

BAB IV

HASIL PENELITIAN

4.1. Analisis pengukuran kinerja dengan Single Index Model

Pengukuran menggunakan metode Jensen menilai kinerja manajer investasi berdasarkan seberapa besar manajer investasi tersebut mampu memiliki kemampuan pemilihan saham yang superior yang digambarkan oleh Jensen dengan notasi alfa (α). Dimana semakin tinggi nilai alfa positif, maka akan semakin baik kinerjanya.

Setelah dilakukan pengujian autokorelasi dan heteroskedastik, serta dilakukan remedial dengan menggunakan *Newey-west*, maka diharapkan tidak akan terjadi bias pada model regresi. Dengan demikian, output perhitungan regresi per reksa dana saham untuk *single index model* dapat diperoleh sebagaimana dilampirkan pada lampiran 2 (hal 86-93). Pada output regresi tersebut, dapat dilihat berapa besarnya nilai alfa dan beta pasar di setiap reksa dana saham.

Tabel 4.1 di halaman berikutnya menunjukkan hasil rangkuman perhitungan regresi dengan menggunakan *single index model* selama periode 2005-2007 dari output regresi per reksa dana saham yang dilampirkan pada lampiran 1 (hal 85).

Tabel 4.1 Regresi menggunakan *Single Index Model*

No	Reksa Dana Saham	Adj-R ²	Alpha		Beta pasar	
			Coeff	P-value	Coeff	P-value
1	BDP	0.916344	0.000204	0.9478	1.073.182	0.0000
2	RDBN	0.448301	** <i>-0.022329</i>	0.0144	0.849930	0.0000
3	RDBP	0.615931	<i>-0.005381</i>	0.2437	0.620109	0.0000
4	RDRC	0.904212	0.003458	0.2434	0.959134	0.0000
5	FE	0.928589	*0.011488	0.0000	0.926108	0.0000
6	RDMD	0.893711	0.003415	0.2348	0.877527	0.0000
7	MDS	0.936517	*0.006687	0.0097	0.922051	0.0000
8	DM	0.887225	0.002837	0.3075	0.926313	0.0000
9	RDNSN	0.691679	*** <i>-0.009483</i>	0.0546	0.768214	0.0000
10	PDM	0.725743	0.006434	0.2094	0.733961	0.0000
11	PDS	0.932459	**0.005402	0.0349	0.959997	0.0000
12	RDPS	0.753542	0.005250	0.3306	0.999918	0.0000
13	RSDSI	0.949358	0.001950	0.3756	1.007.163	0.0000
14	RSDPDP	0.955878	0.002255	0.3879	0.967333	0.0000
15	RDDS	0.783129	<i>*-0.014991</i>	0.0026	0.942833	0.0000
16	TK	0.898233	*0.010022	0.0036	1.021.841	0.0000

Keterangan : * = Signifikan dengan $\alpha = 1\%$, ** = Signifikan dengan $\alpha = 5\%$,
*** = Signifikan dengan $\alpha = 10\%$.

BDP = Bahana Dana Prima, RDBN = Reksa Dana Big Nusantara, RDBP = Reksa Dana Big Palapa, RDRC = Reksa Dana Rencana Cerdas, FE = Fortis Ekuitas, RDMD = Reksa Dana Maestro Dinamis, MDS = Manulife Dana Saham, DM = Danareksa mawar, RDNSN = Reksa Dana Niko Saham Nusantara, PDM = Panin Dana Maksima, PDS = Phinisi Dana Saham, RDPS = Reksa Dana Platinum Saham, RSDSI = Reksa Dana Schroder Dana Istimewa, RSDPDP = Reksa Dana Schroder Dana Prestasi Plus, RDDS = Reksa Dana Dana Sentosa, TK = Trim Kapital.

Berdasarkan tabel 4.1 diatas, dapat dilihat bahwa dari enam belas reksa dana saham yang memiliki kinerja selama periode 2005-2007 (tiga tahun), ternyata ada duabelas reksa dana saham yang memiliki nilai alfa positif. Namun demikian, terdapat perbedaan tingkat signifikansi pada nilai alfa positif duabelas reksa dana saham tersebut. Oleh sebab itu, dikelompokkanlah duabelas reksa dana saham berdasarkan perbedaan tingkat signifikansi tersebut, diantaranya adalah :

1. Nilai alfa positif (signifikan dengan tingkat kepercayaan 99% atau $\alpha = 1\%$)

Tabel 4.2 Regresi *Single Index Model* dengan $\alpha = 1\%$

No	Reksa Dana Saham	Adj-R ²	Alpha		Beta pasar	
			Coeff	P-value	Coeff	P-value
1	FE	0.928589	*0.011488	0.0000	0.926108	0.0000
2	MDS	0.936517	*0.006687	0.0097	0.922051	0.0000
3	TK	0.898233	*0.010022	0.0036	1.021.841	0.0000

Keterangan : * = Signifikan dengan $\alpha = 1\%$, ** = Signifikan dengan $\alpha = 5\%$,
*** = Signifikan dengan $\alpha = 10\%$. FE = Fortis Ekuitas,
MDS = Manulife Dana Saham, , TK = Trim Kapital.

