

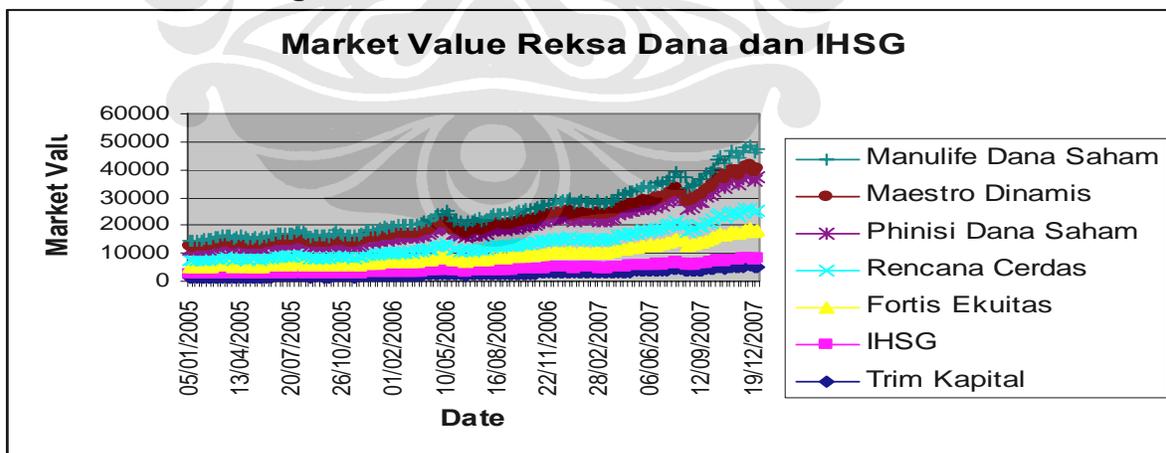
BAB IV

ANALISIS PENELITIAN

4.1. Kinerja Keseluruhan

Salah satu variabel utama yang digunakan untuk menilai kinerja reksa dana dalam bentuk *return* adalah nilai pasar dari produk reksa dana tersebut atau lebih dikenal dengan Nilai Aktiva Bersih (NAB). Berikut merupakan pergerakan NAB dari reksa dana yang dijadikan sampel dalam penelitian ini dan perbandingannya dengan pergerakan dari IHSG. Terlihat dari grafik bahwa selama periode 2005-2007, seluruh NAB dari sampel reksa dana mengalami tren peningkatan seiring dengan pergerakan IHSG, dimana hal tersebut merupakan berita baik bagi para investor. Namun bagaimana kaitannya antara *return* dan risiko dari reksa dana terkait dengan kinerja manajer investasi dalam mengelola portofolionya? Hal tersebut akan dijelaskan pada bagian berikutnya dalam bab ini.

Gambar 4-1. Pergerakan Nilai Pasar Reksa Dana dan IHSG Periode 2005-2007



Kinerja reksa dana biasanya dilihat berdasarkan tingkat *return* yang dihasilkan produk reksa dana tersebut bagi investor, kemudian dibandingkan dengan suatu *benchmark* (tolak ukur), seperti misalnya *return* IHSG. Kinerja suatu reksa dana dikatakan baik apabila dapat

melampaui atau setidaknya menyamai tolak ukur tersebut, dan begitu pula sebaliknya. Kinerja keseluruhan dari sampel reksa dana dalam penelitian ini dievaluasi menurut 2 kriteria kinerja yang berbeda yaitu sebagai berikut :

1. *Excess return* reksa dana

Pengukuran kinerja reksa dana menggunakan pendekatan ini dilakukan dengan melihat *excess return* dari *return* portofolio reksa dana terhadap *risk-free rate* dan *market return*. Selain itu, pengukuran ini juga melakukan dekomposisi risiko yang dimiliki reksa dana untuk melihat pengaruh dari *systematic risk* dan *specific risk* terhadap portofolio. Perhitungan dilakukan dengan menggunakan hasil output model *Jensen's Alpha* untuk keseluruhan periode, setelah sebelumnya dilakukan pengujian heteroskedastik dan autokorelasi serta remedial dengan menggunakan metode *Newey-West* untuk menghindari adanya bias pada hasil dan analisis output. Berikut merupakan ikhtisar hasil perhitungan pengukuran ini :

Tabel 4 -1. *Excess Return* dan Dekomposisi Risiko

Reksa Dana	Mean Rp-Rf	Mean Rp-Rm	Market Risk	% Market Risk	Spesific Risk	% Spesific Risk	Total Risk	% Total Risk
Fortis Ekuitas	0.739%	0.239%	0.000434	87.52%	0.000062	12.48%	0.000496	100%
Maestro Dinamis	0.520%	0.020%	0.000693	93.09%	0.000051	6.91%	0.000745	100%
Manulife Dana Saham	0.717%	0.218%	0.005623	74.42%	0.001933	25.58%	0.007556	100%
Phinisi Dana Saham	0.609%	0.109%	0.000306	87.91%	0.000042	12.09%	0.000349	100%
Rencana Cerdas	0.560%	0.060%	0.000829	92.73%	0.000065	7.27%	0.000894	100%
TRIM Kapital	0.763%	0.264%	0.001171	82.70%	0.000245	17.30%	0.001416	100%
Rata-rata Sampel	0.651%	0.152%	0.00151	86.40%	0.00040	13.60%	0.00191	100%

Keterangan :

Persentase *market risk* dan *specific risk* merupakan proporsi masing-masing risiko atas *total risk*. Hasil output *Jensen's Alpha* serta perhitungan dekomposisi risiko terdapat pada lampiran 1 (hal. 101-102) dan lampiran 13 (hal. 125).

Tabel ikhtisar diatas menunjukkan bahwa selama periode 2005-2007, rata-rata *return* sampel reksa dana saham telah mampu mengungguli *market return* (Rm) sebesar 0,152%. Hal ini juga dapat dilihat dari hasil masing-masing sampel reksa dana yang seluruhnya menunjukkan nilai positif dalam hal *excess return* terhadap *market* (Rm). Dimana TRIM

Kapital berhasil memberikan *excess return* tertinggi yaitu 0,264%, diikuti oleh Fortis Ekuitas (0,239%), Manulife Dana Saham (0,218%), Phinisi Dana Saham (0,109%), Rencana Cerdas (0,56%), dan Maestro Dinamis (0,02%). Hal ini mengimplikasikan bahwa *return* yang dihasilkan melalui alokasi dan seleksi aset pada portofolio reksa dana telah berhasil memberikan *return* yang lebih besar bagi para investor dibandingkan apabila mereka berinvestasi langsung pada pasar.

Selain mengungguli *market return*, dapat dilihat bahwa secara rata-rata *return* sampel reksa dana saham juga mampu mengungguli *risk-free rate* sebesar 0,651%. Demikian pula halnya dengan hasil dari masing-masing reksa dana, dimana TRIM Kapital mampu memberikan *excess return* tertinggi sebesar 0,763% dan diikuti dengan Fortis Ekuitas (0,739%), Manulife Dana Saham (0,717%), Phinisi Dana Saham (0,609%), Rencana Cerdas (0,56%), serta Maestro Dinamis (0,52%). Hal ini mengimplikasikan *return* yang dihasilkan melalui alokasi dan seleksi aset pada portofolio reksa dana telah berhasil memberikan *return* yang lebih besar bagi para investor dibandingkan apabila mereka berinvestasi pada instrumen yang menawarkan *return* sebesar *risk free rate*.

Kemudian untuk melihat besarnya risiko yang mempengaruhi portofolio reksa dana, maka dilakukan dekomposisi risiko portofolio menjadi *market risk* dan *specific risk*. Hasil pada tabel menunjukkan bahwa rata-rata sampel memiliki proporsi ekspos terhadap *market risk* (88,4%) yang lebih mendominasi dibandingkan pada *specific risk* (13,6%). Fenomena proporsi ekspos terhadap *market risk* yang lebih besar dibandingkan *specific risk* juga dialami oleh masing-masing reksa dana. Dimana Maestro Dinamis memiliki ekspos *market risk* tertinggi sebesar 90,09% dengan *specific risk* sebesar 6,91%. Diikuti oleh Rencana Cerdas dengan *market risk* 92,73% dan *specific risk* 7,27%. Kemudian Phinisi Dana Saham dengan *market risk* 87,91% dan *specific risk* 12,09%. Lalu Fortis

Ekuitas dengan *market risk* 87,52% dan *spesific risk* 12,48%. Selanjutnya TRIM Kapital dengan *market risk* 82,7% dan *spesific risk* 17,3%. Dan terakhir Manulife Dana Saham dengan *market risk* 74,42% dan *spesific risk* 25,58%. Fakta tersebut mengimplikasikan bahwa portofolio reksa dana telah terdiversifikasi dengan baik pada saham-saham yang ada di pasar sehingga mengurangi *spesific risk* dari reksa dana dan menunjukkan bahwa manajer investasi masing-masing reksa dana telah berusaha melakukan optimalisasi terhadap *return* yang mereka hasilkan melalui teknik diversifikasi portofolio.

2. Risk adjusted return dengan single-index model

Penilaian kinerja reksa dana secara umum berikutnya dilakukan dengan menggunakan model *Jensen's Alpha* [$R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha_p + \beta_p (R_{m,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_{p,t}$] dalam menentukan baik tidaknya kinerja suatu reksa dana. Dimana kinerja reksa dana dilambangkan dengan parameter α dan parameter β melambangkan pengukuran terhadap risiko sistematis yang dimiliki portofolio reksa dana. Penelitian dilakukan pada keseluruhan periode untuk melihat kinerja manajer investasi selama periode penelitian. Kemudian penelitian tambahan dilakukan dengan pembagian periode observasi menjadi 3 sub periode. Berikut merupakan tabel ikhtisar hasil output untuk keseluruhan periode :

Tabel 4 -2. Kinerja Reksa Dana : Jensen's Alpha Keseluruhan Periode

Keseluruhan Periode							
Reksa Dana					Jml RD dgn	Jml RD yang Signifikan Menolak	
	α	Prob.	β	Prob.	$\alpha > 0$	$\alpha = 0$	$\beta = 0$
Fortis Ekuitas	0.002289	0.0005	1.009404	0	v	+,+,+,+	+,+,+,+
Maestro Dinamis	0.000614	0.309	0.918051	0	v		+,+,+,+
Manulife Dana Saham	0.000988	0.5935	1.041834	0	v		+,+,+,+
Phinisi Dana Saham	0.000911	0.0862	1.027403	0	v	+	+,+,+,+
Rencana Cerdas	0.000856	0.2133	0.9459	0	v		+,+,+,+
TRIM Kapital	0.00178	0.0545	1.130641	0	v	+	+,+,+,+
Mean	0.0012397		1.0122055		6	3+ 1++ 1+++	6+ 6++ 6+++

Keterangan :

- (-) [- - -] dan + (++) [+++] adalah reksa dana yang signifikan negatif atau positif pada tingkat 10 % (5%) [1%]. Hasil output pengolahan Eviews terdapat pada lampiran 1 (hal. 101-102).

Pada keseluruhan periode, seluruh sampel reksa dana menunjukkan kinerja yang cukup baik dan dicerminkan dengan nilai α_p yang positif untuk semua reksa dana. Dimana 3 diantaranya memberikan hasil yang signifikan positif yaitu Fortis Ekuitas (0,002289 signifikan pada ketiga tingkat), Phinisi Dana Saham (0,000911 signifikan pada 10%), dan TRIM Kapital (0,00178 signifikan pada 10%). Hal ini membuktikan bahwa terdapat reksa dana yang memiliki kinerja yang baik dan mampu menghasilkan *abnormal return* yang positif bagi investor. Reksa dana lainnya dengan alpha positif adalah Maestro Dinamis (0,000614), Manulife Dana Saham (0,000988), serta Rencana Cerdas (0,000856). Dan rata-rata nilai α_p pada keseluruhan periode ini sebesar 0,0012397. Hal ini mengimplikasikan bahwa rata-rata manajer investasi reksa dana memiliki kinerja yang cukup baik pada keseluruhan periode serta mampu menghasilkan penambahan *abnormal return* bagi para investor, dan pada periode ini membuktikan adanya manajer investasi reksa dana dengan kemampuan tersebut.

