilai.





## BAB III METODOLOGI PENELITIAN

### 3.1. Obyek Penelitian

Berdasarkan aturan dari Bapepam-LK, reksadana saham ialah reksadana dengan minimum 80% dari komposisi portofolionya merupakan saham. Namun komposisi dari masing-masing portofolio tidak diketahui secara rinci. Obyek yang akan diteliti dalam karya akhir ini adalah reksadana saham yang aktif selama periode penelitian yaitu bulan Juli 2005 sampai dengan Agustus 2008. Reksadana yang memenuhi kriteria tersebut beserta manajer investasinya masing-masing dapat dilihat pada Tabel 3.1.

Tabel 3.1. Daftar Reksadana Saham yang Diteliti

No	Reksadana	Manajer Investasi
1	Bahana Dana Prima	PT Bahana TCW Investment Management
2	BNI Reksadana Berkembang	PT BNI Securities
3	Dana Sentosa	PT Equity Development Securities
4	Danareksa Mawar	PT Danareksa Investment Management
5	First State Indoequity Sectoral Fund	PT First State Investments Indonesia
6	Fortis Ekuitas	PT Fortis Investments
7	MaestroDinamis	PT AXA Asset Management Indonesia
8	Manulife Dana Saham	PT Manulife Aset Manajemen Indonesia
9	NAM Investasi Agresif	PT Niaga Aset Manajemen
10	Nikko Saham Nusantara	PT Nikko Securities Indonesia
11	Panin Dana Maksima	PT Panin Sekuritas
12	Phinisi Dana Saham	PT Manulife Aset Manajemen Indonesia
13	Platinum Saham	PT Platinum Assets Management
14	RD Saham BUMN	PT JATIM Investment Management
15	Rencana Cerdas	PT Ciptadana Asset Management
16	Schroder Dana Istimewa	PT Schroder Investment Management Indonesia
17	Schroder Dana Prestasi Plus	PT Schroder Investment Management Indonesia
18	Si Dana Saham	PT Batavia Prosperindo Aset Manajemen
19	Trim Kapital	PT Trimegah Securities Tbk

Sumber: Bapepam

### 3.2. Pengumpulan Data

Untuk mendukung penelitian ini, penulis memperoleh data berupa data sekunder yang antara lain berasal dari *text book*, jurnal, serta berbagai situs internet seperti situs Bapepam, Bank Indonesia, Bursa Efek Indonesia, Yahoo, dan lain sebagainya.

Data-data tersebut antara lain adalah sebagai berikut:

- Nilai Aktiva Bersih per Unit Penyertaan (NAB/unit) tiap reksadana yang diteliti, dari situs Bapepam
- Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), dari situs *Yahoo finance*
- Suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI), dari situs Bank Indonesia

### 3.3. Perbandingan

Untuk menentukan apakah suatu investasi menarik serta apakah investasi tersebut memberikan hasil yang baik, investasi tersebut harus dibandingkan dengan suatu ukuran yang dapat menjadi acuan. Hasil investasi pada umumnya dibandingkan dengan dua ukuran yaitu ukuran *return* pasar dan *return* dari aset yang bebas risiko. Dalam penelitian ini yang mewakili pasar ialah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sedangkan yang mewakili aset bebas risiko ialah Sertifikat Bank Indonesia (SBI).

### 3.4. Variabel Penelitian

Variabel-variabel yang dibutuhkan untuk melakukan analisis dalam karya akhir ini adalah:

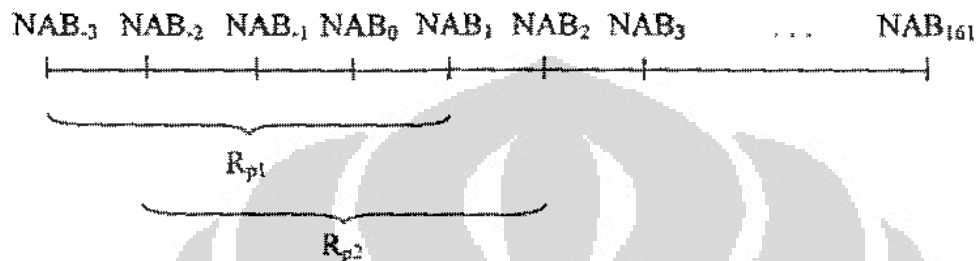
- *Return* portofolio

Ukuran *return* portofolio yang digunakan berupa *return* bulanan. Konsep perhitungan *return* portofolio pada karya akhir ini ialah *rolling return*. Hal ini dilakukan dengan cara menggunakan data NAB/unit mingguan tetapi *return* tetap dihitung untuk jangka waktu satu bulan.

Misalnya NAB/unit minggu pertama Agustus 2005 dikurangkan dengan NAB/unit minggu pertama Juli 2005 kemudian dibagi NAB/unit minggu pertama Juli 2005. Nilai yang diperoleh ialah *return* portofolio periode 1.

Setelah itu NAB/unit minggu kedua Agustus 2005 dikurangkan dengan NAB/unit minggu kedua Juli 2005 kemudian dibagi NAB/unit minggu kedua Juli 2005. Nilai yang diperoleh ialah *return* portofolio periode 2.

Hal ini dilakukan hingga akhir periode penelitian. Perhitungan ini dapat diilustrasikan melalui Gambar 3.1.



Gambar 3.1. Perhitungan *Rolling Return* Portofolio

Perhitungan yang telah dijelaskan sebelumnya secara ringkas dapat dinyatakan dengan rumus berikut:

$$R_{pt} = \frac{NAB_t - NAB_{t-4}}{NAB_{t-4}}$$

$R_{pt}$  = *return* bulanan portofolio untuk periode t

$NAB_t$  = NAB/unit pada periode t

$NAB_{t-4}$  = NAB/unit pada periode t-4

- *Return* pasar

Perhitungan *return* pasar dilakukan dengan cara yang hampir sama dengan perhitungan *return* portofolio, yaitu dengan *rolling return*. Perbedaannya terletak hanya pada variabel yang digunakan, NAB/unit diganti dengan IHSG. Rumus yang digunakan untuk memperoleh *return* pasar dalam karya akhir ini ialah:

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-4}}{IHSG_{t-4}}$$

$R_{mt}$  = *return* bulanan pasar untuk periode t

$IHSG_t =$  IHSG pada periode t

$IHSG_{t-4} =$  IHSG pada periode t-4

- *Return* aset bebas risiko (*risk-free rate*), menggunakan suku bunga bulanan SBI
- Standar deviasi *return* portofolio
- Beta portofolio

Beta portofolio menjelaskan pergerakan *return* portofolio relatif terhadap *return* pasar. Beta portofolio diperoleh dari regresi antara *excess return* portofolio (sebagai variabel dependen) dengan *excess return* pasar (sebagai variabel independen). Persamaan regresi yang digunakan dapat dinyatakan sebagai berikut.

$$R_p - R_f = \alpha_p + \beta_p (R_m - R_f) + \varepsilon_p$$

Hasil  $\beta_p$  yang diestimasi dengan persamaan regresi tersebut merupakan nilai beta portofolio.

- Alat ukur kinerja portofolio

Alat ukur yang digunakan untuk mengevaluasi kinerja portofolio ialah ukuran-ukuran yang telah dibahas pada bab 2, yaitu Sharpe measure, Treynor measure, Jensen's alpha, *information ratio*, model Treynor-Mazuy, dan model Henriksson-Merton.

Untuk masing-masing reksadana dilakukan tiga kali regresi (model Jensen, Treynor-Mazuy, dan Henriksson-Merton). Untuk setiap regresi dilakukan pemeriksaan apakah terdapat masalah dalam analisis regresi linier.

Jika terdapat masalah dilakukan perbaikan sehingga setelah itu koefisien hasil regresi dapat diinterpretasikan. Setelah ukuran-ukuran tersebut diperoleh, dihitung korelasi antara koefisien yang merepresentasikan *stock selection* dan koefisien yang merepresentasikan *market timing*.

### 3.5. Regresi Linier

Analisis regresi berguna untuk mengetahui pengaruh dari satu atau beberapa variabel independen terhadap suatu variabel dependen. Jika variabel independen dalam model regresi hanya satu, model disebut model regresi sederhana.

Sedangkan jika variabel independen berjumlah lebih dari satu, maka disebut model regresi berganda. Dalam hal ini variabel dependen dan variabel-variabel independen bersifat kontinu. Secara umum, model regresi dapat dinyatakan sebagai berikut.

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \dots + \beta_k X_{ki} + \varepsilon_i$$

dengan

Y = variabel dependen

X = variabel independen

$\beta$  ialah parameter yang diestimasi melalui regresi

$\varepsilon$  = *random error* (residual)

$i = 1, 2, \dots, n$  ;  $n$  = banyak observasi

Persamaan regresi linier sederhana dapat digambarkan sebagai suatu garis regresi. Ketepatan prediksi yang dihasilkan dari persamaan regresi dapat terlihat dari jarak antara titik-titik observasi dengan garis tersebut. Semakin dekat jaraknya maka semakin tepat prediksi yang dihasilkan. Dalam hal ini jarak yang diperhatikan ialah kuadrat dari selisih antara titik observasi dan titik pada garis regresi, sehingga analisis regresi linier juga disebut dengan *ordinary least square* atau kuadrat terkecil.