Sementara hasil observasi β_p menunjukkan tingkat risiko sistematis yang cukup tinggi hampir pada semua sampel reksa dana dan kesemuanya signifikan pada tingkat 10%, 5%, dan 1%. Dimana 4 dari 6 sampel reksa dana memiliki β_p diatas 1, yaitu Fortis Ekuitas (1,009), Manulife Dana Saham (1,0418), Phinisi Dana Saham (1,0274), serta TRIM Kapital (1,1306). Hal ini mengimplikasikan keempat reksa dana tersebut memiliki alokasi portofolio yang besar pada saham-saham dengan β yang lebih tinggi dari pasar. Sebaliknya bagi reksa dana dengan β_p dibawah 1, yaitu Maestro Dinamis (0,918) dan Rencana Cerdas (0,9459), mengimplikasikan bahwa alokasi portofolio terletak pada saham-saham dengan β lebih kecil dari pasar ataupun pada aset bebas risiko. Dan dengan rata-rata β_p sebesar 1.012 pada keseluruhan periode, menunjukkan bahwa rata-rata portofolio reksa dana memiliki konsentrasi yang tinggi pada saham-saham yang memiliki β saham yang lebih

besar dari pasar. Interpretasi atas hasil estimasi ini adalah setiap *excess return* dari *market return* terhadap *risk-free rate* sebesar 1% akan meningkatkan *excess return* portofolio rata-rata reksa dana sebesar 1,012 %pada keseluruhan periode.

Tabel 4 -3. Kinerja Reksa Dana : Jensen's Alpha Sub Periode 1 (2005)

Sub Periode 1 (2005)							
Reksa Dana					Jml RD dgn $\alpha > 0$	Jml RD yang Signifikan Menolak	
	α	Prob.	β	Prob.		$\alpha = 0$	$\beta = 0$
Fortis Ekuitas	0.002646	0.0402	1.027684	0	v	+,++	+,+,+++
Maestro Dinamis	0.001081	0.2408	0.839292	0	v		+,+,+++
Manulife Dana Saham	0.001859	0.7264	1.163921	0	v		+,+,+++
Phinisi Dana Saham	0.001609	0.0286	1.001996	0	v	+,++	+,+,+++
Rencana Cerdas	0.001725	0.0868	0.856959	0	v	+	+,+,+++
TRIM Kapital	0.003037	0.1103	1.014425	0	v		+,+,+++
Mean	0.00199		0.984046		6	3+ 2++	6+ 6++ 6+++

Keterangan :

- (--) [- - -] dan + (++) [+++] adalah reksa dana yang signifikan negatif atau positif pada tingkat 10 % (5%) [1%]. Hasil output pengolahan Eviews terdapat pada lampiran 2 (hal. 103-104).

Pada sub periode 1 (2005) seluruh sampel reksa dana dalam penelitian ini mampu menghasilkan α_p yang positif. Namun hanya ada 3 reksa dana yang terbukti signifikan positif secara statistik menolak $H_0 : \alpha_p = 0$, yaitu Fortis Ekuitas (0,002646 signifikan pada 10% dan 5%), Phinisi Dana Saham (0,001609 signifikan pada 10% dan 5%), dan Rencana Cerdas (0,001725 signifikan pada 10%). Dengan demikian pada sub periode 1 ini telah membuktikan adanya manajer investasi reksa dana dengan kinerja yang baik dan mampu memberikan *abnormal return* yang positif bagi investor. Sementara reksa dana dengan hasil α_p lainnya adalah Maestro Dinamis (0,001081), Manulife Dana Saham (0,001609), dan TRIM Kapital (0,003037). Dan hasil rata-rata α_p sub periode 1 ini adalah sebesar 0,00199. Hal ini mengimplikasikan bahwa bahwa rata-rata manajer investasi reksa dana memiliki kinerja yang cukup baik pada sub periode 1 ini dan telah mampu menghasilkan penambahan *abnormal return* yang positif bagi para investor, dan pada periode 1 ini mampu membuktikan adanya manajer investasi reksa dana dengan kemampuan tersebut.

Sementara hasil observasi β_p menunjukkan tingkat risiko sistematis yang cukup tinggi pada sebagian besar sampel reksa dana dan terbukti signifikan positif secara statistik pada ketiga tingkat. Dimana 4 dari 6 sampel reksa dana memiliki β_p diatas 1, yaitu Fortis Ekuitas (1,0277), Manulife Dana Saham (1,1639), Phinisi Dana Saham (1,00199), dan TRIM Kapital (1,01443). Implikasinya adalah portofolio dari keempat reksa dana tersebut memiliki alokasi yang cukup tinggi pada saham-saham dengan β yang lebih tinggi dari pasar. Sebaliknya bagi reksa dana dengan β_p dibawah 1, yaitu Maestro Dinamis (0,8393) dan Rencana Cerdas (0,85696), mengimplikasikan bahwa alokasi portofolio reksa dana berfokus pada saham-saham dengan β dibawah pasar ataupun pada aset bebas risiko. Dan hasil rata-rata estimasi β_p adalah sebesar 0,98405. Hal tersebut menunjukkan bahwa rata-rata portofolio reksa dana memiliki proporsi pada saham-saham yang memiliki β dibawah pasar ataupun pada aset bebas risiko. Interpretasi atas hasil estimasi ini adalah setiap *excess return* dari *market return* terhadap *risk-free rate* sebesar 1% akan meningkatkan *excess return* rata-rata portofolio reksa dana sebesar 0,98405 % pada sub periode 1.

Tabel 4 -4. Kinerja Reksa Dana : Jensen's Alpha Sub Periode 2 (2006)

Sub Periode 2 (2006)							
Reksa Dana					Jml RD dgn $\alpha > 0$	Jml RD yang Signifikan Menolak	
	α	Prob.	β	Prob.		$\alpha = 0$	$\beta = 0$
Fortis Ekuitas	0.001022	0.313200	0.947114	0	v		+,+,+,+++
Maestro Dinamis	-0.000291	0.715900	0.883243	0			+,+,+,+++
Manulife Dana Saham	0.001252	0.199700	0.923090	0	v		+,+,+,+++
Phinisi Dana Saham	0.000940	0.370100	0.967066	0	v		+,+,+,+++
Rencana Cerdas	0.001007	0.298900	0.937365	0	v		+,+,+,+++
TRIM Kapital	0.001598	0.209800	1.124637	0	v		+,+,+,+++
Mean	0.000921		0.963753		5	0	6+ 6++ 6+++

Keterangan :

- (--) [- - -] dan + (++) [+++] adalah reksa dana yang signifikan negatif atau positif pada tingkat 10 % (5%) [1%]. Hasil output pengolahan Eviews terdapat pada lampiran 3 (hal. 105-106).

Pada sub periode 2 (2006) hampir semua sampel reksa dana mampu menghasilkan α_p yang positif yaitu Fortis Ekuitas (0,001022), Manulife Dana Saham (0,002152), Phinisi

Dana Saham (0,00094), Rencana Cerdas (0,001007), TRIM Kapital (0,001598), terkecuali Maestro Dinamis (-0,000291). Namun, dari hasil tersebut tak satu pun yang terbukti signifikan secara statistik pada ketiga tingkat signifikansi. Dan hasil rata-rata α_p pada sub periode 2 ini adalah sebesar 0,000921. Hal ini mengimplikasikan bahwa manajer investasi reksa dana telah memiliki kinerja yang cukup baik pada sub periode 2 ini dan rata-rata telah mampu menghasilkan penambahan *abnormal return* yang positif bagi para investor, walaupun belum ada reksa dana yang terbukti signifikan secara statistik memiliki kemampuan ini.

Sementara hasil observasi β_p menunjukkan tingkat risiko sistematis yang lebih kecil dibandingkan risiko pasar hampir pada semua sampel reksa dana, kecuali pada TRIM Kapital (1,1246). Hal ini mengimplikasikan bahwa portofolio TRIM Kapital memiliki alokasi aset pada saham-saham dengan β yang tinggi. Sebaliknya reksa dana dengan β_p lebih kecil dari 1, yaitu Fortis Ekuitas (0,947114); Maestro Dinamis (0,883243); Manulife Dana Saham (0,9231); Phinisi Dana Saham (0,9671); dan Rencana Cerdas (0,9374), mengimplikasikan bahwa portofolio reksa dana tersebut terkonsentrasi pada saham-saham dengan β yang lebih kecil dari pasar ataupun pada aset bebas risiko. Dimana nilai β_p dari seluruh reksa dana ini terbukti signifikan secara statistik pada ketiga tingkat signifikansi. Sementara hasil rata-rata β_p adalah sebesar 0,9638. Hal tersebut menunjukkan bahwa pada sub periode 2 ini, rata-rata portofolio reksa dana memiliki proporsi alokasi aset yang rendah pada saham-saham yang memiliki β saham yang tinggi atau diatas risiko pasar ataupun memiliki proporsi yang lebih tinggi pada aset bebas risiko. Interpretasi atas hasil estimasi ini adalah setiap *excess return* dari *market return* terhadap *risk-free rate* sebesar 1% akan meningkatkan *excess return* portofolio rata-rata reksa dana sebesar 0,9638% pada sub periode 2.

Tabel 4 -5. Kinerja Reksa Dana : Jensen's Alpha Sub Periode 3 (2007)

Sub Periode 3 (2007)							
Reksa Dana					Jml RD dgn $\alpha > 0$	Jml RD yang Signifikan Menolak	
	α	Prob.	β	Prob.		$\alpha = 0$	$\beta = 0$
Fortis Ekuitas	0.003345	0.0017	1.046125	0	v	+,+,+,+++	+,+,+,+++
Maestro Dinamis	0.000331	0.7245	1.04447	0	v		+,+,+,+++
Manulife Dana Saham	0.000673	0.3249	1.060037	0	v		+,+,+,+++
Phinisi Dana Saham	0.000384	0.6681	1.099242	0	v		+,+,+,+++
Rencana Cerdas	-0.000911	0.43	1.052555	0			+,+,+,+++
TRIM Kapital	0.000475	0.7184	1.219093	0	v		+,+,+,+++
Mean	0.000716		1.08692		5	1+ 1++ 1+++	6+ 6++ 6+++

Keterangan :

- (--) [- - -] dan + (++) [+++] adalah reksa dana yang signifikan negatif atau positif pada tingkat 10 % (5%) [1%]. Hasil output pengolahan Eviews terdapat pada lampiran 4 (hal.107-108).

Pada sub periode 3 (2007) hampir semua sampel reksa dana mampu menghasilkan α_p yang positif yaitu Fortis Ekuitas (0,003345 signifikan pada ketiga tingkat), Maestro Dinamis (0,000331), Manulife Dana Saham (0,000673), Phinisi Dana Saham (0,000384), dan TRIM Kapital (0,000475), terkecuali Rencana Cerdas (-0,000911). Dengan demikian pada sub periode 3 ini dapat membuktikan adanya manajer investasi reksa dana dengan kinerja yang baik serta dapat memberikan *abnormal return* bagi investor. Dan hasil rata-rata α_p pada sub periode 3 ini adalah sebesar 0,000716. Hal ini mengimplikasikan bahwa bahwa rata-rata manajer investasi reksa dana telah memiliki kinerja yang cukup baik pada sub periode 3 ini dan rata-rata mampu menghasilkan penambahan *return* yang positif bagi para investor, dan hal ini terbukti dengan adanya manajer investasi reksa dana yang signifikan memiliki kemampuan tersebut.

Sementara hasil observasi β_p menunjukkan seluruh sampel reksa dana memiliki tingkat risiko sistematis yang lebih tinggi dibandingkan risiko pasar dan terbukti signifikan pada ketiga tingkat signifikansi, yaitu Fortis Ekuitas (1,046), Maestro Dinamis (1,044), Manulife Dana Saham (1,06), Phinisi Dana Saham (1,099), Rencana Cerdas (1,053), dan TRIM Kapital (1,219). Dan menghasilkan rata-rata β_p sebesar 1,09. Hal tersebut

menunjukkan bahwa pada sub periode 3 ini, rata-rata portofolio reksa dana memiliki proporsi dengan konsentrasi yang tinggi pada saham-saham yang memiliki β saham yang tinggi atau diatas risiko pasar. Interpretasi atas hasil estimasi ini adalah setiap *excess return* dari *market return* terhadap *risk-free rate* sebesar 1% akan meningkatkan *excess return* portofolio rata-rata reksa dana sebesar 1,09% pada sub periode 3.

Berikut merupakan tabel ikhtisar rata-rata sampel pada keseluruhan periode dan pada ketiga sub periode yang telah dipaparkan sebelumnya.

Tabel 4 -6. Ikhtisar Rata-Rata Kinerja Reksa Dana : Jensen's Alpha

Reksa Dana	Mean		Jml RD dgn	Jml RD yang Signifikan Menolak	
	α	β	$\alpha > 0$	$\alpha = 0$	$\beta = 0$
Keseluruhan Periode	0.0012397	1.0122055	6	3+ 1++ 1+++	6+ 6++ 6+++
Sub periode 1 (2005)	0.001993	0.984046167	6	3+ 2++	6+ 6++ 6+++
Sub periode 2 (2006)	0.000921	0.963753	5	0	6+ 6++ 6+++
Sub periode 3 (2007)	0.000716	1.086920333	5	1+ 1++ 1+++	6+ 6++ 6+++

Keterangan :

- (--) [- - -] dan + (++) [+++] adalah reksa dana yang signifikan negatif atau positif pada tingkat 10 % (5%) [1%]. Tabel ini merupakan tabel ikhtisar hasil masing-masing periode pengamatan yang telah dijelaskan sebelumnya.

Secara umum, tabel ikhtisar diatas memperlihatkan bahwa rata-rata manajer investasi reksa dana telah memiliki kinerja yang baik pada keseluruhan maupun pada tiap sub periode, hal ini dibuktikan dari nilai rata-rata α_p selalu yang positif. Namun pada observasi tiap sub periodenya terlihat terjadinya penurunan kinerja rata-rata reksa dana yang dicerminkan oleh penurunan nilai rata-rata α_p . Tabel tersebut juga menunjukkan terjadinya perubahan pada β_p reksa dana, dimana secara rata-rata manajer investasi reksa dana menurunkan keterlibatan mereka atas risiko (β_p) pada sub periode 2 (2006) dan kembali meningkatkan keterlibatan mereka atas risiko pada sub periode 3 (2007). Hal ini kemungkinan besar terkait dengan kebijakan pemerintah mengenai penetapan nilai *BI Rate* yang mengalami peningkatan pada tahun 2006 dan sedikit demi sedikit terus mengalami penurunan di tahun 2007 sehingga menyebabkan perubahan preferensi alokasi aset

portofolio dari manajer investasi. Keputusan yang diambil manajer investasi untuk mengubah β_p pada tiap sub periodenya kemungkinan besar terkait dengan kondisi pasar saat itu, sehingga mengindikasikan adanya kegiatan *market timing*.

Pada bagian berikutnya akan dibahas secara lebih mendalam hasil penelitian mengenai kemampuan *selectivity* dan *market timing* pada reksa dana.

4.2. Selectivity dan Market Timing

4.2.1. Model Henriksson-Merton

Tabel 4 -7. Kinerja Reksa Dana Keseluruhan Periode: Henriksson-Merton

Keseluruhan Periode											
Reksa Dana							Jml RD dgn		Jml RD yang Signifikan Menolak		$\rho\alpha\beta_2$
	α	Prob.	β_1	Prob.	β_2	Prob.	$\alpha > 0$	$\beta_2 > 0$	$\alpha = 0$	$\beta_2 = 0$	
Fortis Ekuitas	0.00009	0.932	0.9344	0	0.1796	0.0061	v	v			+,+,+,++
Maestro Dinamis	-0.00064	0.4471	0.8753	0	0.1025	0.1586		v			
Manulife Dana Saham	0.00291	0.4959	1.107	0	-0.1563	0.5924	v				
Phinisi Dana Saham	-0.00073	0.3949	0.9715	0	0.1339	0.0213		v			+,++
Rencana Cerdas	-0.00027	0.7876	0.9078	0	0.0914	0.1605		v			
TRIM Kapital	0.00088	0.5781	1.1	0	0.0733	0.4417	v	v			
Mean	0.00037		0.9827		0.0707		3	5	0	2+ 2++ 1+	-0.8946

Keterangan :

- (--) [- - -] dan + (++) [+++] adalah reksa dana yang signifikan negatif atau positif pada tingkat 10 % (5%) [1%]. Hasil output pengolahan Eviews terdapat pada lampiran 5 (hal. 109-110).

Untuk keseluruhan periode, hasil perhitungan model Henriksson-Merton menunjukkan bahwa tidak ada estimasi yang terbukti signifikan secara statistik dengan menggunakan 3 tingkat kepercayaan 10%, 5%, dan 1%. Dan hanya setengah sampel reksa dana yang memiliki estimasi nilai α_p positif yaitu Fortis Ekuitas (0,00009), Manulife Dana Saham (0,00291), dan TRIM Kapital (0,00088). Implikasinya adalah manajer investasi dari ketiga reksa dana tersebut telah memiliki kemampuan *selectivity* yang superior dan mampu menghasilkan *abnormal return* yang positif bagi investor. Dan reksa dana dengan hasil estimasi nilai α_p yang negatif adalah Maestro Dinamis (-0,00064), Phinisi Dana Saham (-0,00073), dan Rencana

Cerdas (-0,00027). Implikasinya adalah manajer investasi dari ketiga reksa dana tersebut memiliki kemampuan *selectivity* yang inferior dan belum mampu menghasilkan *abnormal return* yang positif bagi investor. Dengan demikian, hasil tersebut belum dapat membuktikan bahwa pada keseluruhan periode ini terdapat reksa dana yang memiliki kemampuan *selectivity* yang superior dan dapat memberikan tambahan *abnormal return* yang positif bagi portofolio. Dan dengan nilai rata-rata α_p dari seluruh sampel reksa dana sebesar 0,00037, menunjukkan bahwa pada keseluruhan periode rata-rata manajer investasi telah memiliki kemampuan identifikasi saham yang *undervalued* di pasar dan berhasil memberikan *abnormal return* positif pada portofolio. Namun hal tersebut belum mampu dibuktikan melalui signifikansi statistik. Hal ini konsisten dengan sebagian besar penelitian mengenai kinerja reksa dana saham di Indonesia yang telah ada sebelumnya⁶⁵.

Selain itu, hasil perhitungan β_{1p} menunjukkan seluruh sampel reksa dana memiliki β_{1p} yang terbukti signifikan pada ketiga tingkat signifikansi. Tabel menunjukkan bahwa pada keseluruhan periode terdapat 2 reksa dana yang memiliki β_{1p} diatas 1 yaitu Manulife Dana Saham (1,107) dan TRIM Kapital (1,1). Hal ini mengimplikasikan bahwa kedua reksa dana tersebut memiliki alokasi portofolio pada saham-saham yang memiliki β yang lebih tinggi dari pasar. Sebaliknya bagi Fortis Ekuitas (0,9344), Maestro Dinamis (0,8753), Phinisi Dana Saham (0,9715), dan Rencana Cerdas (0,9078) dengan β_{1p} dibawah 1 mengimplikasikan bahwa reksa dana tersebut memiliki alokasi portofolio pada saham-saham yang memiliki β lebih rendah dari pasar ataupun pada aset bebas risiko. Dan hasil rata-rata β_{1p} untuk seluruh sampel adalah sebesar 0,9827. Hal ini mengimplikasikan bahwa rata-rata portofolio reksa dana mengalokasikan dananya pada saham-saham dengan β yang lebih rendah daripada pasar

⁶⁵ Untung, loc cit.

ataupun pada aset bebas risiko. Interpretasi atas hasil estimasi ini adalah setiap *excess return* dari *market return* terhadap *risk-free rate* sebesar 1% akan meningkatkan *excess return* portofolio rata-rata reksa dana sebesar 0,9827% pada keseluruhan periode.

Sementara untuk kontribusi *market timing* pada keseluruhan periode, menunjukkan bahwa sebagian besar sampel memiliki estimasi nilai positif untuk kemampuan ini. Dimana terdapat 5 sampel reksa dana yang memiliki estimasi positif atas kemampuan *market timing* ini, yaitu Fortis Ekuitas (0,1796 signifikan pada ketiga tingkat), Maestro Dinamis (0,1025), Phinisi Dana Saham (0,1339 signifikan pada 10% dan 5%), Rencana Cerdas (0,0914), serta TRIM Kapital (0,0733). Implikasinya adalah manajer investasi dari kelima reksa dana tersebut telah mampu menyesuaikan alokasi aset portofolio dengan kondisi pasar serta memberikan tambahan *return* yang positif bagi investor melalui kemampuan tersebut. Hal ini membuktikan bahwa pada keseluruhan periode terdapat manajer investasi reksa dana dengan kemampuan *market timing* yang superior. Selain itu terdapat pula reksa dana dengan β_{2p} yang negatif yaitu Manulife Dana Saham (-0,1563), mengimplikasikan bahwa manajer investasi dari reksa dana ini memiliki kemampuan *market timing* yang inferior dan belum mampu memberikan tambahan *return* yang positif bagi investor. Dan rata-rata β_{2p} untuk semua sampel reksa dana adalah 0,0707. Dengan demikian, pada keseluruhan periode rata-rata reksa dana telah memiliki kemampuan *market timing* yang positif dan interpretasi umum atas hasil estimasi ini adalah jika manajer investasi memiliki kemampuan *market timing* dan mampu menyesuaikan β_{1p} dengan kondisi pasar, maka *excess return* pasar sebesar 1% akan meningkatkan *excess return* portofolio rata-rata reksa dana sebesar 0,071%.

Tabel tersebut juga menunjukkan hubungan korelasi negatif yang kuat antara kemampuan *selectivity* dan *market timing* yaitu sebesar -0,8946. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa 67% (4 dari 6) sampel reksa dana memiliki tanda yang berlawanan untuk

kedua kemampuan ini. Hal tersebut mengimplikasikan bahwa manajer investasi yang memiliki kemampuan seleksi saham ternyata bukan merupakan seorang *market timer* yang berhasil dan begitu pula sebaliknya. Hubungan negatif ini juga ditemukan pada penelitian-penelitian sebelumnya yang menggunakan model Henriksson-Merton, seperti Henriksson (1984), Armada (1992), Fletcher (1995), Vieira (1995), serta Kao et al.(1998)⁶⁶.