Untuk melakukan interpretasi dalam analisis regresi perlu dilakukan pengujian untuk mengetahui apakah koefisien regresi yang diperoleh signifikan. Terdapat dua uji yang dapat dilakukan yaitu uji-F dan uji-t. Uji F digunakan untuk menguji koefisien regresi secara bersama-sama, sedangkan uji-t untuk menguji koefisien regresi secara individu. Dengan menggunakan Eviews, diperoleh nilai-nilai yang digunakan untuk pengujian. Dalam penelitian ini koefisien regresi dikatakan signifikan jika nilai probabilitas (Prob.) kurang dari 5%.

Dalam analisis regresi terdapat beberapa permasalahan yang mungkin muncul dan mempengaruhi hasil regresi, antara lain adalah multikolinieritas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi.

#### a. Multikolinieritas

Multikolinieritas terjadi jika terdapat hubungan linier antar variabel independen. Masalah ini dapat menyebabkan variansi yang besar sehingga sulit digunakan sebagai alat estimasi, nilai statistik uji t akan kecil sehingga dapat berujung pada kesimpulan bahwa variabel independen tidak signifikan mempengaruhi variabel dependen.

Untuk mengetahui apakah terdapat multikolinieritas dalam regresi dapat dihitung nilai *variance inflation factor* (VIF). Terdapat beberapa pendapat mengenai batasan nilai VIF yang dapat ditoleransi. Ada yang mengatakan bahwa jika nilai VIF kurang dari 5 dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas. Selain itu ada juga yang mengatakan bahwa multikolinieritas dianggap tidak ada jika nilai VIF kurang dari 10.

Masalah multikolinieritas dapat diatasi dengan beberapa cara, antara lain ialah menambahkan data jika memungkinkan atau menghilangkan salah satu variabel independen dari model regresi, kecuali jika menurut teori yang bersangkutan variabel tersebut tidak boleh dihilangkan.

#### b. Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas ialah kondisi dimana residual tidak memiliki variansi yang konstan. Masalah yang dapat ditimbulkan oleh adanya heteroskedastisitas antara lain yaitu perhitungan *standard error* yang tidak dapat dipercaya kebenarannya sehingga uji hipotesis yang didasarkan pada uji t dan uji F juga tidak dapat dipercaya.

Salah satu metode yang dapat digunakan untuk mengetahui adanya heteroskedastisitas ialah uji White. Dengan menggunakan Eviews, jika pada hasil regresi nilai probabilitas untuk  $Obs \cdot R\text{-squared}$  kurang dari 5% maka disimpulkan terjadi heteroskedastisitas.

Salah satu cara yang dapat dilakukan untuk mengatasi masalah ini ialah metode White, yang dikenal juga dengan *heteroscedasticity-corrected variances*. Metode ini tersedia dan langsung dapat digunakan di Eviews.

#### c. Autokorelasi

Autokorelasi ialah hubungan linier antara residual satu observasi dengan residual observasi lainnya. Autokorelasi dapat diidentifikasi dengan menggunakan uji Breusch-Godfrey atau dikenal juga dengan nama uji Lagrange-Multiplier. Jika pada hasil regresi nilai probabilitas untuk Obs\*R-squared kurang dari 5% maka disimpulkan terdapat autokorelasi.

Masalah autokorelasi sering muncul pada data keuangan yang bersifat *time-series*. Sehingga pada penelitian ini potensi adanya masalah multikolinieritas cukup besar.

Menurut Pindyck dan Rubinfeld (1998) salah satu cara untuk mengatasi adanya autokorelasi ialah dengan membentuk model *time-series* untuk residual dari regresi, sehingga model akhir yang digunakan ialah kombinasi antara model regresi dengan model *time-series*.

### 3.6. Korelasi

Hubungan antara dua variabel dapat diukur dengan menghitung kovariansi antara dua variabel tersebut. Namun nilai kovariansi tidak memiliki batasan yang mana dapat dikatakan hubungan kuat, dan yang mana dapat dikatakan lemah. Untuk mengetahui hal ini, dapat dihitung koefisien korelasi antara dua variabel tersebut. Ukuran korelasi yang digunakan dalam penelitian ini ialah korelasi Pearson. Misalkan ingin diketahui hubungan antara dua variabel X dan Y, maka koefisien korelasi dapat dihitung dengan rumus berikut (Hogg, hal.92).

$$\rho_{X,Y} = \frac{cov(X,Y)}{\sigma_X \sigma_Y}$$

dengan

$\rho_{X,Y}$  = koefisien korelasi antara X dan Y

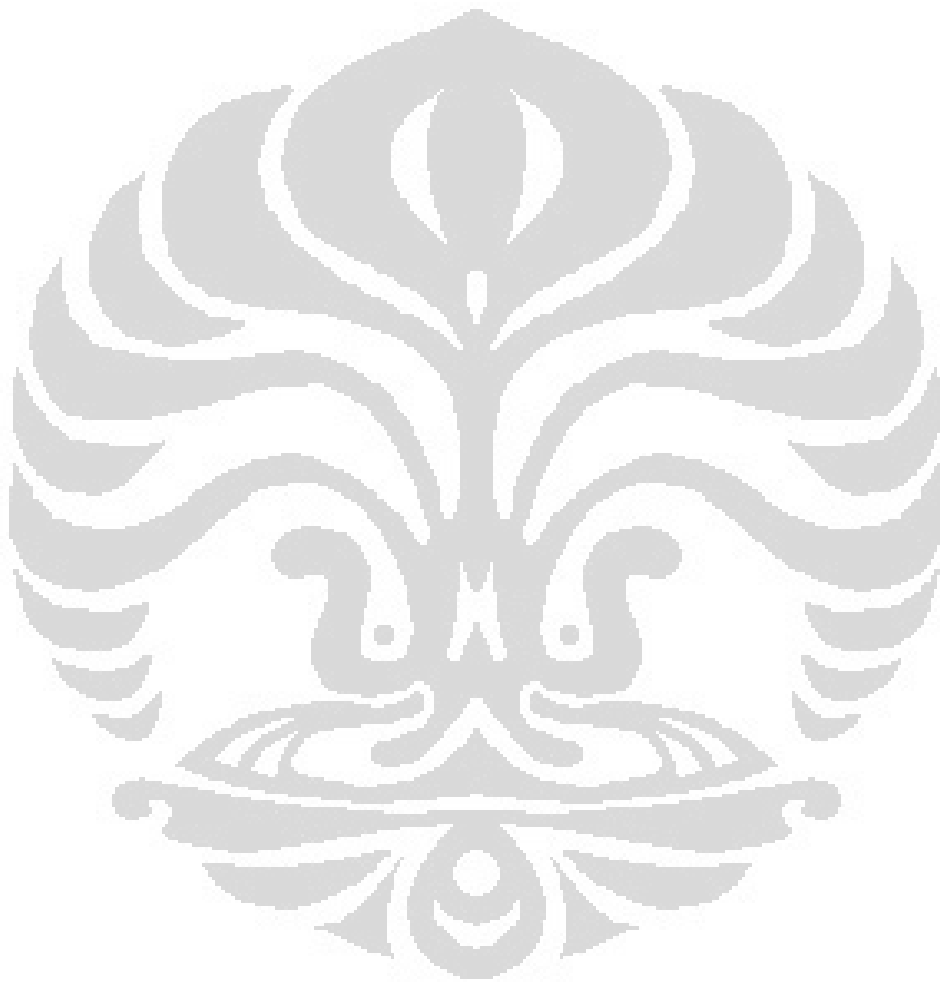
$cov(X, Y)$  = kovariansi antara X dan Y

$\sigma_X$  = standar deviasi X

$\sigma_Y$  = standar deviasi Y

$\rho_{X,Y}$  bernilai antara -1 dan 1, dengan nilai positif berarti semakin besar nilai X maka nilai Y akan cenderung semakin besar pula. Sedangkan nilai negatif

berarti semakin besar nilai  $X$  maka nilai  $Y$  cenderung akan semakin kecil. Jika nilainya nol maka dikatakan tidak ada korelasi antara  $X$  dan  $Y$ , kemudian jika nilainya mendekati  $-1$  atau  $1$  maka dikatakan korelasi antara keduanya kuat. Namun untuk melakukan interpretasi tentang hubungan  $X$  dan  $Y$  perlu diuji apakah korelasi yang diperoleh signifikan secara statistik. Korelasi dikatakan signifikan pada tingkat signifikansi 5% jika nilai sig. kurang dari 5%.





## BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN

### 4.1. Evaluasi Kinerja Reksadana Berdasarkan Sharpe, Treynor, Jensen Alpha, dan *Information Ratio*

Pada subbab ini terlebih dulu dicari nilai Jensen's alpha untuk setiap reksadana saham yang diteliti. Untuk memperoleh nilai tersebut dilakukan regresi antara dua variabel, *excess return* reksadana terhadap suku bunga SBI (sebagai variabel dependen) dengan *excess return* IHSG terhadap suku bunga SBI (sebagai variabel independen). Koefisien *intercept* yang diperoleh merupakan nilai Jensen's alpha. Jika nilainya positif maka dapat dikatakan bahwa reksadana tersebut memiliki kinerja yang superior, yaitu mampu menghasilkan *return* yang lebih tinggi daripada *expected return*.

Dalam melakukan regresi linier terdapat asumsi-asumsi yang harus dipenuhi supaya hasil regresi dapat digunakan untuk mengambil kesimpulan yang tepat. Asumsi-asumsi ini diuji untuk masing-masing reksadana.

Asumsi pertama yang diuji ialah multikolinieritas, yaitu hubungan linier antar variabel independen. Pengujian ini dilakukan hanya untuk model penelitian yang memiliki lebih dari satu variabel independen, yaitu model Treynor-Mazuy dan model Henriksson-Merton. Hasil penghitungan *variance inflation factor* (VIF) untuk masing-masing model dapat dilihat pada tabel 4.1. Hasil ini sama untuk seluruh reksadana yang diteliti.

Tabel 4.1. Hasil Pengujian Multikolinieritas

Model	VIF
Treynor-Mazuy	1.026
Henriksson-Merton	3.511

Sumber: Data olahan

Berdasarkan tabel 4.1 nilai VIF untuk model Treynor-Mazuy dan Henriksson-Merton kurang dari 5. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolinieritas pada kedua model tersebut.

Asumsi selanjutnya yang diuji ialah apakah terdapat autokorelasi untuk model Jensen. Hasil pengujian untuk masing-masing reksadana dapat dilihat di Tabel 4.2.

Tabel 4.2. Hasil Pengujian Autokorelasi pada Model Jensen

No	Nama Reksadana	Obs*R-squared	Prob.	Kesimpulan
1	Bahana Dana Prima	93.02211	0.00000	Ada autokorelasi
2	BNI Reksadana Berkembang	82.47847	0.00000	Ada autokorelasi
3	Dana Sentosa	97.17245	0.00000	Ada autokorelasi
4	Danareksa Mawar	114.2202	0.00000	Ada autokorelasi
5	First State Indoequity Sectoral Fund	102.2253	0.00000	Ada autokorelasi
6	Fortis Ekuitas	83.10459	0.00000	Ada autokorelasi
7	Maestrodinamis	107.2376	0.00000	Ada autokorelasi
8	Manulife Dana Saham	94.84788	0.00000	Ada autokorelasi
9	NAM Investasi Agresif	98.12421	0.00000	Ada autokorelasi
10	Nikko Saham Nusantara	122.2173	0.00000	Ada autokorelasi
11	Panin Dana Maksima	103.7254	0.00000	Ada autokorelasi
12	Phinisi Dana Saham	93.47135	0.00000	Ada autokorelasi
13	Platinum Saham	90.98752	0.00000	Ada autokorelasi
14	RD Saham BUMN	85.38557	0.00000	Ada autokorelasi
15	Rencana Cerdas	101.9075	0.00000	Ada autokorelasi
16	Schroder Dana Istimewa	20.01258	0.00005	Ada autokorelasi
17	Schroder Dana Prestasi Plus	98.95975	0.00000	Ada autokorelasi
18	Si Dana Saham	98.04406	0.00000	Ada autokorelasi
19	Trim Kapital	96.0657	0.00000	Ada autokorelasi

Sumber: Data olahan

Tabel 4.2 menunjukkan bahwa dalam model Jensen untuk setiap reksadana terdapat autokorelasi. Autokorelasi dapat menyebabkan uji hipotesis yang didasarkan pada uji t tidak dapat dipercaya. Sehingga dilakukan modifikasi pada persamaan regresi, yaitu dengan menambahkan model *time-series* yang sesuai. Untuk menentukan model *time-series* yang digunakan dilihat korelogram dari residual, yaitu *autocorrelation function* (ACF) dan *partial autocorrelation*

*function* (PACF) yang dihasilkan oleh Eviews, kemudian kembali diuji apakah terdapat autokorelasi. Hal ini dilakukan terus hingga hasil pengujian menunjukkan bahwa tidak ada autokorelasi. Ringkasan model akhir (khusus unsur *time-series*) yang digunakan untuk masing-masing reksadana dapat dilihat di Tabel 4.3.

Tabel 4.3. Unsur *Time-series* dalam Model Jensen Untuk Tiap Reksadana

No	Nama Reksadana	Unsur <i>Time-series</i> dalam Model Akhir
1	Bahana Dana Prima	AR(1)
2	BNI Reksadana Berkembang	AR(1)
3	Dana Sentosa	AR(1), AR(4)
4	Danareksa Mawar	AR(1), AR(4), AR(5)
5	First State Indoequity Sectoral Fund	AR(1), AR(4)
6	Fortis Ekuitas	AR(1)
7	Maestrodinamis	AR(1), AR(2), AR(4), AR(5)
8	Manulife Dana Saham	AR(1)
9	NAM Investasi Agresif	AR(1), AR(4)
10	Nikko Saham Nusantara	AR(1), AR(4)
11	Panin Dana Maksima	AR(1)
12	Phinisi Dana Saham	AR(1)
13	Platinum Saham	AR(1)
14	RD Saham BUMN	AR(1), AR(4)
15	Rencana Cerdas	AR(1), AR(4)
16	Schroder Dana Istimewa	AR(1)
17	Schroder Dana Prestasi Plus	AR(1)
18	Si Dana Saham	AR(1)
19	Trim Kapital	AR(1)

Sumber: Data olahan

Setelah pengujian autokorelasi dan koreksi dengan menambahkan unsur *time-series* pada model regresi, dilakukan pengujian adanya heteroskedastisitas pada model tersebut. Hasil pengujian untuk model Jensen yang telah dikoreksi dapat dilihat pada Tabel 4.4.

Tabel 4.4. Hasil Pengujian Heteroskedastisitas Model Jensen

No	Nama Reksadana	Obs*R-squared	Prob.	Kesimpulan
1	Bahana Dana Prima	2.673759	0.26266	Tidak heteroskedastis
2	BNI Reksadana Berkembang	3.991083	0.13594	Heteroskedastis
3	Dana Sentosa	1.564132	0.45746	Tidak heteroskedastis
4	Danareksa Mawar	1.657629	0.43657	Tidak heteroskedastis
5	First State Indoequity Sectoral Fund	9.048224	0.01084	Heteroskedastis
6	Fortis Ekuitas	3.858532	0.14526	Tidak heteroskedastis
7	Maestrodinamis	12.75655	0.0017	Heteroskedastis
8	Manulife Dana Saham	5.450417	0.06553	Tidak heteroskedastis
9	NAM Investasi Agresif	0.395247	0.82068	Tidak heteroskedastis
10	Nikko Saham Nusantara	0.100919	0.95079	Tidak heteroskedastis
11	Panin Dana Maksima	3.139213	0.20813	Tidak heteroskedastis
12	Phinisi Dana Saham	6.272575	0.04344	Heteroskedastis
13	Platinum Saham	0.391038	0.82241	Tidak heteroskedastis
14	RD Saham BUMN	1.885609	0.38953	Tidak heteroskedastis
15	Rencana Cerdas	1.118003	0.57178	Tidak heteroskedastis
16	Schroder Dana Istimewa	3.418652	0.18099	Tidak heteroskedastis
17	Schroder Dana Prestasi Plus	0.70527	0.70283	Tidak heteroskedastis
18	Si Dana Saham	0.06698	0.96707	Tidak heteroskedastis
19	Trim Kapital	4.211124	0.12178	Tidak heteroskedastis

Sumber: Data olahan

Berdasarkan Tabel 4.4 terlihat bahwa terdapat beberapa kasus heteroskedastisitas. Hal ini diatasi dengan menggunakan pilihan pada program *Eviews*, yaitu *Heteroscedasticity Consistent Coefficient Covariance*, sehingga hasil regresi yang dihasilkan terbebas dari masalah heteroskedastisitas.

Setelah masalah autokorelasi dan heteroskedastisitas diatasi, diperoleh hasil regresi linier yang telah memenuhi asumsi dan dapat dijadikan acuan untuk melakukan interpretasi. Koefisien *intercept* hasil regresi untuk masing-masing reksadana dapat dilihat pada Tabel 4.5.