Tabel 4 -8. Kinerja Reksa Dana Sub Periode 1 (2005): Henriksson-Merton

Sub Periode 1 (2005)											
Reksa Dana							Jml RD dgn		Jml RD yang Signifikan Menolak		$\rho\alpha\beta^2$
	α	Prob.	β_1	Prob.	β_2	Prob.	$\alpha > 0$	$\beta_2 > 0$	$\alpha = 0$	$\beta_2 = 0$	
Fortis Ekuitas	-0.00057	0.7685	0.9175	0	0.2883	0.0343		v			+,++
Maestro Dinamis	0.00174	0.3925	0.8620	0	-0.0595	0.7916	v				
Manulife Dana Saham	0.01018	0.4114	1.4494	0.008	-0.7470	0.3744	v				
Phinisi Dana Saham	-0.00023	0.8383	0.9274	0	0.1722	0.0371		v			+,++
Rencana Cerdas	0.00132	0.5111	0.8431	0	0.0363	0.8365	v	v			
TRIM Kapital	0.00002	0.9948	0.9111	0	0.2704	0.2164	v	v			
Mean	0.0021		0.9851		-0.0066		4	4	0		2+ 2++

Keterangan :

- (-) [- - -] dan + (++) [+++] adalah reksa dana yang signifikan negatif atau positif pada tingkat 10 % (5%) [1%]. Hasil output pengolahan Eviews terdapat pada lampiran 6 (hal. 111-112).

Sementara untuk sub periode 1 (2005), hasil perhitungan model Henriksson-Merton menunjukkan bahwa 67% (4 dari 6) sampel reksa dana memiliki estimasi nilai α_p yang positif yaitu Maestro Dinamis (0,00174), Manulife Dana Saham (0,01018), Rencana Cerdas (0,00132), dan TRIM Kapital (0,00002). Dan dari hasil estimasi α_p keempat reksa dana tersebut, tidak satu pun yang terbukti signifikan secara statistik dengan tingkat kepercayaan 10%, 5%, dan 1%. Hal ini mengimplikasikan bahwa pada periode 1 ini tidak dapat membuktikan adanya manajer investasi reksa dana yang memiliki kemampuan *selectivity* yang baik dan mampu memberikan *abnormal return* yang positif bagi investor. Begitu pula dengan hasil estimasi nilai α_p yang negatif dari Fortis Ekuitas (-0,00057) dan Phinisi Dana Saham (-0,00023) tidak terbukti signifikan secara statistik, baik dengan ketiga tingkat kepercayaan.

⁶⁶ Romacho, op cit., Hal : 351.

Implikasinya adalah manajer investasi dari kedua reksa dana tersebut memiliki kemampuan *selectivity* yang inferior dan belum mampu memberikan *abnormal return* yang positif kepada investor, namun hal tersebut belum mampu dibuktikan signifikan secara statistik. Nilai rata-rata α_p dari seluruh sampel reksa dana adalah 0,0021. Secara umum, fakta ini menunjukkan bahwa pada sub periode 1 rata-rata manajer investasi reksa dana telah memiliki kemampuan identifikasi saham yang *undervalued* di pasar dan berhasil memberikan *abnormal return* yang positif pada portofolio, namun hal tersebut belum bisa dibuktikan melalui signifikansi statistik.

Selain itu hasil perhitungan menunjukkan β_{1p} dari seluruh sampel reksa dana terbukti signifikan pada ketiga tingkat signifikansi. Dimana hanya ada satu sampel reksa dana yang memiliki β_{1p} diatas 1 yaitu Manulife Dana Saham (1,4494). Hal ini mengimplikasikan bahwa portofolio dari Manulife Dana Saham pada sub periode 1 ini lebih banyak mengalokasikan dananya pada saham-saham yang memiliki β yang lebih tinggi daripada pasar. Sebaliknya bagi sisa sampel reksa dana yang memiliki β_{1p} dibawah 1, yaitu Fortis Ekuitas (0,9175); Maestro Dinamis (0,882); Phinisi Dana Saham (0,9274); Rencana Cerdas (0,8431); dan TRIM Kapital (0,9111), mengimplikasikan bahwa alokasi portofolio terletak pada saham-saham yang memiliki β yang lebih rendah dari pasar ataupun pada aset bebas risiko. Dan hasil rata-rata β_{1p} untuk seluruh sampel adalah sebesar 0,9851. Hal ini mengimplikasikan bahwa rata-rata portofolio reksa dana pada sub periode 1 ini mengalokasikan dananya pada saham-saham yang memiliki β yang lebih rendah daripada pasar ataupun pada aset bebas risiko. Interpretasi atas rata-rata hasil estimasi ini adalah setiap *excess return* dari *market return* terhadap *risk-free rate* sebesar 1% akan meningkatkan *excess return* portofolio rata-rata reksa dana sebesar 0,9851%.

Sementara untuk kontribusi *timing* pada kinerja reksa dana sub periode 1 ini menunjukkan bahwa 4 dari 6 sampel memiliki estimasi nilai positif untuk kemampuan *market*

timing ini. Reksa dana dengan estimasi β_{2p} yang positif yaitu Fortis Ekuitas (0,2883 signifikan pada 10% dan 5%) dan Phinisi Dana Saham (0,1722 signifikan pada 10% dan 5%). Implikasinya adalah pada sub periode 1 ini terbukti adanya manajer investasi reksa dana yang memiliki kemampuan menyesuaikan β_{1p} dengan kondisi pasar dan mampu meningkatkan *return* portofolio melalui kemampuan tersebut. Sementara 2 reksa dana lainnya dengan estimasi β_{2p} yang negatif adalah Maestro Dinamis (-0,0595) dan Manulife Dana Saham (-0,7470). Implikasinya adalah manajer investasi dari kedua reksa dana ini memiliki kemampuan *market timing* yang inferior dan belum mampu meningkatkan *return* portofolio melalui kemampuannya tersebut. Dan rata-rata β_{2p} untuk semua sampel adalah -0,0066. Dengan demikian pada sub periode 1, rata-rata reksa dana belum memiliki kemampuan *market timing* yang positif. Interpretasi umum atas rata-rata hasil estimasi ini pada sub periode 1 adalah jika manajer investasi memiliki kemampuan *market timing* dan mampu menyesuaikan β_{1p} dengan kondisi pasar, maka *excess return* pasar sebesar 1% justru akan menurunkan *excess return* portofolio rata-rata reksa dana sebesar 0,0066%. Dan pada sub periode 1 ini dapat membuktikan adanya manajer investasi dengan kemampuan *market timing* yang positif.

Tabel tersebut juga menunjukkan hubungan korelasi negatif yang cukup kuat antara kemampuan *selectivity* dan *market timing* yaitu -0,9872. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa 67% atau 4 dari 6 sampel reksa dana memiliki tanda yang berlawanan untuk kedua pengukuran ini. Hal tersebut mengimplikasikan bahwa manajer investasi yang memiliki kemampuan seleksi saham ternyata bukan merupakan seorang *market timer* yang berhasil dan begitu pula sebaliknya.

Tabel 4-9. Kinerja Reksa Dana Sub Periode 2 (2006): Henriksson-Merton

Sub Periode 2 (2006)											
Reksa Dana							Jml RD dgn		Jml RD yang Signifikan Menolak		$\rho\alpha\beta_2$
	α	Prob.	β_1	Prob.	β_2	Prob.	$\alpha > 0$	$\beta_2 > 0$	$\alpha = 0$	$\beta_2 = 0$	
Fortis Ekuitas	-0.0001	0.9281	0.9056	0	0.0989	0.3300		v			
Maestro Dinamis	-0.0008	0.5352	0.8661	0	0.0410	0.6117		v			
Manulife Dana Saham	0.0015	0.3479	0.9308	0	-0.0183	0.8508	v				
Phinisi Dana Saham	0.0011	0.5138	0.9716	0	-0.0108	0.9187	v				
Rencana Cerdas	0.0011	0.3902	0.9406	0	-0.0077	0.9255	v				
TRIM Kapital	0.0023	0.2422	1.1504	0	-0.0613	0.6314	v				
Mean	0.0008		0.9608		0.0070		4	2	0	0	-0.8675

Keterangan :

- (--) [- - -] dan + (++) [+++] adalah reksa dana yang signifikan negatif atau positif pada tingkat 10 % (5%) [1%]. Hasil output pengolahan Eviews terdapat pada lampiran 7 (hal. 113-114).

Sementara untuk sub periode 2 (2006), hasil perhitungan model Henriksson-Merton menunjukkan bahwa seluruh estimasi nilai α_p tidak ada yang signifikan pada ketiga tingkat signifikansi. Dimana 67% (4 dari 6) sampel reksa dana memiliki estimasi nilai α_p yang positif yaitu Manulife Dana Saham (0,0015), Phinisi Dana Saham (0,0011), Rencana Cerdas (0,0011), dan TRIM Kapital (0,0023). Implikasinya adalah manajer investasi dari reksa dana tersebut telah memiliki kemampuan *selectivity* yang baik dan mampu memberikan *abnormal return* yang positif bagi para investor, namun hal tersebut belum bisa dibuktikan melalui signifikansi statistik. Sementara bagi reksa dana dengan estimasi nilai α_p yang negatif, yaitu Fortis Ekuitas (-0,0001) dan Maestro Dinamis (-0,0008), mengimplikasikan bahwa manajer investasi dari kedua reksa dana tersebut memiliki kemampuan *selectivity* yang inferior dan belum mampu menghasilkan *abnormal return* yang positif bagi investor. Sementara, hasil rata-rata α_p dari seluruh sampel reksa dana adalah 0,0008, fakta ini menunjukkan bahwa pada sub periode 2 rata-rata manajer investasi telah memiliki kemampuan identifikasi saham yang *undervalued* di pasar dan berhasil memberikan *abnormal return* yang positif pada portofolio. Namun secara statistik belum mampu membuktikan adanya manajer investasi yang secara signifikan memiliki kemampuan tersebut.

Selain itu, hasil perhitungan β_{1p} menunjukkan estimasi nilai yang signifikan pada ketiga tingkat signifikansi. Dimana hanya 1 reksa dana yang memiliki β_{1p} diatas 1 yaitu TRIM Kapital (1,1504). Hal ini mengimplikasikan bahwa portofolio dari TRIM Kapital pada sub periode 2 ini lebih banyak mengalokasikan dananya pada saham-saham dengan β yang lebih tinggi daripada pasar. Sebaliknya bagi sisa sampel reksa dana yang memiliki β_{1p} dibawah 1, yaitu Fortis Ekuitas (0,9058); Maestro Dinamis (0,8661); Manulife Dana Saham (0,9308); Phinisi Dana Saham (0,9716); dan Rencana Cerdas (0,9406), dapat disimpulkan bahwa alokasi portofolio reksa dana tersebut terletak pada saham-saham dengan β yang lebih rendah dari pasar ataupun pada aset bebas risiko. Dan hasil rata-rata β_{1p} untuk seluruh sampel adalah sebesar 0,9608. Hal ini mengimplikasikan bahwa rata-rata portofolio reksa dana pada sub periode 2 ini mengalokasikan dananya pada saham-saham yang memiliki β yang lebih rendah daripada pasar ataupun pada aset bebas risiko. Interpretasi atas rata-rata hasil estimasi ini adalah setiap *excess return* dari *market return* terhadap *risk-free rate* sebesar 1% akan meningkatkan *excess return* portofolio rata-rata reksa dana sebesar 0,9608%.

Sementara untuk kontribusi *timing* pada kinerja reksa dana sub periode 2, menunjukkan bahwa tidak satu pun estimasi yang terbukti signifikan pada ketiga tingkat signifikansi. Dan hanya terdapat 2 reksa dana yang memiliki estimasi nilai positif untuk kemampuan ini yaitu Fortis Ekuitas (0,0989) dan Maestro Dinamis (0,041). Implikasinya adalah manajer investasi dari kedua reksa dana tersebut memiliki kemampuan *market timing* yang baik dan mampu memberikan penambahan *return* portofolio melalui kemampuannya tersebut, namun hal itu belum mampu dibuktikan melalui signifikansi statistik. Sementara estimasi β_{2p} untuk reksa dana lainnya adalah Manulife Dana Saham (-0,0183), Phinisi Dana Saham (-0,0108), Rencana Cerdas (-0,0077), dan TRIM Kapital (-0,0613). Implikasinya adalah manajer investasi dari keempat reksa dana tersebut memiliki kemampuan *market timing* yang inferior dan belum

mampu meningkatkan *return* portofolio melalui kemampuan tersebut. Dan rata-rata hasil estimasi *market timing* dari seluruh sampel pada sub periode 2 ini adalah sebesar 0,007. Interpretasi umum atas rata-rata hasil estimasi ini adalah jika manajer investasi memiliki kemampuan *market timing* dan mampu menyesuaikan β_1 dengan kondisi pasar, maka *excess return* pasar sebesar 1% akan meningkatkan *excess return* portofolio rata-rata reksa dana sebesar 0,007%.

Tabel tersebut juga menunjukkan hubungan korelasi negatif yang cukup kuat antara kemampuan *selectivity* dan *market timing* pada sub periode 2 ini yaitu sebesar -0,8675. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa seluruh sampel reksa dana dalam penelitian ini memiliki tanda yang berlawanan untuk kedua kemampuan ini. Hal tersebut mengimplikasikan bahwa manajer investasi yang memiliki kemampuan seleksi saham ternyata bukan merupakan seorang *market timer* yang berhasil dan begitu pula sebaliknya.

Tabel 4 -10. Kinerja Reksa Dana Sub Periode 3: Henriksson-Merton

Sub Periode 3 (2007)											
Reksa Dana							Jml RD dgn		Jml RD yang Signifikan Menolak		$\rho\alpha\beta_2$
	α	Prob.	β_1	Prob.	β_2	Prob.	$\alpha > 0$	$\beta_2 > 0$	$\alpha = 0$	$\beta_2 = 0$	
Fortis Ekuitas	0.0012	0.4828	0.9880	0	0.1477	0.1389	v	v			
Maestro Dinamis	-0.0029	0.0696	0.9573	0	0.2217	0.0147		v	-	+,++	
Manulife Dana Saham	-0.0032	0.0021	0.9547	0	0.2678	0.0000		v	-, -, - - -	+,+,+,+++	
Phinisi Dana Saham	-0.0041	0.0037	0.9763	0	0.3125	0.0002		v	-, -, - - -	+,+,+,+++	
Rencana Cerdas	-0.0040	0.0861	0.9684	0	0.2139	0.1050		v	-		
TRIM Kapital	-0.0011	0.6268	1.1755	0	0.1107	0.3984		v			
Mean	-0.0023		1.0034		0.2124		1	6	4- 2-- 2---	3+ 3++ 2++	-0.7681

Keterangan :

- (--) [- - -] dan + (++) [+++] adalah reksa dana yang signifikan negatif atau positif pada tingkat 10 % (5%) [1%]. Hasil output pengolahan Eviews terdapat pada lampiran 8 (hal. 115-116).

Sementara untuk sub periode 3 (2007), hasil perhitungan model Henriksson-Merton menunjukkan bahwa hanya satu sampel reksa dana yang memiliki estimasi nilai α_p yang positif yaitu Fortis Ekuitas (0,0012). Implikasinya adalah manajer investasi dari Fortis Ekuitas pada sub periode 3 ini memiliki kemampuan *selectivity* dan mampu memberikan *abnormal*

return bagi investor, namun hal tersebut belum bisa dibuktikan melalui signifikansi statistik. Sementara sisa 5 sampel reksa dana lainnya memiliki estimasi α_p yang negatif, yaitu Maestro Dinamis (-0,0029 signifikan pada 10%), Manulife Dana Saham (-0,0032 signifikan pada ketiga tingkat), Phinisi Dana Saham (-0,0041 signifikan pada ketiga tingkat), Rencana Cerdas (-0,004 signifikan pada 10%), dan TRIM Kapital (-0,0011). Implikasinya adalah manajer investasi dari kelima reksa dana tersebut memiliki kemampuan *selectivity* yang inferior dan belum mampu menghasilkan *abnormal return* bagi investor, dan pada periode 3 ini mampu membuktikan adanya manajer investasi dengan kemampuan tersebut. Sementara, hasil rata-rata α_p dari seluruh sampel reksa dana adalah sebesar -0,0023. Fakta ini menunjukkan bahwa pada sub periode 3 ini rata-rata manajer investasi tidak memiliki kemampuan identifikasi saham yang baik dan belum dapat memberikan tambahan *abnormal return* yang positif bagi portofolio, serta pada sub periode 3 ini mampu membuktikan adanya manajer investasi reksa dana dengan kemampuan *selectivity* yang inferior tersebut. Dengan demikian, pada sub periode 3 ini tidak dapat dibuktikan bahwa terdapat manajer investasi reksa dana dengan kemampuan *selectivity* yang baik dan dapat memberikan tambahan *abnormal return* yang positif bagi portofolio.

Selain itu, hasil perhitungan β_{1p} menunjukkan estimasi nilai yang signifikan pada ketiga tingkat signifikansi. Dimana hanya terdapat 1 reksa dana yang memiliki β_{1p} diatas 1 yaitu TRIM Kapital (1,1755). Hal ini mengimplikasikan bahwa portofolio dari TRIM Kapital pada sub periode 3 ini lebih banyak mengalokasikan dananya pada saham-saham dengan β yang lebih tinggi daripada pasar. Sebaliknya bagi sisa sampel reksa dana yang memiliki β_{1p} dibawah 1, yaitu Fortis Ekuitas (0,988); Maestro Dinamis (0,9573); Manulife Dana Saham (0,9547); Phinisi Dana Saham (0,9763); dan Rencana Cerdas (0,9684), dapat disimpulkan bahwa alokasi portofolio terletak pada saham-saham dengan β yang lebih rendah dari pasar

ataupun pada aset bebas risiko. Dan hasil rata-rata β_{1p} untuk seluruh sampel adalah sebesar 1,0034. Hal ini mengimplikasikan bahwa rata-rata portofolio reksa dana pada sub periode 3 ini mengalokasikan dananya pada saham-saham dengan β yang lebih tinggi daripada pasar. Interpretasi atas rata-rata hasil estimasi ini adalah setiap *excess return* dari *market return* terhadap *risk-free rate* sebesar 1% akan meningkatkan *excess return* portofolio rata-rata reksa dana sebesar 1,0034%.

Sementara untuk kontribusi *timing* pada kinerja Reksa dana sub periode 3 ini menunjukkan bahwa semua sampel reksa dana memiliki estimasi nilai positif untuk kemampuan ini, yaitu Fortis Ekuitas (0,1477), Maestro Dinamis (0,2217 signifikan pada 10% dan 5%), Manulife Dana Saham (0,2678 signifikan pada ketiga tingkat), Phinisi Dana Saham (0,3125), Rencana Cerdas (0,2139), dan Phinisi Dana Saham (0,3125 signifikan pada ketiga tingkat). Dengan adanya 3 reksa dana yang memiliki β_{2p} signifikan, maka pada sub periode 3 ini dapat membuktikan bahwa terdapat reksa dana dengan kemampuan *market timing* yang superior dan mampu memberikan penambahan *return* pada portofolio. Dan rata-rata hasil estimasi *market timing* dari seluruh sampel pada sub periode 3 ini adalah sebesar 0,2124. Interpretasi umum atas hasil ini adalah jika manajer investasi memiliki kemampuan *market timing* dan mampu menyesuaikan β_{1p} dengan kondisi pasar, maka *excess return* pasar sebesar 1% akan meningkatkan *excess return* portofolio rata-rata reksa dana sebesar 0,2124%.

Tabel tersebut juga menunjukkan hubungan korelasi negatif yang cukup kuat antara kemampuan *selectivity* dan *market timing* pada sub periode ini yaitu sebesar -0,7681. Hasil penelitian juga menunjukkan 83% (5 dari 6) reksa dana memiliki tanda yang berlawanan untuk kedua kemampuan ini. Hal tersebut mengimplikasikan bahwa manajer investasi yang memiliki kemampuan seleksi saham ternyata bukan merupakan seorang *market timer* yang berhasil dan begitu pula sebaliknya.

Dan berikut merupakan tabel ikhtisar rata-rata kinerja reksa dana yang dihitung menggunakan model Henriksson-Merton :

Tabel 4 -11. Ikhtisar Rata-Rata Kinerja Reksa Dana : Henriksson-Merton

Reksa Dana	Mean			Jml RD dgn		Jml RD yang Signifikan Menolak		$\rho\alpha\beta_2$
	α	β_1	β_2	$\alpha > 0$	$\beta_2 > 0$	$\alpha = 0$	$\beta_2 = 0$	
Keseluruhan Periode	0.00037	0.98269	0.07073	2	5	0	2+ 2++ 1+	-0.8946
Sub periode 1 (2005)	0.0021	0.9851	-0.0066	4	4	0	2+ 2++	-0.9872
Sub periode 2 (2006)	0.00084	0.96084	0.00700	4	2	0	0	-0.8675
Sub periode 3 (2007)	-0.00234	1.00338	0.21239	1	6	4- 2-- 2---	3+ 3++ 2++	-0.7681

Keterangan :

- (--) [- - -] dan + (++) [+++] adalah reksa dana yang signifikan negatif atau positif pada tingkat 10 % (5%) [1%]. Tabel ini merupakan tabel ikhtisar nilai rata-rata dari masing-masing periode pengamatan yang telah dijelaskan sebelumnya.

Tabel 4 -12. Ikhtisar Reksa Dana Berdasarkan Kemampuan : Henriksson-Merton

Henriksson-Merton		
Periode	Reksa Dana dengan Kemampuan yang Superior & Signifikan	
	Selectivity	Market Timing
Keseluruhan Periode	-	Fortis Ekuitas & Phinisi Dana Saham
Sub periode 1 (2005)	-	Fortis Ekuitas & Phinisi Dana Saham
Sub periode 2 (2006)	-	-
Sub periode 3 (2007)	-	Maestro Dinamis, Manulife Dana Saham, & Phinisi Dana Saham

Keterangan :

Tabel ini merupakan tabel ikhtisar hasil masing-masing periode pengamatan yang telah dijelaskan sebelumnya. Dan dapat dilihat pada ikhtisar hasil masing-masing reksa dana pada bagian lampiran 14-21 (hal. 125-127).

Secara umum, tabel ikhtisar 4-11 diatas memperlihatkan bahwa rata-rata manajer investasi reksa dana telah memiliki kemampuan *selectivity* yang baik pada keseluruhan maupun pada tiap sub periode, kecuali pada sub periode 3. Namun hal tersebut belum mampu dibuktikan melalui signifikansi statistik. Hal ini dapat dilihat dari nilai rata-rata α_p yang positif. Namun pada observasi tiap sub periode terlihat terjadinya penurunan kemampuan *selectivity* rata-rata manajer investasi reksa dana.

Tabel ikhtisar 4-11 juga menunjukkan adanya perubahan pada β_p reksa dana pada tiap sub periodenya, dimana secara rata-rata reksa dana menurunkan keterlibatan mereka atas risiko (β_{1p}) pada sub periode 2 (2006) dan kembali meningkatkan keterlibatan mereka atas risiko pada sub periode 3 (2007), sehingga mengindikasikan adanya kegiatan *market timing*.

Selain itu baik pada keseluruhan periode maupun pada tiap sub periodenya menunjukkan bahwa rata-rata portofolio reksa dana memiliki alokasi aset pada saham-saham dengan β yang lebih rendah dari pasar ataupun pada aset bebas risiko, terlihat dari rata-rata estimasi β_p yang selalu lebih kecil dari 1. Terkecuali pada sub periode 3 yang memperlihatkan β_{1p} diatas 1 yang mengimplikasikan pada sub periode 3 ini manajer investasi meningkatkan eksposnya terhadap pasar melalui kepemilikan saham-saham dengan β yang lebih tinggi dari pasar.