Tabel 4.5. Nilai *Intercept* Hasil Regresi Model Jensen

No	Nama Reksadana	<i>Intercept</i>
1	Bahana Dana Prima	0.00072
2	BNI Reksadana Berkembang	-0.01410 **
3	Dana Sentosa	-0.01389 **
4	Danareksa Mawar	0.00191
5	First State Indoequity Sectoral Fund	0.00328
6	Fortis Ekuitas	0.00664 **
7	Maestrodinamis	0.00195
8	Manulife Dana Saham	0.00253
9	NAM Investasi Agresif	-0.00088
10	Nikko Saham Nusantara	-0.00578
11	Panin Dana Maksima	0.00657
12	Phinisi Dana Saham	0.00232
13	Platinum Saham	-0.00160
14	RD Saham BUMN	-0.01282 **
15	Rencana Cerdas	0.00151
16	Schroder Dana Istimewa	0.00142
17	Schroder Dana Prestasi Plus	0.00079
18	Si Dana Saham	-0.00073
19	Trim Kapital	0.00430

Sumber: Data olahan

Keterangan:

\*\* signifikan pada 5%

Berdasarkan Tabel 4.5, dapat dilihat bahwa 12 dari 19 reksadana saham yang diteliti memiliki nilai Jensen's alpha yang positif. Namun perlu dilihat reksadana mana saja yang memiliki Jensen's alpha positif yang signifikan secara statistik, yaitu yang memiliki nilai  $sig (p\text{-value}) < \alpha$  (tingkat signifikansi). Dapat dilihat dari Tabel 4.5 bahwa hanya reksadana Fortis Ekuitas yang memiliki nilai Jensen's alpha signifikan positif. Artinya dari reksadana yang diteliti hanya Fortis Ekuitas yang mampu menghasilkan *return* yang signifikan melebihi *expected return*. Sedangkan reksadana yang malah menghasilkan *return* signifikan di bawah *expected return* ialah BNI Reksadana Berkembang, Dana Sentosa, dan RD Saham BUMN.

Setelah memperoleh nilai Jensen's alpha, dihitung ukuran-ukuran kinerja lainnya yaitu Sharpe index, Treynor index, dan *information ratio* menggunakan

rumus-rumus yang telah dijelaskan pada bab 2. Hasil perhitungan ini dapat dilihat pada Tabel 4.6.

Tabel 4.6. Nilai Sharpe, Treynor, dan *Information Ratio*

No	Nama Reksadana	Sharpe Index	Treynor Index	<i>Information Ratio</i>
1	Bahana Dana Prima	0.14346	0.01000	0.05991
2	BNI Reksadana Berkembang	-0.05723	-0.00397	-0.88314 **
3	Dana Sentosa	-0.07326	-0.00564	-0.74976 **
4	Danareksa Mawar	0.14237	0.00987	0.20335
5	First State Indoequity Sectoral Fund	0.17577	0.01214	0.24128
6	Fortis Ekuitas	0.22452	0.01546	0.61929 **
7	Maestrodinamis	0.11745	0.00828	0.16733
8	Manulife Dana Saham	0.18104	0.01195	0.33568
9	NAM Investasi Agresif	0.11969	0.00826	-0.06988
10	Nikko Saham Nusantara	0.01704	0.00147	-0.34164
11	Panin Dana Maksima	0.24110	0.01798	0.35135
12	Phinisi Dana Saham	0.17878	0.01177	0.26569
13	Platinum Saham	0.12141	0.00837	-0.08333
14	RD Saham BUMN	-0.05725	-0.00421	-0.70307 **
15	Rencana Cerdas	0.14316	0.01007	0.15203
16	Schroder Dana Istimewa	0.15632	0.01100	0.06691
17	Schroder Dana Prestasi Plus	0.15802	0.01052	0.11533
18	Si Dana Saham	0.12250	0.00831	-0.05648
19	Trim Kapital	0.19332	0.01303	0.34456

Sumber: Data olahan

Keterangan:

\*\* signifikan pada 5%

Tabel 4.6 memperlihatkan bahwa hampir semua reksadana saham yang diteliti memiliki Sharpe index yang bernilai positif, kecuali BNI Reksadana Berkembang, Dana Sentosa, dan RD Saham BUMN. Artinya 16 reksadana tersebut memiliki kinerja yang lebih baik dibanding *risk-free rate*. Para manajer investasi reksadana ini mampu menghasilkan *return* yang lebih besar daripada *return risk-free* untuk risiko tertentu.

Hasil yang tidak jauh berbeda dihasilkan dari perhitungan Treynor index, dimana reksadana saham yang diteliti selain BNI Reksadana Berkembang, Dana Sentosa, dan RD Saham BUMN memiliki *excess return* dibandingkan dengan *risk-free rate* untuk risiko tertentu. Namun berbeda dengan Sharpe index, Treynor

index mengasumsikan portofolio telah terdiversifikasi dengan baik, sehingga yang diperhitungkan hanya risiko sistematisnya.

*Information ratio* membandingkan *return* portofolio dengan *return* suatu *benchmark*, dalam hal ini ialah IHSG. Berdasarkan Tabel 4.6, hanya terdapat satu reksadana saham yang memiliki *information ratio* bernilai signifikan positif yaitu Fortis Ekuitas, artinya manajer investasi reksadana tersebut dapat menghasilkan *return* yang melebihi *return* pasar. Nilai *information ratio* dapat digunakan untuk menilai seberapa besar tingkat informasi yang dimiliki manajer investasi dibanding dengan informasi yang tersedia secara publik, dan kemampuannya dalam mencapai kinerja yang lebih baik daripada rata-rata kinerja manajer lainnya. Semakin besar nilai *information ratio* suatu reksadana semakin baik kinerjanya.

Berdasarkan nilai Sharpe index dan Treynor index, disusun peringkat reksadana dimulai dari nilai tertinggi, yang dapat dilihat pada Tabel 4.7.

Tabel 4.7. Peringkat Kinerja Reksadana Berdasarkan Sharpe dan Treynor

Peringkat	Sharpe	Treynor
1	Panin Dana Maksima	Panin Dana Maksima
2	Fortis Ekuitas	Fortis Ekuitas
3	Trim Kapital	Trim Kapital
4	Manulife Dana Saham	First State Indoequity Sectoral Fund
5	Phinisi Dana Saham	Manulife Dana Saham
6	First State Indoequity Sectoral Fund	Phinisi Dana Saham
7	Schroder Dana Prestasi Plus	Schroder Dana Istimewa
8	Schroder Dana Istimewa	Schroder Dana Prestasi Plus
9	Bahana Dana Prima	Rencana Cerdas
10	Rencana Cerdas	Bahana Dana Prima
11	Danareksa Mawar	Danareksa Mawar
12	Si Dana Saham	Platinum Saham
13	Platinum Saham	Si Dana Saham
14	NAM Investasi Agresif	Maestrodinamis
15	Maestrodinamis	NAM Investasi Agresif
16	Nikko Saham Nusantara	Nikko Saham Nusantara
17	BNI Reksadana Berkembang	BNI Reksadana Berkembang
18	RD Saham BUMN	RD Saham BUMN
19	Dana Sentosa	Dana Sentosa

Sumber: Data olahan

Secara garis besar, peringkat yang ditunjukkan berdasarkan Treynor index tidak jauh berbeda dengan peringkat berdasarkan Sharpe index. Peringkat tiga teratas menunjukkan hasil yang sama yaitu Panin Dana Maksima, Fortis Ekuitas, dan Trim Kapital. Sedangkan peringkat tiga terbawah ialah BNI Reksadana Berkembang, RD Saham BUMN, dan Dana Sentosa.

#### 4.2. Evaluasi Kinerja Reksadana Berdasarkan Kemampuan *Market Timing*

Pada subbab sebelumnya evaluasi kinerja reksadana dilakukan menggunakan indikator-indikator yang hanya mempertimbangkan faktor kemampuan *stock selection*. Pada subbab ini akan dibahas evaluasi kinerja reksadana berkaitan dengan strategi lain dalam manajemen investasi yang disebut *market timing*. Terdapat dua model yang digunakan dalam evaluasi *market timing*, yaitu model Treynor-Mazuy dan model Henriksson-Merton.

##### 4.2.1. Model Treynor-Mazuy

Metode evaluasi kinerja reksadana dengan menggunakan model Treynor-Mazuy dilakukan dengan melakukan regresi linier antara *excess return* reksadana terhadap suku bunga SBI (sebagai variabel dependen) dengan *excess return* IHSG terhadap suku bunga SBI dan kuadrat *excess return* tersebut (sebagai variabel-variabel independen). Model regresi tersebut dapat dinyatakan sebagai berikut:

$$R_p - R_f = \alpha_p + \beta_p (R_m - R_f) + \gamma_p (R_m - R_f)^2 + \varepsilon_p$$

Untuk mengetahui apakah manajer investasi memiliki kemampuan *market timing*, koefisien regresi yang diperhatikan ialah  $\gamma_p$ . Jika  $\gamma_p$  bernilai positif dan signifikan secara statistik, maka dikatakan bahwa manajer investasi reksadana tersebut memiliki kemampuan *market timing*.