Tabel ikhtisar 4-11 tersebut juga menunjukkan adanya kemampuan *market timing* yang baik pada rata-rata manajer investasi reksa dana di keseluruhan periode serta pada tiap sub periodenya, kecuali pada sub periode 1, dan hal ini dapat dibuktikan melalui signifikansi statistik. Selain itu, observasi pada tiap sub periode menunjukkan terjadinya peningkatan kemampuan *market timing* yang dimiliki manajer investasi pada tiap sub periodenya.

Adanya penurunan kemampuan *selectivity* dan peningkatan kemampuan *market timing* pada tiap sub periodenya menunjukkan adanya strategi spesialisasi kemampuan dalam pengelolaan portofolio oleh rata-rata manajer investasi reksa dana, dimana hal ini menjelaskan adanya korelasi negatif antara kedua kemampuan tersebut.

Sementara tabel ikhtisar 4-12 menunjukkan reksa dana dengan kepemilikan kemampuan *selectivity* dan *market timing* yang superior dan signifikan pada penelitian ini menggunakan model Henriksson-Merton.

4.2.2. Model Treynor-Mazuy

Tabel 4 -13. Kinerja Reksa Dana Keseluruhan Periode: Treynor-Mazuy

Keseluruhan Periode										
Reksa Dana	Mean						Jml RD dgn		Jml RD yang Signifikan Menolak	
	α	Prob.	β	Prob.	λ	Prob.	$\alpha > 0$	$\lambda > 0$	$\alpha = 0$	$\lambda = 0$
Fortis Ekuitas	0.0011	0.1650	1.0350	0	1.1617	0.0059	v	v		+,+,+,+++
Maestro Dinamis	-0.0001	0.9091	0.9324	0	0.6509	0.1687		v		
Manulife Dana Saham	0.0006	0.8064	1.0491	0	0.3316	0.7209	v	v		
Phinisi Dana Saham	0.0001	0.8319	1.0436	0	0.7356	0.0382	v	v		+,++
Rencana Cerdas	0.0005	0.5175	0.9531	0	0.3259	0.3695	v	v		
TRIM Kapital	0.0016	0.2008	1.1352	0	0.2092	0.0054	v	v		+,+,+,+++
Mean	0.0006		1.0247		0.5692		5	6	0	3+ 3++ 2+++

Keterangan :

- (--) [- - -] dan + (++) [+++] adalah reksa dana yang signifikan negatif atau positif pada tingkat 10 % (5%) [1%]. Hasil output pengolahan Eviews terdapat pada lampiran 9 (hal. 117-118).

Untuk keseluruhan periode, hasil perhitungan model Treynor-Mazuy menunjukkan bahwa tidak ada satu pun estimasi nilai α_p yang terbukti signifikan secara statistik dengan menggunakan 3 tingkat kepercayaan 10%, 5%, dan 1%. Dan berdasarkan hasil tersebut terdapat 83% (5 dari 6) sampel reksa dana memiliki estimasi nilai α_p yang positif, yaitu Fortis Ekuitas (0,0011), Manulife Dana Saham (0,0006), Phinisi Dana Saham (0,0001), Rencana Cerdas (0,0005), dan TRIM Kapital (0,0016). Implikasinya adalah manajer investasi dari kelima reksa dana tersebut telah memiliki kemampuan *selectivity* yang baik dan mampu memberikan *abnormal return* bagi para investor. Walaupun demikian hal tersebut belum mampu dibuktikan secara statistik pada keseluruhan periode ini. Selain itu estimasi nilai α_p bagi Maestro Dinamis (-0,0001) mengimplikasikan manajer investasi dari Maestro Dinamis memiliki kemampuan *selectivity* yang inferior dan belum dapat menghasilkan *abnormal return* yang positif bagi investor. Sementara nilai rata-rata α_p dari seluruh sampel reksa dana adalah 0,0006. Fakta ini menunjukkan bahwa pada keseluruhan periode manajer investasi telah memiliki kemampuan identifikasi saham yang *undervalued* di pasar dan berhasil memberikan tambahan *abnormal return* yang positif pada portofolio, walaupun demikian hal tersebut

belum bisa dibuktikan secara statistik. Hal ini konsisten dengan sebagian besar penelitian mengenai kinerja reksa dana saham di Indonesia yang telah ada⁶⁷ serta dengan hasil dari model Henriksson-Merton sebelumnya.

Selain itu hasil perhitungan menunjukkan estimasi nilai β_p yang terbukti signifikan pada ketiga tingkat signifikansi. Tabel menunjukkan bahwa pada keseluruhan periode ini terdapat 4 reksa dana yang memiliki β_p diatas 1 yaitu Fortis Ekuitas (1,035), Manulife Dana Saham (1,0491), Phinisi Dana Saham (1,0436) dan TRIM Kapital (1,1352). Hal ini mengimplikasikan bahwa keempat reksa dana tersebut memiliki alokasi portofolio pada saham-saham yang memiliki β yang lebih tinggi dari pasar. Sebaliknya bagi reksa dana yang memiliki β_p dibawah 1, yaitu Maestro Dinamis (0,9324) dan Rencana Cerdas (0,9531), mengimplikasikan bahwa reksa dana tersebut memiliki alokasi portofolio pada saham-saham yang memiliki β lebih kecil dari pasar ataupun pada aset bebas risiko. Dan hasil rata-rata β_p untuk seluruh sampel reksa dana pada penelitian ini adalah sebesar 1,0247. Implikasinya adalah rata-rata portofolio reksa dana mengalokasikan dananya pada saham-saham dengan β yang lebih tinggi daripada pasar. Interpretasi atas hasil estimasi ini adalah setiap *excess return* dari *market return* terhadap *risk-free rate* sebesar 1% akan meningkatkan *excess return* portofolio rata-rata reksa dana sebesar 1,0247% pada keseluruhan periode.

Sementara untuk kontribusi *timing* pada keseluruhan periode reksa dana menunjukkan bahwa seluruh sampel memiliki estimasi nilai positif untuk kemampuan *market timing* ini, yaitu Fortis Ekuitas (1,1617 signifikan pada ketiga tingkat), Mestro Dinamis (0,6509), Manulife Dana Saham (0,3316), Phinisi Dana Saham (0,7356 signifikan pada 10% dan 5%), Rencana Cerdas (0,3695), serta TRIM Kapital (0,2092 signifikan pada ketiga tingkat). Hal ini

⁶⁷ Untung, loc.cit.

mengimplikasikan pada keseluruhan periode seluruh sampel reksa dana dalam penelitian ini telah memiliki kemampuan *market timing* yang baik dan mampu memberikan penambahan *return* bagi investor, dimana melalui signifikansi statistik terbukti adanya manajer investasi reksa dana yang memiliki kemampuan tersebut. Dan rata-rata λ_p untuk semua sampel reksa dana dalam penelitian ini adalah sebesar 0,5692. Implikasinya adalah pada keseluruhan periode, rata-rata manajer investasi reksa dana telah memiliki kemampuan *market timing* yang baik dan hal tersebut dapat dibuktikan dengan adanya manajer investasi reksa dana yang secara signifikan memiliki kemampuan tersebut. Interpretasi umum atas hasil rata-rata estimasi pada keseluruhan periode adalah jika manajer investasi memiliki kemampuan *market timing* dan mampu menyesuaikan β_p dengan kondisi pasar, maka tiap kuadrat *excess return* pasar sebesar 1% akan meningkatkan *excess return* portofolio rata-rata reksa dana sebesar 0,5692%.

Tabel 4 -14. Kinerja Reksa Dana Sub Periode 1: Treynor-Mazuy

Sub Periode 1 (2005)										
Reksa Dana	Mean					Jml RD dgn		Jml RD yang Signifikan Menolak		
	α	Prob.	β	Prob.	λ	Prob.	$\alpha > 0$	$\lambda > 0$	$\alpha = 0$	$\lambda = 0$
Fortis Ekuitas	0.0014	0.3528	1.0630	0	1.4725	0.1022	v	v		
Maestro Dinamis	0.0017	0.1385	0.8225	0	-0.7027	0.6801	v			
Manulife Dana Saham	0.0025	0.7469	1.1468	0	-0.7132	0.8209	v			
Phinisi Dana Saham	0.0010	0.2304	1.0121	0	0.7675	0.1963	v	v		
Rencana Cerdas	0.0021	0.1102	0.8464	0	-0.4398	0.7326	v			
TRIM Kapital	0.0016	0.5465	1.0538	0	1.6420	0.2167	v	v		
Mean	0.0017		0.9908		0.3377		6	3	0	0

Keterangan :

- (--) [- - -] dan + (++) [+++] adalah reksa dana yang signifikan negatif atau positif pada tingkat 10 % (5%) [1%]. Hasil output pengolahan Eviews terdapat pada lampiran 10 (hal. 119-120).

Untuk sub periode 1, hasil perhitungan model Treynor-Mazuy menunjukkan bahwa seluruh sampel reksa dana memiliki estimasi nilai α_p yang positif, yaitu Fortis Ekuitas (0,0014), Maestro Dinamis (0,0017), Manulife Dana Saham (0,0025), Phinisi Dana Saham (0,001), Rencana Cerdas (0,0021), dan TRIM Kapital (0,0016). Namun, tak satu pun yang

terbukti signifikan secara statistik dengan menggunakan 3 tingkat kepercayaan 10%, 5%, dan 1%. Dengan demikian, hasil tersebut tidak dapat membuktikan bahwa pada sub periode 1 ini terdapat manajer investasi reksa dana dengan kemampuan *selectivity* yang superior dan dapat memberikan tambahan *abnormal return* bagi portofolio. Sementara nilai rata-rata α_p dari seluruh sampel reksa dana adalah 0,0017. Secara umum, fakta ini menunjukkan bahwa pada sub periode 1 manajer investasi telah memiliki kemampuan identifikasi saham yang *undervalued* di pasar dan berhasil memberikan tambahan *return* positif pada portofolio, namun kemampuan tersebut belum bisa dibuktikan signifikan secara statistik.

Selain itu hasil perhitungan menunjukkan estimasi nilai β_p yang seluruhnya terbukti signifikan pada ketiga tingkat signifikansi. Tabel menunjukkan bahwa pada sub periode 1 ini, 4 dari 6 sampel reksa dana memiliki β_p diatas 1, yaitu Fortis Ekuitas (1,063), Manulife Dana Saham (1,1468), Phinisi Dana Saham (1,0121), dan TRIM Kapital (1,0538). Hal ini mengimplikasikan bahwa keempat reksa dana tersebut memiliki alokasi portofolio pada saham-saham yang memiliki β yang lebih tinggi dari pasar. Sebaliknya bagi kedua reksa dana lainnya, yaitu Maestro Dinamis (0,8225) dan Rencana Cerdas (0,8464), yang memiliki β_p dibawah 1 mengimplikasikan bahwa kedua reksa dana tersebut memiliki alokasi portofolio pada saham-saham yang memiliki β lebih rendah dari pasar ataupun pada aset bebas risiko. Dan hasil rata-rata β_p untuk seluruh sampel adalah sebesar 0,9908. Hal ini mengimplikasikan bahwa rata-rata portofolio reksa dana mengalokasikan dananya pada saham-saham dengan β yang lebih rendah dari pasar ataupun pada aset bebas risiko. Interpretasi atas hasil estimasi ini adalah setiap *excess return* dari *market return* terhadap *risk-free rate* sebesar 1% akan meningkatkan *excess return* portofolio rata-rata reksa dana sebesar 0.9908% pada sub periode 1.