Hal yang pertama dilakukan sebelum menginterpretasikan koefisien hasil regresi, diuji apakah terdapat autokorelasi. Hasil pengujian dapat dilihat pada Tabel 4.8.



Tabel 4.8. Hasil Pengujian Autokorelasi pada Model Treynor-Mazuy

No	Nama Reksadana	Obs*R-squared	Prob.	Kesimpulan
1	Bahana Dana Prima	91.75045	0.00000	Ada autokorelasi
2	BNI Reksadana Berkembang	83.86064	0.00000	Ada autokorelasi
3	Dana Sentosa	96.06985	0.00000	Ada autokorelasi
4	Danareksa Mawar	113.4837	0.00000	Ada autokorelasi
5	First State Indoequity Sectoral Fund	104.0776	0.00000	Ada autokorelasi
6	Fortis Ekuitas	84.35684	0.00000	Ada autokorelasi
7	Maestrodinamis	107.3956	0.00000	Ada autokorelasi
8	Manulife Dana Saham	89.92473	0.00000	Ada autokorelasi
9	NAM Investasi Agresif	98.48773	0.00000	Ada autokorelasi
10	Nikko Saham Nusantara	120.0299	0.00000	Ada autokorelasi
11	Panin Dana Maksima	99.67113	0.00000	Ada autokorelasi
12	Phinisi Dana Saham	89.20459	0.00000	Ada autokorelasi
13	Platinum Saham	90.89826	0.00000	Ada autokorelasi
14	RD Saham BUMN	86.87696	0.00000	Ada autokorelasi
15	Rencana Cerdas	98.96617	0.00000	Ada autokorelasi
16	Schroder Dana Istimewa	20.02428	0.00005	Ada autokorelasi
17	Schroder Dana Prestasi Plus	97.37781	0.00000	Ada autokorelasi
18	Si Dana Saham	98.73292	0.00000	Ada autokorelasi
19	Trim Kapital	96.06582	0.00000	Ada autokorelasi

Sumber: Data olahan

Berdasarkan Tabel 4.8 diperoleh bahwa regresi untuk setiap reksadana terdapat autokorelasi, sehingga harus dilakukan koreksi dengan cara yang telah dijelaskan pada subbab 4.1, yaitu dengan memperhatikan korelogram dari residual dan menentukan unsur *time-series* yang perlu diikutsertakan di dalam model. Unsur-unsur *time-series* tersebut dapat dilihat pada Tabel 4.9.

Tabel 4.9. Unsur *Time-series* Model Treynor-Mazuy Tiap Reksadana

No	Nama Reksadana	Unsur <i>Time-series</i> dalam Model Akhir
1	Bahana Dana Prima	AR(1)
2	BNI Reksadana Berkembang	AR(1)
3	Dana Sentosa	AR(1), AR(4)
4	Danareksa Mawar	AR(1), AR(4), AR(5)
5	First State Indoequity Sectoral Fund	AR(1)
6	Fortis Ekuitas	AR(1)
7	Maestrodinamis	AR(1), AR(2), AR(4), AR(5)
8	Manulife Dana Saham	AR(1)
9	NAM Investasi Agresif	AR(1), AR(4)
10	Nikko Saham Nusantara	AR(1), AR(4)
11	Panin Dana Maksima	AR(1)
12	Phinisi Dana Saham	AR(1)
13	Platinum Saham	AR(1)
14	RD Saham BUMN	AR(1), AR(4)
15	Rencana Cerdas	AR(1), AR(4)
16	Schroder Dana Istimewa	AR(1)
17	Schroder Dana Prestasi Plus	AR(1), AR(4)
18	Si Dana Saham	AR(1)
19	Trim Kapital	AR(1)

Sumber: Data olahan

Setelah masalah autokorelasi diatasi, dilakukan pengujian apakah terdapat heteroskedastisitas untuk model Treynor-Mazuy. Hasil pengujian ini dapat dilihat pada Tabel 4.10.

Tabel 4.10. Hasil Pengujian Heteroskedastisitas Model Treynor-Mazuy

No	Nama Reksadana	Obs*R-squared	Prob.	Kesimpulan
1	Bahana Dana Prima	4.885725	0.29923	tidak heteroskedastis
2	BNI Reksadana Berkembang	5.679097	0.22443	tidak heteroskedastis
3	Dana Sentosa	7.903986	0.09516	tidak heteroskedastis
4	Danareksa Mawar	4.988108	0.08258	tidak heteroskedastis
5	First State Indoequity Sectoral Fund	12.30102	0.01525	heteroskedastis
6	Fortis Ekuitas	5.522647	0.23775	tidak heteroskedastis
7	Maestrodinamis	13.29373	0.00993	heteroskedastis
8	Manulife Dana Saham	7.838068	0.09769	tidak heteroskedastis
9	NAM Investasi Agresif	7.282416	0.1217	tidak heteroskedastis
10	Nikko Saham Nusantara	1.532635	0.82085	tidak heteroskedastis
11	Panin Dana Maksima	5.798082	0.21474	tidak heteroskedastis
12	Phinisi Dana Saham	11.4921	0.02156	heteroskedastis
13	Platinum Saham	3.585014	0.46507	tidak heteroskedastis
14	RD Saham BUMN	2.521972	0.64071	tidak heteroskedastis
15	Rencana Cerdas	1.449392	0.83557	tidak heteroskedastis
16	Schroder Dana Istimewa	10.76205	0.02937	heteroskedastis
17	Schroder Dana Prestasi Plus	3.697373	0.44851	tidak heteroskedastis
18	Si Dana Saham	4.08665	0.39441	tidak heteroskedastis
19	Trim Kapital	6.3208	0.17644	tidak heteroskedastis

Sumber: Data olahan

Untuk model Treynor-Mazuy reksadana First State Indoequity Sectoral Fund, Maestrodinamis, Phinisi Dana Saham, dan Schroder Dana Istimewa dilakukan koreksi menggunakan *White Heteroscedasticity Consistent Coefficient Covariance*, sehingga masalah heteroskedastisitas dapat diatasi.

Setelah masalah autokorelasi dan heteroskedastisitas, dapat diinterpretasikan hasil regresi yang dapat dilihat pada Tabel 4.11.

Tabel 4.11 Koefisien  $\gamma_p$  Hasil Regresi Model Treynor-Mazuy

No	Nama Reksadana	$\gamma_p$
1	Bahana Dana Prima	0.17297
2	BNI Reksadana Berkembang	-0.54641 **
3	Dana Sentosa	-0.50766
4	Danareksa Mawar	0.15703
5	First State Indoequity Sectoral Fund	-0.56517 **
6	Fortis Ekuitas	0.32903 **
7	Maestrodinamis	0.01107
8	Manulife Dana Saham	0.14426
9	NAM Investasi Agresif	-0.15777
10	Nikko Saham Nusantara	-0.35638
11	Panin Dana Maksima	-0.09068
12	Phinisi Dana Saham	0.17484
13	Platinum Saham	-0.36207
14	RD Saham BUMN	-0.33733
15	Rencana Cerdas	-0.11089
16	Schroder Dana Istimewa	-0.06951
17	Schroder Dana Prestasi Plus	0.19895 **
18	Si Dana Saham	-0.33091
19	Trim Kapital	-0.05793

Sumber: Data olahan

Keterangan:

\*\* signifikan pada 5%

Dapat dilihat pada Tabel 4.11 bahwa hanya dua reksadana saham yang memiliki nilai  $\gamma_p$  yang signifikan positif pada tingkat signifikansi 5%, yaitu Fortis Ekuitas dan Schroder Dana Prestasi Plus. Artinya, hanya kedua manajer investasi reksadana saham tersebut yang terbukti memiliki kemampuan *market timing*. Para manajer tersebut mampu mengantisipasi pergerakan pasar, misalnya jika mereka menganggap bahwa pasar akan menurun maka mereka akan memilih aset yang menyebabkan beta reksadananya rendah, untuk meminimalkan penurunan nilai reksadana yang dikelolanya, dan sebaliknya. Sedangkan reksadana yang memiliki koefisien *market timing* yang signifikan negatif ialah BNI Reksadana Berkembang dan First State Indoequity Sectoral Fund.

#### 4.2.2. Model Henriksson-Merton

Pada model Henriksson-Merton, regresi linier dilakukan dengan model sebagai berikut:

$$R_p - R_f = \alpha_p + \beta_p (R_m - R_f) + \gamma_p (R_m - R_f) D + \varepsilon_p$$

dengan  $D$  bernilai 1 jika  $R_m - R_f > 0$  dan bernilai 0 jika sebaliknya.

Kesimpulan dapat diambil dengan cara yang mirip dengan model Treynor-Mazuy, dimana jika  $\gamma_p$  bernilai positif dan signifikan maka dikatakan bahwa manajer investasi memiliki kemampuan *market timing*.

Hal yang perlu dilakukan terlebih dahulu ialah menguji adanya autokorelasi. Hasil pengujian dapat dilihat pada Tabel 4.12.

Tabel 4.12. Hasil Pengujian Autokorelasi pada Model Henriksson-Merton

No	Nama Reksadana	Obs*R-squared	Prob.	Kesimpulan
1	Bahana Dana Prima	92.09103	0.00000	Ada autokorelasi
2	BNI Reksadana Berkembang	82.87509	0.00000	Ada autokorelasi
3	Dana Sentosa	96.46047	0.00000	Ada autokorelasi
4	Danareksa Mawar	114.0907	0.00000	Ada autokorelasi
5	First State Indoequity Sectoral Fund	104.0094	0.00000	Ada autokorelasi
6	Fortis Ekuitas	83.69255	0.00000	Ada autokorelasi
7	Maestrodinamis	107.3108	0.00000	Ada autokorelasi
8	Manulife Dana Saham	91.32078	0.00000	Ada autokorelasi
9	NAM Investasi Agresif	97.67185	0.00000	Ada autokorelasi
10	Nikko Saham Nusantara	120.6533	0.00000	Ada autokorelasi
11	Panin Dana Maksima	102.0607	0.00000	Ada autokorelasi
12	Phinisi Dana Saham	89.88385	0.00000	Ada autokorelasi
13	Platinum Saham	90.49354	0.00000	Ada autokorelasi
14	RD Saham BUMN	86.43078	0.00000	Ada autokorelasi
15	Rencana Cerdas	97.52301	0.00000	Ada autokorelasi
16	Schroder Dana Istimewa	19.75917	0.00005	Ada autokorelasi
17	Schroder Dana Prestasi Plus	96.72224	0.00000	Ada autokorelasi
18	Si Dana Saham	99.07013	0.00000	Ada autokorelasi
19	Trim Kapital	96.14939	0.00000	Ada autokorelasi

Sumber: Data olahan

Berdasarkan Tabel 4.12 disimpulkan bahwa model Henriksson-Merton semua reksadana yang diteliti mengalami masalah autokorelasi. Cara

mengatasinya sama dengan yang dilakukan pada model Jensen dan Trenor-Mazuy, yaitu menambahkan unsur *time-series* pada model regresi. Unsur-unsur yang ditambahkan untuk masing-masing model disajikan pada Tabel 4.13.

Tabel 4.13. Unsur *Time-series* Model Henriksson-Merton Tiap Reksadana

No	Nama Reksadana	Unsur <i>Time-series</i> dalam Model Akhir
1	Bahana Dana Prima	AR(1)
2	BNI Reksadana Berkembang	AR(1)
3	Dana Sentosa	AR(1), AR(4)
4	Danareksa Mawar	AR(1), AR(3)
5	First State Indoequity Sectoral Fund	AR(1), AR(4)
6	Fortis Ekuitas	AR(1)
7	Maestrodinamis	AR(1), AR(2), AR(4), AR(5)
8	Manulife Dana Saham	AR(1)
9	NAM Investasi Agresif	AR(1), AR(4)
10	Nikko Saham Nusantara	AR(1), AR(4)
11	Panin Dana Maksima	AR(1)
12	Phinisi Dana Saham	AR(1)
13	Platinum Saham	AR(1)
14	RD Saham BUMN	AR(1), AR(4)
15	Rencana Cerdas	AR(1), AR(4)
16	Schroder Dana Istimewa	AR(1)
17	Schroder Dana Prestasi Plus	AR(1), AR(4)
18	Si Dana Saham	AR(1)
19	Trim Kapital	AR(1)

Sumber: Data olahan

Selanjutnya dilakukan pengujian untuk mengetahui apakah asumsi bahwa residual memiliki variansi yang konstan dipenuhi atau tidak. Pengujian dilakukan untuk setiap reksadana yang diteliti. Hasil pengujian dapat dilihat pada Tabel 4.14.

Tabel 4.14. Hasil Pengujian Heteroskedastisitas Model Henriksson-Merton

No	Nama Reksadana	Obs*R-squared	Prob.	Kesimpulan
1	Bahana Dana Prima	3.166977	0.530281	tidak heteroskedastis
2	BNI Reksadana Berkembang	5.926098	0.204736	tidak heteroskedastis
3	Dana Sentosa	5.825057	0.2126	tidak heteroskedastis
4	Danareksa Mawar	4.655206	0.324539	tidak heteroskedastis
5	First State Indoequity Sectoral Fund	11.65625	0.02010	heteroskedastis
6	Fortis Ekuitas	4.598605	0.331015	tidak heteroskedastis
7	Maestrodinamis	13.3008	0.00990	heteroskedastis
8	Manulife Dana Saham	6.732424	0.150722	tidak heteroskedastis
9	NAM Investasi Agresif	7.298801	0.120916	tidak heteroskedastis
10	Nikko Saham Nusantara	0.326128	0.988066	tidak heteroskedastis
11	Panin Dana Maksima	8.447996	0.076479	tidak heteroskedastis
12	Phinisi Dana Saham	10.38865	0.03437	heteroskedastis
13	Platinum Saham	4.530313	0.338968	tidak heteroskedastis
14	RD Saham BUMN	2.307858	0.679339	tidak heteroskedastis
15	Rencana Cerdas	1.269742	0.866488	tidak heteroskedastis
16	Schroder Dana Istimewa	10.9864	0.02672	heteroskedastis
17	Schroder Dana Prestasi Plus	4.048837	0.399437	tidak heteroskedastis
18	Si Dana Saham	4.688892	0.320733	tidak heteroskedastis
19	Trim Kapital	8.624925	0.07119	tidak heteroskedastis

Sumber: Data olahan

Berdasarkan Tabel 4.14 terjadi heteroskedastisitas untuk model Henriksson-Merton dari empat reksadana. Masalah heteroskedastisitas yang terdapat pada model tersebut dapat diatasi dengan metode *White Heteroscedasticity Consistent Coefficient Covariance*.

Koefisien  $\gamma_p$  hasil regresi yang telah dikoreksi untuk autokorelasi dan heteroskedastisitasnya disajikan pada Tabel 4.15.

Tabel 4.15 Koefisien  $\gamma_p$  Hasil Regresi Model Henriksson-Merton

No	Nama Reksadana	$\gamma_p$
1	Bahana Dana Prima	0.04816
2	BNI Reksadana Berkembang	-0.12806
3	Dana Sentosa	-0.11849
4	Danareksa Mawar	0.00095
5	First State Indoequity Sectoral Fund	-0.13913 **
6	Fortis Ekuitas	0.07414
7	Maestrodinamis	-0.02429
8	Manulife Dana Saham	0.02930
9	NAM Investasi Agresif	-0.05716
10	Nikko Saham Nusantara	-0.12136
11	Panin Dana Maksima	-0.01852
12	Phinisi Dana Saham	0.03882
13	Platinum Saham	-0.08782
14	RD Saham BUMN	-0.07895
15	Rencana Cerdas	-0.03983
16	Schroder Dana Istimewa	0.06501
17	Schroder Dana Prestasi Plus	0.06440 **
18	Si Dana Saham	-0.12424 **
19	Trim Kapital	-0.01426

Sumber: Data olahan

Keterangan:

\*\* signifikan pada 5%

Dapat dilihat pada Tabel 4.15 bahwa terdapat satu reksadana saham yang memiliki nilai  $\gamma_p$  signifikan positif yaitu Schroder Dana Prestasi Plus (pada tingkat signifikansi 5%). Hal ini menunjukkan bahwa hanya manajer investasi reksadana saham tersebut yang memiliki kemampuan *market timing* dan dapat mengantisipasi kondisi pasar dengan baik. Sedangkan reksadana yang memiliki koefisien *market timing* yang signifikan negatif ialah First State Indoequity Sectoral Fund dan Si Dana Saham.



Secara umum kesimpulan yang dapat diperoleh menggunakan model Treynor-Mazuy dan Henriksson-Merton ialah sebagian besar manajer investasi reksadana saham tidak terbukti memiliki kemampuan *market timing*.

Hal ini dapat disebabkan oleh tingginya biaya yang harus dikeluarkan manajer investasi jika ingin melakukan strategi *market timing*. Dalam melakukan strategi *market timing*, manajer investasi cenderung sering melakukan modifikasi pada komposisi portofolionya, sehingga biaya yang timbul menjadi tinggi. Kemungkinan lain ialah manajer investasi memang tidak memiliki kemampuan analisis dan prediksi kondisi pasar di masa depan, sehingga gagal melakukan *market timing*.

#### 4.3. Hubungan Antara *Stock Selection* dan *Market Timing*

Berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu yang menyelidiki hubungan antara kemampuan *stock selection* dan *market timing* manajer investasi, terdapat beberapa pendapat. Pendapat pertama mengatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara kedua kemampuan tersebut, sedangkan pendapat lain mengatakan bahwa tidak terdapat hubungan antara keduanya.