Sementara untuk kontribusi *timing* pada sub periode 1 ini menunjukkan bahwa hanya setengah dari jumlah sampel reksa dana yang memiliki estimasi nilai positif untuk kemampuan *market timing* ini, yaitu Fortis Ekuitas (1,4725), Phinisi Dana Saham (0,7675), dan TRIM Kapital (1,642). Dan reksa dana dengan estimasi λ_p adalah Maestro Dinamis (-0,7027), Manulife Dana Saham (-0,7132), dan Rencana Cerdas (-0,4398). Dimana dari seluruh hasil estimasi λ_p tersebut, tak satu pun yang terbukti signifikan menggunakan ketiga tingkat signifikansi. Dengan demikian pada sub periode 1 ini, tidak dapat membuktikan adanya manajer investasi reksa dana dengan kemampuan *market timing* yang baik dan dapat memberikan penambahan *return* pada portofolio. Dan rata-rata λ_p untuk semua sampel adalah 0,3377. Dengan demikian pada sub periode 1 ini rata-rata reksa dana telah memiliki kemampuan *market timing* yang positif dan mampu memberikan penambahan *return* pada portofolio, namun hal tersebut belum mampu dibuktikan melalui signifikansi statistik. Interpretasi umum atas rata-rata hasil estimasi *market timing* pada sub periode 1 ini adalah jika manajer investasi memiliki kemampuan *market timing* dan mampu menyesuaikan β_p dengan kondisi pasar, maka tiap kuadrat *excess return* pasar sebesar 1% akan meningkatkan *excess return* portofolio rata-rata reksa dana sebesar 0,3377%.

Tabel 4 -15. Kinerja Reksa Dana SubPeriode 2: Treynor-Mazuy

Sub Periode 2 (2006)										
Reksa Dana	Mean						Jml RD dgn		Jml RD yang Signifikan Menolak	
	α	Prob.	β	Prob.	λ	Prob.	$\alpha > 0$	$\lambda > 0$	$\alpha = 0$	$\lambda = 0$
Fortis Ekuitas	-0.0001	0.9530	0.9713	0	1.0433	0.1102		v		
Maestro Dinamis	-0.0006	0.5210	0.8906	0	0.3196	0.5416		v		
Manulife Dana Saham	0.0015	0.2431	0.9186	0	-0.1939	0.7243	v			
Phinisi Dana Saham	0.0010	0.4334	0.9657	0	-0.0604	0.9298	v			
Rencana Cerdas	0.0012	0.2920	0.9333	0	-0.1743	0.6270	v			
TRIM Kapital	0.0025	0.1061	1.1046	0	-0.8635	0.2955	v			
Mean	0.0009		0.9640		0.0118		4	2	0	0

Keterangan :

- (-) [- -] dan + (++) [+++] adalah reksa dana yang signifikan negatif atau positif pada tingkat 10 % (5%) [1%]. Hasil output pengolahan Eviews terdapat pada lampiran.11 (hal. 121-122).

Untuk sub periode 2, hasil perhitungan model Treynor-Mazuy menunjukkan bahwa hanya 67% (4 dari 6) sampel reksa dana yang memiliki estimasi nilai α_p yang positif, yaitu Manulife Dana Saham (0,0015), Phinisi Dana Saham (0,001), Rencana Cerdas (0,0012), dan TRIM Kapital (0,0025). Implikasinya adalah manajer investasi dari keempat reksa dana tersebut telah memiliki kemampuan *selectivity* yang baik dan mampu memberikan *abnormal return* yang positif bagi investor. Sementara reksa dana dengan estimasi α_p yang negatif yaitu Fortis Ekuitas (-0,0001) dan Maestro Dinamis (-0,0006), mengimplikasikan bahwa manajer investasi dari kedua reksa dana tersebut memiliki kemampuan *selectivity* yang inferior dan belum mampu menghasilkan *abnormal return* bagi portofolio. Namun seluruh hasil estimasi α_p tersebut, tak satu pun yang terbukti signifikan secara statistik dengan menggunakan 3 tingkat kepercayaan 10%, 5%, dan 1%. Dengan demikian, hasil tersebut belum mampu membuktikan bahwa pada sub periode 2 ini terdapat reksa dana dengan kemampuan *selectivity* yang superior dan dapat memberikan penambahan *return* positif bagi portofolio. Sementara nilai rata-rata α_p dari seluruh sampel reksa dana adalah 0,0009. Secara umum, fakta ini menunjukkan bahwa pada sub periode 2 rata-rata manajer investasi telah memiliki kemampuan identifikasi saham yang *undervalued* di pasar dan berhasil memberikan *return* positif pada portofolio, namun hal tersebut belum dapat dibuktikan secara statistik.

Selain itu, hasil perhitungan β_p menunjukkan estimasi nilai yang positif pada seluruh reksa dana, serta terbukti signifikan pada ketiga tingkat signifikansi. Tabel menunjukkan bahwa pada sub periode 2 ini hanya ada 1 sampel reksa dana yang memiliki β_p diatas 1, yaitu TRIM Kapital (1,1046). Hal ini mengimplikasikan bahwa TRIM Kapital memiliki alokasi portofolio pada saham-saham yang memiliki β yang lebih besar dari pasar. Sebaliknya bagi Fortis Ekuitas (0,9713), Maestro Dinamis (0,8906), Manulife Dana Saham (0,9186), Phinisi Dana Saham (0,9657), dan Rencana Cerdas (0,9333), yang memiliki β_p dibawah 1

mengimplikasikan bahwa reksa dana tersebut memiliki alokasi portofolio pada saham-saham yang memiliki β lebih kecil dari pasar ataupun pada aset bebas risiko. Dan hasil rata-rata β_p untuk seluruh sampel adalah sebesar 0,964. Hal ini mengimplikasikan bahwa rata-rata portofolio reksa dana mengalokasikan dananya pada saham-saham dengan β yang lebih rendah dari pasar ataupun pada aset bebas risiko. Interpretasi atas hasil estimasi ini adalah setiap *excess return* dari *market return* terhadap *risk-free rate* sebesar 1% akan meningkatkan *excess return* portofolio rata-rata reksa dana sebesar 0.964% pada sub periode 2.

Sementara untuk kontribusi *timing* pada sub periode 2 ini menunjukkan bahwa hanya ada 2 sampel reksa dana yang memiliki estimasi nilai positif untuk kemampuan *market timing* ini, yaitu Fortis Ekuitas (1,0433) dan Maestro Dinamis (0,3196). Implikasinya adalah manajer investasi dari kedua reksa dana tersebut telah memiliki kemampuan *market timing* yang baik dan mampu memberikan penambahan *return* bagi portofolio. Dan reksa dana lainnya dengan estimasi λ_p yang negatif adalah Manulife Dana Saham (-0.1939), Phinisi Dana Saham (-0,604), Rencana Cerdas (-0,1743), dan TRIM Kapital (-0,8635). Implikasinya adalah manajer investasi dari keempat reksa dana tersebut memiliki kemampuan *market timing* yang inferior dan belum mampu memberikan penambahan *return* bagi portofolio. Dimana dari estimasi nilai yang positif maupun negatif tersebut, tak satu pun yang terbukti signifikan menggunakan tingkat signifikansi 10%, 5%, dan 1% sehingga belum dapat membuktikan adanya manajer investasi reksa dana dengan kemampuan yang superior. Dan rata-rata λ_p untuk semua sampel adalah 0,0118. Dengan demikian pada sub periode 2 ini rata-rata manajer investasi reksa dana telah memiliki kemampuan *market timing* yang positif, namun belum dapat dibuktikan secara statistik. Interpretasi umum atas rata-rata hasil estimasi *market timing* pada sub periode 2 ini adalah jika manajer investasi memiliki kemampuan *market timing* dan

mampu menyesuaikan β_p dengan kondisi pasar, maka tiap kuadrat *excess return* pasar sebesar 1% akan meningkatkan *excess return* portofolio rata-rata reksa dana sebesar 0,0118%.

Tabel 4 -16. Kinerja Reksa Dana Sub Periode 3: Treynor-Mazuy

Sub Periode 3 (2007)										
Reksa Dana	Mean						Jml RD dgn		Jml RD yang Signifikan Menolak	
	α	Prob.	β	Prob.	λ	Prob.	$\alpha > 0$	$\lambda > 0$	$\alpha = 0$	$\lambda = 0$
Fortis Ekuitas	0.0021	0.0675	1.0722	0	0.9105	0.0192	v	v	+	+,++
Maestro Dinamis	-0.0018	0.1188	1.0881	0	1.5235	0.0044		v		+,+,+++
Manulife Dana Saham	-0.0014	0.0678	1.1029	0	1.4950	0.0001		v	-	+,+,+++
Phinisi Dana Saham	-0.0022	0.0369	1.1519	0	1.8377	0.0002		v	-, - -	+,+,+++
Rencana Cerdas	-0.0027	0.1221	1.0890	0	1.2704	0.0389		v		+,++
TRIM Kapital	-0.0006	0.7179	1.2417	0	0.7883	0.3115		v		
Mean	-0.0011		1.1243		1.3042		1	6	2- 1- - 1+	5+ 5++ 3+++

Keterangan :

- (-) [- - -] dan + (++) [+++] adalah reksa dana yang signifikan negatif atau positif pada tingkat 10 % (5%) [1%]. Hasil output pengolahan Eviews terdapat pada lampiran 12 (hal. 123-124).

Untuk sub periode 3, hasil perhitungan model Treynor-Mazuy menunjukkan bahwa hanya ada satu sampel reksa dana yang memiliki estimasi nilai α_p yang positif, yaitu Fortis Ekuitas (0,0021 signifikan pada 10%). Implikasinya adalah manajer investasi dari Fortis Ekuitas telah terbukti memiliki kemampuan *selectivity* yang superior dan mampu memberikan penambahan *abnormal return* bagi investor. Sementara reksa dana lainnya yang memiliki estimasi α_p yang negatif yaitu Maestro Dinamis (-0,0018), Manulife Dana Saham (-0,0014 signifikan pada 10%), Phinisi Dana Saham (-0,0022 signifikan pada 10% dan 5%), Rencana Cerdas (-0,0027), dan TRIM Kapital (-0,0006). Implikasinya adalah pada sub periode 3 ini manajer investasi dari kelima reksa dana tersebut memiliki kemampuan *selectivity* yang inferior dan pada sub periode 3 ini mampu membuktikan adanya manajer investasi reksa dana dengan kemampuan tersebut. Sementara nilai rata-rata α_p dari seluruh sampel Reksa dana adalah -0,0011. Secara umum, fakta ini menunjukkan bahwa pada sub periode 3 rata-rata manajer investasi belum memiliki kemampuan identifikasi saham yang *undervalued* di pasar dan belum berhasil memberikan tambahan *return* positif pada portofolio. Walaupun demikian

pada sub periode 3 ini dapat membuktikan adanya reksa dana dengan kemampuan *selectivity* yang superior juga inferior.

Selain itu, hasil perhitungan β_p seluruh reksa dana menunjukkan estimasi nilai yang positif serta terbukti signifikan pada ketiga tingkat signifikansi. Tabel menunjukkan bahwa pada sub periode 3 ini seluruh sampel reksa dana yang memiliki β_p diatas 1, yaitu Fortis Ekuitas (1,0722), Maestro Dinamis (1,0881), Manulife Dana Saham (1,1029), Phinisi Dana Saham (1,1519), Rencana Cerdas (1,089), dan TRIM Kapital (1,2417). Hal ini mengimplikasikan bahwa pada sub periode 3 ini seluruh sampel reksa dana memiliki alokasi portofolio pada saham-saham dengan β yang lebih besar dari pasar. Dan hasil rata-rata β_p untuk seluruh sampel pada sub periode 3 ini adalah sebesar 1,1243. Interpretasi atas hasil estimasi ini adalah setiap *excess return* dari *market return* terhadap *risk-free rate* sebesar 1% akan meningkatkan *excess return* portofolio rata-rata reksa dana sebesar 1,1243% pada sub periode 3.