Salah satu model yang dapat mengukur kedua kemampuan ini sekaligus ialah model Treynor-Mazuy. *Stock selection* dapat diwakili oleh koefisien *intercept* ( $\alpha_p$ ) sedangkan *market timing* dapat diwakili oleh  $\gamma_p$ . Hubungan antara kemampuan *stock selection* dan *market timing* dapat diketahui dengan cara melihat korelasi antara  $\alpha_p$  dan  $\gamma_p$ . Dalam penelitian ini ukuran korelasi yang digunakan ialah korelasi Pearson.

Selain model Treynor-Mazuy, model yang dapat mengukur kemampuan *stock selection* dan *market timing* sekaligus ialah model Henriksson-Merton. Sehingga untuk melengkapi hasil Treynor-Mazuy, dalam penelitian ini juga dihitung korelasi antara  $\alpha_p$  dan  $\gamma_p$  yang diperoleh dari model Henriksson-Merton.

Untuk meneliti hubungan antara kemampuan *market timing* dan *stock selection* tidak harus menggunakan data koefisien  $\alpha_p$  dan  $\gamma_p$  yang signifikan saja. Sehingga data yang digunakan untuk menghitung korelasi antara kemampuan *market timing* dan *stock selection* ialah seluruh koefisien  $\alpha_p$  dan  $\gamma_p$ , baik yang signifikan maupun tidak. Hal ini juga dilakukan pada penelitian oleh Drew, Veeraraghavan, dan Wilson (2005) dan Lhabitant (2001). Untuk masing-masing model Treynor-Mazuy dan Henriksson-Merton, koefisien korelasi antara  $\alpha_p$  dan  $\gamma_p$  beserta pengujian signifikansinya dapat dilihat di Tabel 4.16.

Tabel 4.16. Koefisien Korelasi antara  $\alpha_p$  dan  $\gamma_p$

Treynor-Mazuy	0.520**
Henriksson-Merton	0.330*

Sumber: Data olahan

Keterangan:

\*\* signifikan pada 5%

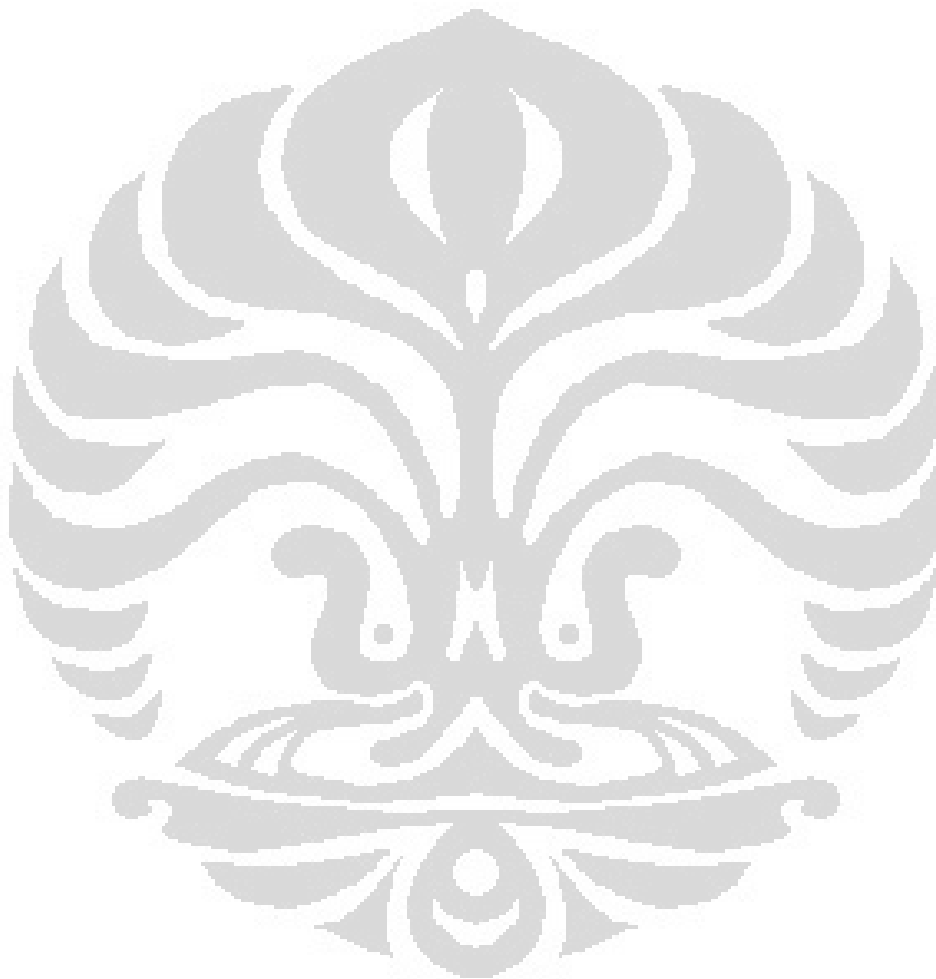
\* signifikan pada 10%

Berdasarkan Tabel 4.16 koefisien korelasi antara  $\alpha_p$  dan  $\gamma_p$  untuk kedua model bernilai positif, dan signifikan pada 5% (untuk model Treynor-Mazuy) dan pada 10% (untuk model Henriksson-Merton). Dapat dikatakan bahwa terdapat hubungan positif antara kemampuan *stock selection* dan *market timing* dari manajer investasi yang diteliti.

Kesimpulan yang diperoleh dengan menggunakan model Henriksson-Merton sama dengan kesimpulan yang diperoleh dari model Treynor-Mazuy. Manajer investasi yang memiliki kemampuan *stock selection* cenderung memiliki kemampuan *market timing* pula. Sedangkan manajer investasi yang tidak memiliki kemampuan *stock selection* cenderung juga tidak memiliki kemampuan *market timing*.

Adanya bukti hubungan positif antara kemampuan *stock selection* dan *market timing* dapat menjadi indikasi bahwa di antara para manajer investasi reksadana saham di Indonesia, ada yang memiliki keahlian yang sangat baik tetapi ada juga yang tidak memiliki keahlian yang cukup. Manajer investasi yang mampu memilih saham yang tepat secara individu cenderung juga mampu menganalisis kondisi pasar dengan baik. Sedangkan manajer investasi yang tidak

mampu memilih saham yang tepat untuk dimasukkan ke dalam portofionya, juga tidak mampu memprediksi kondisi pasar di masa depan, sehingga tidak mampu memaksimalkan keuntungan atau meminimalkan kerugian untuk investor. Kesimpulan ini bertentangan dengan penelitian-penelitian terdahulu, karena mereka hanya terbagi menjadi dua pendapat yaitu ada hubungan negatif antara kedua kemampuan tersebut atau tidak ada hubungan sama sekali.



## BAB V

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 5.1. Kesimpulan

Jika dinilai dengan Sharpe index dan Treynor index maka kinerja sebagian besar reksadana saham di Indonesia pada tahun 2005-2008 dapat dikatakan baik. Sebagian besar reksadana saham yang diteliti mampu menghasilkan return yang superior. Berdasarkan ukuran-ukuran kinerja yang digunakan tersebut, dapat disimpulkan tiga reksadana saham terbaik dalam periode penelitian yaitu Panin Dana Maksima, Fortis Ekuitas, dan Trim Kapital. Sedangkan tiga reksadana saham yang terburuk ialah BNI Reksadana Berkembang, RD Saham BUMN, dan Dana Sentosa. Namun berdasarkan Jensen's alpha dan *information ratio* hanya terdapat satu reksadana saham yang memiliki kinerja superior yaitu Fortis Ekuitas.

Berdasarkan model Treynor-Mazuy, di antara reksadana saham di Indonesia tahun 2005-2008 terdapat dua reksadana saham yang memiliki kemampuan *market timing* yaitu Fortis Ekuitas dan Schroder Dana Prestasi Plus. Sedangkan berdasarkan model Henriksson-Merton hanya terdapat satu reksadana saham yang memiliki kemampuan *market timing* yaitu Schroder Dana Prestasi Plus.

Selain itu ditemukan bukti bahwa terdapat hubungan positif antara kemampuan *stock selection* dan *market timing* manajer investasi reksadana saham di Indonesia. Hasil ini konsisten untuk model Treynor-Mazuy dan Henriksson-Merton.

Tabel 5.1. Kesimpulan Tiap Ukuran Kinerja Reksadana Saham

Ukuran Kinerja	Kesimpulan	Terbaik	Terburuk
Sharpe Index	Sebagian besar reksadana memiliki kinerja yang superior.	• Panin Dana Maksima	• BNI Reksadana Berkembang
Treynor Index		• Fortis Ekuitas • Trim Kapital	
Information Ratio	Hanya satu reksadana yang terbukti mampu menghasilkan <i>return</i> melebihi <i>expected return</i> .	Fortis Ekuitas	• RD Saham BUMN • Dana Sentosa
Jensen Alpha			
Treynor-Mazuy	Sebagian besar manajer investasi tidak terbukti memiliki kemampuan <i>market timing</i> .	• Fortis Ekuitas • Schroder Dana Prestasi Plus	• BNI Reksadana Berkembang • First State Indoequity Sectoral Fund
Henriksson-Merton		Schroder Dana Prestasi Plus	• First State Indoequity Sectoral Fund • Si Dana Saham

Sumber: Data olahan

## 5.2. Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan antara lain yaitu:

1. Keterbatasan data sehingga sulit untuk melihat konsistensi kinerja reksadana dari waktu ke waktu.
2. Tidak adanya aturan yang dapat merangkum kinerja reksadana hanya dengan satu kesimpulan, karena mungkin saja ukuran-ukuran kinerja yang digunakan memberikan kesimpulan yang berbeda-beda untuk tiap reksadana.

## 5.3. Saran

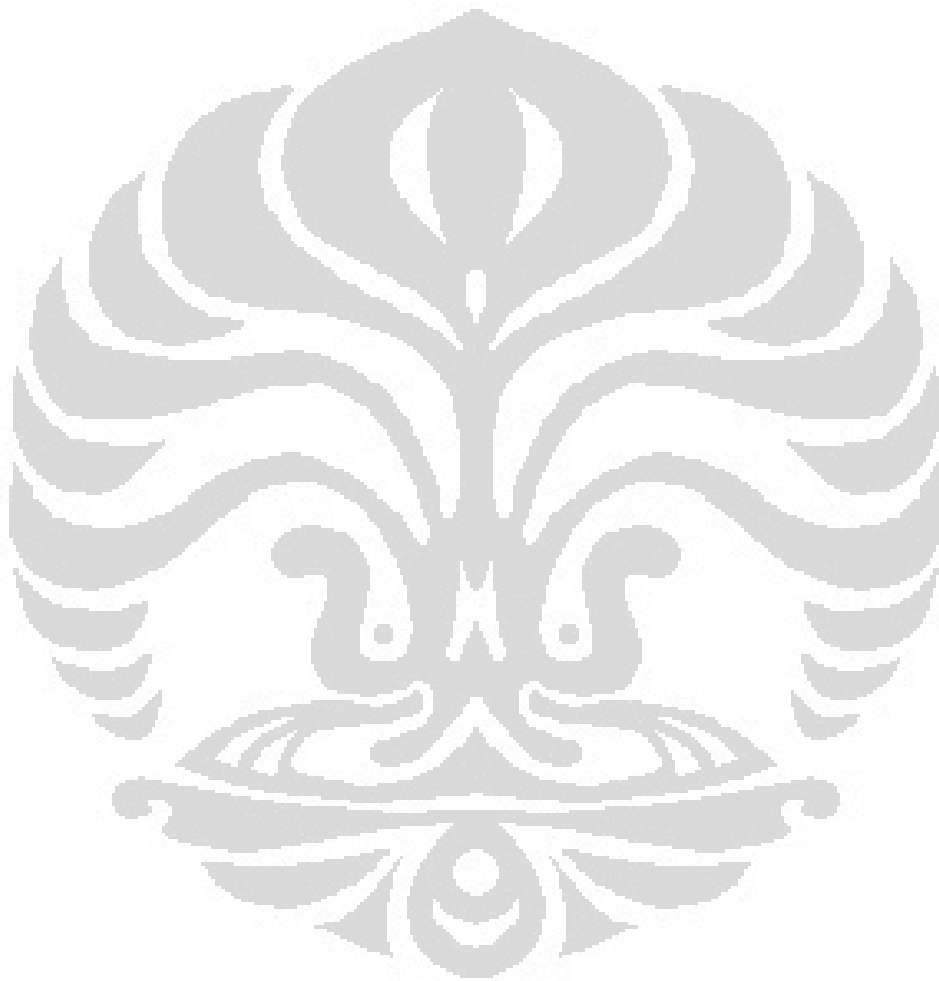
Untuk penelitian-penelitian selanjutnya terdapat hal-hal yang dapat dijadikan pertimbangan untuk mengembangkan analisis mengenai kinerja reksadana yaitu.

1. Dapat diselidiki bagaimana konsistensi kinerja reksadana dari waktu ke waktu, sehingga dapat menjadi acuan yang lebih baik bagi investor untuk menentukan pilihan investasinya.
2. Pembentukan metode untuk menyusun peringkat reksadana berdasarkan berbagai ukuran kinerja, karena belum tentu setiap ukuran memberikan hasil yang sama antara satu dengan yang lainnya. Hal ini perlu dilakukan supaya dapat diperoleh gambaran secara umum mengenai kinerja suatu reksadana, sehingga baik investor maupun manajer investasi dapat mengambil keputusan dengan lebih tepat.
3. Faktor-faktor lain yang mungkin berkaitan dengan kinerja reksadana misalnya besarnya dana yang dikelola, volatilitas dana yang dikelola, atau banyaknya manajer investasi.

Sedangkan hal-hal yang perlu diperhatikan oleh investor dalam menentukan investasinya pada reksadana ialah:

1. Dapat dipertimbangkan untuk memilih reksadana saham terbaik seperti Panin Dana Maksima, Fortis Ekuitas, Trim Kapital, dan Schroder Dana Prestasi Plus, serta tidak memilih reksadana terburuk seperti BNI Reksadana Berkembang, RD Saham BUMN, Dana Sentosa, First State Indoequity Sectoral Fund, dan Si Dana Saham.

2. Lebih berhati-hati dalam memilih reksadana saham karena adanya hubungan positif antara *stock selection* dan *market timing*. Jika investor memilih manajer investasi tanpa kemampuan *stock selection*, kelemahan tersebut cenderung dibarengi dengan tidak adanya kemampuan *market timing*. Selain itu investor harus memperhatikan biaya-biaya yang harus dikeluarkan jika berinvestasi di reksadana.



## DAFTAR PUSTAKA

- Amenc, Noel, & Le Sourd, Veronique (2003). *Portfolio Theory and Performance Analysis*, Chichester: John Wiley & Sons.
- Bello, Zakri Y., & Janjigian, Vahan (1997). *A Reexamination of the Market-Timing and Security-Selection Performance of Mutual Funds*, *Financial Analysts Journal*, 53(5), 24-30.
- Bodie, Zvi, Kane, Alex, & Marcus, Alan J (2008) *Investments*, 7<sup>th</sup> ed. Singapore: McGraw-Hill, International Edition
- Cogneau, Philippe, & Hubner, Georges. *The 101 Ways To Measure Portfolio Performance*.
- Drew, Michael E., Veeraraghavan, Madhu, & Wilson, Vanessa (2005). *Market Timing, Selectivity and Alpha Generation: Evidence from Australian Equity Superannuation Funds*, *Investment Management and Financial Innovations*.
- Ekasari, Herman (1999). *An Evaluation of Mutual Funds' Performance Using Jensen's Measure: A Study on Jakarta Stock Exchange*. Tesis, Program Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi Universitas Gajah Mada.
- Ekholm, Anders G. (2008). *Active Alpha and Active Beta - Detecting the Unobserved Actions of Portfolio Managers*.
- Henriksson, Roy D. (1984). *Market Timing and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation*, *The Journal of Business*, 57(1), 73-96.
- Hogg, Robert V., & Craig, Allen T. (1995). *Introduction to Mathematical Statistics*, 7<sup>th</sup> ed. New Jersey: Prentice Hall.



- Husnan, Suad (2001). *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi ketiga, Yogyakarta: AMP YKPN.
- Investasi Reksadana (2008). <http://reksadana.today.com/>
- Lee, Cheng-Few, & Rahman, Shafiqur (1990). *Market Timing, Selectivity, and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation*, *The Journal of Business*, 63(2), 261-278.
- Lhabitant, François-Serge (2001). *On Swiss Timing and Selectivity: in the Quest of Alpha*. International Center for Financial Asset Management and Engineering Research Paper
- Nachrowi, D.N., & H. Usman. (2006) *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika Untuk Analis Ekonomi dan Keuangan*. Lembaga Penerbit Fakultas, Ekonomi Universitas Indonesia.
- Pindyck, Robert S., & Rubinfeld, Daniel L. (1998). *Econometric Models and Economic Forecasts*, 4<sup>th</sup> ed. Singapore: McGraw-Hill, International Edition.
- Pratomo, Eko P. (2007). *Berwisata ke Dunia Reksadana*. Jakarta: Gramedia.
- Reilly, Frank & Brown, Keith C. (2006). *Investment Analysis and Portfolio Management*, 8<sup>th</sup> ed, Thomson South-Western, United States of America.
- Romacho, Joao Carlos, & Cortez, Maria Ceu (2006). *Timing and selectivity in Portuguese mutual fund performance*, *Research in International Business and Finance*, 20, 348-368.
- Tandelilin, Eduardus, DR, MBA (2002). *Analisa Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: PT. BPFE Yogyakarta.
- Winarno, Wing Wahyu (2007). *Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.