Sementara untuk kontribusi *timing* pada sub periode 3 ini menunjukkan bahwa seluruh sampel reksa dana memiliki estimasi nilai positif untuk kemampuan ini, yaitu Fortis Ekuitas (0,9105 signifikan pada 10% dan 5%), Maestro Dinamis (1,5235 signifikan pada ketiga tingkat), Manulife Dana Saham (1,495 signifikan pada ketiga tingkat), Phinisi Dana Saham (1,8377 signifikan pada ketiga tingkat), Rencana Cerdas (1,2704 signifikan pada 10% dan 5%) serta TRIM Kapital (0,7883). Implikasinya adalah manajer investasi dari semua reksa dana telah memiliki kemampuan *market timing* yang superior serta mampu menghasilkan penambahan *return* bagi portofolio, dan pada sub periode 3 ini dapat membuktikan adanya manajer investasi reksa dana dengan kepemilikan kemampuan tersebut. Dan rata-rata λ_p untuk semua sampel reksa dana pada sub periode 3 ini adalah 1,3042. Interpretasi umum atas rata-rata hasil estimasi *market timing* pada sub periode 3 ini adalah jika manajer investasi memiliki

kemampuan *market timing* dan mampu menyesuaikan β_p dengan kondisi pasar, maka tiap kuadrat *excess return* pasar sebesar 1% akan meningkatkan *excess return* portofolio rata-rata reksa dana sebesar 1,3042%.

Dan berikut merupakan ikhtisar rata-rata kinerja reksa dana berdasarkan pengolahan dengan model Treynor-Mazuy yang telah dibahas sebelumnya :

Tabel 4 -17. Ikhtisar Rata-Rata Kinerja Reksa Dana : Treynor-Mazuy

Reksa Dana	Mean			Jml RD dgn		Jml RD yang Signifikan Menolak	
	α	β	λ	$\alpha > 0$	$\lambda > 0$	$\alpha = 0$	$\lambda = 0$
Keseluruhan Periode	0.0006	1.0247	0.5692	5	6	0	3+ 3++ 2+++
Sub periode 1 (2005)	0.0017	0.9908	0.3377	6	3	0	0
Sub periode 2 (2006)	0.0009	0.9640	0.0118	4	2	0	0
Sub periode 3 (2007)	-0.0011	1.1243	1.3042	1	6	2- 1-- 1+	5+ 5++ 3+++

Keterangan :

- (--) [- - -] dan + (++) [+++] adalah reksa dana yang signifikan negatif atau positif pada tingkat 10 % (5%) [1%]. Tabel ini merupakan tabel ikhtisar nilai rata-rata dari masing-masing periode pengamatan yang telah dijelaskan sebelumnya.

Tabel 4 -18. Ikhtisar Reksa dana Berdasarkan Kemampuan : Treynor-Mazuy

Treynor-Mazuy		
Periode	Reksa dana dengan Kemampuan yang Superior & Signifikan	
	Selectivity	Market Timing
Keseluruhan Periode	-	Fortis Ekuitas, Phinisi Dana Saham, & TRIM Kapital
Sub periode 1 (2005)	-	
Sub periode 2 (2006)	-	-
Sub periode 3 (2007)	Fortis Ekuitas	Fortis Ekuitas, Maestro Dinamis, Manulife Dana Saham, Phinisi Dana Saham, & Rencana Cerdas

Keterangan :

Tabel ini merupakan tabel ikhtisar hasil masing-masing periode pengamatan yang telah dijelaskan sebelumnya. Dan dapat dilihat pada ikhtisar hasil masing-masing Reksa dana pada lampiran 14-21 (hal. 125-127).

Secara umum, tabel ikhtisar 4-17 diatas memperlihatkan bahwa rata-rata manajer investasi reksa dana telah memiliki kemampuan *selectivity* yang baik pada keseluruhan maupun pada tiap sub periode, kecuali pada sub periode 3. Hal ini dapat dilihat dari nilai rata-rata α_p yang positif. Namun hal tersebut belum mampu dibuktikan melalui signifikansi statistik. Dan pada observasi tiap sub periodenya terlihat bahwa terjadi penurunan kemampuan *selectivity* pada rata-rata reksa dana dibandingkan sub periode sebelumnya.

Hasil penelitian juga menunjukkan adanya perubahan pada β_p reksa dana pada tiap sub periodenya, dimana secara rata-rata reksa dana menurunkan keterlibatan mereka atas risiko (β_p) pada sub periode 2 (2006) dan kembali menaikkan keterlibatan mereka atas risiko pada sub periode 3 (2007), sehingga mengindikasikan adanya kegiatan *market timing*. Selain itu pada keseluruhan periode menunjukkan bahwa rata-rata portofolio reksa dana memiliki alokasi aset pada saham-saham dengan β yang lebih tinggi dari pasar.

Tabel tersebut juga menunjukkan adanya kemampuan *market timing* pada rata-rata reksa dana baik pada keseluruhan periode, maupun pada tiap sub periodenya, terlihat dari rata-rata estimasi λ_p yang selalu positif. Dan hal tersebut terbukti dimiliki oleh beberapa reksa dana melalui signifikansi statistik. Dimana pada observasi tiap sub periodenya, λ_p sempat mengalami penurunan kemampuan pada sub periode 2 (2006), namun terjadi peningkatan kembali pada sub periode 3 (2007). Hal ini kemungkinan besar terkait kondisi pasar yang sedang *bullish* pada sub periode 3 akibat kebijakan pemerintah untuk menurunkan tingkat *BI Rate*.

Adanya penurunan kemampuan *selectivity* dan peningkatan kemampuan *market timing* pada tiap sub periodenya menunjukkan adanya strategi spesialisasi kemampuan dalam pengelolaan portofolio oleh rata-rata manajer investasi reksa dana. Hal tersebut konsisten dengan hasil penelitian dari model Henriksson-Merton yang telah dipaparkan sebelumnya.

Sementara tabel ikhtisar 4-18 menunjukkan reksa dana dengan kepemilikan kemampuan *selectivity* dan *market timing* yang superior dan signifikan pada penelitian ini menggunakan model Treynor-Mazuy.

4.2.3. Kesimpulan *Selectivity* dan *Market Timing*

Dengan demikian berdasarkan kedua model ini dapat ditarik kesimpulan bahwa penelitian ini berhasil membuktikan adanya kemampuan *market timing* yang baik dan signifikan pada rata-rata manajer investasi reksa dana di Indonesia, namun belum berhasil membuktikan adanya kemampuan *selectivity* yang baik dan signifikan. Walaupun demikian, penelitian ini dapat membuktikan adanya sejumlah reksa dana dengan kemampuan *selectivity* dan *market timing* yang superior maupun inferior.

Kemudian dari observasi pada tiap sub periodenya memperlihatkan strategi yang dilakukan oleh rata-rata manajer investasi reksa dana selama periode 2005-2007 ini adalah dengan melakukan spesialisasi kemampuan. Dimana selama periode observasi ini terlihat adanya penurunan pada kemampuan *selectivity* dan sebaliknya peningkatan pada kemampuan *market timing* pada tiap sub periodenya. Hal ini konsisten pada hasil kedua model Henriksson-Merton dan Treynor-Mazuy (kecuali pada hasil rata-rata *market timing* model Treynor-Mazuy di sub periode 2 menunjukkan adanya penurunan, namun meningkat kembali di sub periode 3). Hal ini menerangkan adanya korelasi negatif yang kuat antara kedua kemampuan yang ditunjukkan pada hasil perhitungan model Henriksson-Merton.

Selain itu, hasil pengelolaan portofolio reksa dana menggunakan strategi *selectivity* dan *market timing* tersebut tergambar dari rata-rata nilai β_p -nya. Dimana berdasarkan hasil observasi tiap sub periodenya menunjukkan strategi yang umum digunakan rata-rata manajer investasi adalah menurunkan β_p pada sub periode 2 dan meningkatkan β_p kembali pada sub periode 3. Dan hasil dari model Henriksson-Merton dan Treynor-Mazuy menunjukkan suatu kesimpulan yang konsisten.

4.3. Pemeringkatan Reksa Dana

Setelah dilakukan analisis kemampuan *selectivity* dan *market timing* reksa dana menggunakan model Henriksson-Merton dan Treynor-Mazuy pada bagian sebelumnya, maka pada bagian ini akan dibuat pemeringkatan untuk menentukan reksa dana dengan kinerja terbaik. Dalam menentukan reksa dana yang memiliki kinerja terbaik dalam penelitian ini berlaku beberapa ketentuan, yaitu :

- Reksa dana harus memiliki peringkat terbaik berdasarkan kemampuan yang diukur.
- Untuk tiap metode, reksa dana terbaik ditentukan berdasarkan peringkat terbaik dari masing-masing kemampuan.
- Perbedaan peringkat diperolehkan selama peringkat reksa dana berdasarkan kedua kemampuan tersebut masih berada dalam urutan 3 besar.

Berikut ini adalah ikhtisar pemeringkatan reksa dana menurut kemampuan *selectivity* dan *market timing* dari keseluruhan periode pada sampel reksa dana dalam penelitian ini :

Tabel 4 -19. Hasil Pengukuran *Selectivity* dan *Market Timing* Reksa Dana

Model	HM		TM	
Reksa Dana	α	β_2	α	λ
Fortis Ekuitas	0.000086	0.179629	0.001062	1.161705
Maestro Dinamis	-0.00064	0.102512	-0.000074	0.650946
Manulife Dana Saham	0.002905	-0.15626	0.000638	0.331589
Phinisi Dana Saham	-0.00073	0.133889	0.000133	0.735627
Rencana Cerdas	-0.00027	0.09137	0.000511	0.325906
TRIM Kapital	0.000881	0.073257	0.001559	0.209236

Untuk memudahkan dalam membaca hasil pengukuran kinerja, berikut pemeringkatan reksa dana berdasarkan kemampuan *selectivity* dan *market timing* yang diolah menggunakan model Henriksson-Merton :

Tabel 4 -20. Pemeringkatan Reksa Dana Berdasarkan Model Henriksson-Merton

Reksa Dana	α	β^2
Fortis Ekuitas	3	1
Maestro Dinamis	5	3
Manulife Dana Saham	1	6
Phinisi Dana Saham	6	2
Rencana Cerdas	4	4
TRIM Kapital	2	5

Berdasarkan pemeringkatan hasil dari model Henriksson-Merton tersebut dapat dilihat bahwa reksa dana yang memiliki kinerja terbaik berdasarkan kemampuan *selectivity* dan *market timing* yang superior adalah reksa dana Fortis Ekuitas.

Kemudian berikut pemeringkatan reksa dana berdasarkan kemampuan *selectivity* dan *market timing* yang diukur menggunakan model Treynor-Mazuy :

Tabel 4 -21. Pemeringkatan Reksa Dana Berdasarkan Model Treynor-Mazuy

Reksa Dana	α	λ
Fortis Ekuitas	2	1
Maestro Dinamis	6	3
Manulife Dana Saham	3	4
Phinisi Dana Saham	5	2
Rencana Cerdas	4	5
TRIM Kapital	1	6

Berdasarkan pemeringkatan hasil dari model Treynor-Mazuy tersebut dapat dilihat bahwa reksa dana yang memiliki kinerja terbaik berdasarkan kemampuan *selectivity* dan *market timing* yang superior adalah reksa dana Fortis Ekuitas.

Dengan demikian berdasarkan hasil pemeringkatan menggunakan kedua model Henriksson-Merton dan Treynor-Mazuy, diperoleh konsistensi hasil bahwa predikat reksa dana dengan kinerja terbaik berdasarkan kemampuan *selectivity* dan *market timing* yang superior didapatkan oleh reksa dana Fortis Ekuitas, dan hasil penelitian ini sesuai dengan hasil pemeringkatan reksa dana terbaik yang dilakukan oleh Majalah Investor⁶⁸.

⁶⁸ Mashud Toarik. "15 Reksa dana Unggulan", dalam Majalah Investor Vol X, No.177. Maret 2008. Jakarta : Globe Media. Hal 40-41.