Tabel 4.2 menunjukkan bahwa dengan menggunakan regresi *single index model* selama periode 2005-2007, terdapat tiga reksa dana saham yang memiliki nilai alfa positif signifikan dengan tingkat kepercayaan 99% atau dengan $\alpha = 1\%$. Ketiga reksa dana saham tersebut adalah Fortis Ekuitas, Manulife Dana Saham, dan Trim Kapital.

Dari uji statistik dengan tingkat signifikansi $\alpha = 1\%$ sebagaimana telah dirangkum pada tabel 4.2, nilai alfa positif ketiga reksadana ini signifikan. Besarnya nilai alfa positif signifikan yang diberikan oleh ketiga reksa dana saham adalah 0.011488 (signifikan, karena *p-value* alfanya adalah 0.00%, dimana lebih kecil dari 1%) diberikan oleh Fortis Ekuitas, 0.006687 (signifikan, karena *p-value* alfanya adalah 0.97%, dimana lebih kecil dari 1%) diberikan oleh Manulife Dana Saham, dan 0.010022 (signifikan, karena *p-value* alfanya adalah 0.36%, dimana lebih kecil dari 1%) diberikan oleh Trim Kapital. Nilai alfa positif yang signifikan, mengindikasikan dapat dibuktikan secara statistik bahwa manajer investasi pada masing-masing reksa dana saham tersebut memiliki kemampuan pemilihan saham yang superior.

Untuk risiko sistematis ketiga reksa dana saham diukur oleh beta pasar. Dimana besarnya nilai beta pasar yang dihasilkan masing-masing reksa dana saham berbeda-beda, namun demikian, nilai beta pasar yang dihasilkan oleh ketiga reksa dana saham secara statistik signifikan pada $\alpha = 1\%$. Berdasarkan tabel 4.2, dapat dilihat bahwa dari tiga reksa dana saham tersebut hanya ada satu reksa dana saham yang menghasilkan nilai beta pasar yang lebih besar daripada nilai beta yang dihasilkan oleh pasar yaitu Trim Kapital, dimana besarnya adalah 1.021.841 (lebih besar dari 1). Artinya setiap kenaikan risiko sistematis, maka ada kenaikan pada *investment return risk premium* sebesar 1.021.841.

Sedangkan, Fortis Ekuitas dan Manulife Dana Saham menghasilkan nilai beta pasar yang lebih kecil daripada nilai beta yang dihasilkan oleh pasar (lebih kecil dari 1). Dimana Fortis Ekuitas, dan Manulife Dana Saham masing-masing menghasilkan nilai beta sebesar 0.926108, dan 0.922051. Hal ini mengindikasikan bahwa, setiap kenaikan risiko sistematis, maka ada kenaikan pada *investment return risk premium* sebesar 0.926108 (untuk Fortis Ekuitas) dan 0.922051 (untuk Manulife Dana Saham).

Ketiga reksadana saham tersebut memiliki tingkat diversifikasi yang tinggi. Dapat dilihat dari tabel 4.2, nilai *adjusted R-square* masing-masing reksadana saham, dimana Fortis Ekuitas memiliki *adjusted R-square* sebesar 92.8589%, Manulife Dana Saham, dan Trim Kapital yang masing-masing memiliki *adjusted R-square* sebesar 93.6517%, dan 89.8233%.

2. Nilai alfa positif (signifikan dengan tingkat kepercayaan 95% atau $\alpha = 5\%$)

Tabel 4.3 Regresi *Single Index Model* dengan $\alpha = 5\%$

No	Reksa Dana Saham	Adj-R ²	Alpha		Beta pasar	
			Coeff	P-value	Coeff	P-value
1	FE	0.928589	*0.011488	0.0000	0.926108	0.0000
2	MDS	0.936517	*0.006687	0.0097	0.922051	0.0000
3	TK	0.898233	*0.010022	0.0036	1.021.841	0.0000
4	PDS	0.932459	**0.005402	0.0349	0.959997	0.0000

Keterangan : * = Signifikan dengan $\alpha = 1\%$, ** = Signifikan dengan $\alpha = 5\%$,
 *** = Signifikan dengan $\alpha = 10\%$. FE = Fortis Ekuitas,
 MDS = Manulife Dana Saham, , TK = Trim Kapital, PDS = Phinisi Dana Saham

Tabel 4.3 diatas menunjukkan bahwa dengan menggunakan regresi *single index model* selama periode 2005-2007, terdapat empat reksa dana saham yang memiliki nilai alfa positif signifikan secara statistik, dengan tingkat kepercayaan 95% atau dengan $\alpha = 5\%$. Keempat reksa dana saham tersebut adalah Fortis Ekuitas, Manulife Dana Saham, Trim Kapital dan Phinisi Dana Saham. Reksa Dana Fortis Ekuitas, Manulife Dana Saham, dan Trim Kapital secara tidak langsung juga

signifikan pada $\alpha = 5\%$, karena dengan tingkat signifikansi pada $\alpha = 1\%$, ketiga reksa dana saham tersebut sudah signifikan.

Berdasarkan hasil perhitungan *single index model* sebagaimana telah dirangkum pada tabel 4.3, nilai alfa untuk Phinisi Dana Saham adalah 0.005402. Namun, dari uji statistik dengan tingkat signifikan 5%, nilai alfa reksadana ini signifikan karena *p-value* alfa nya adalah 3.49% (lebih kecil dari 5%). Artinya dapat dibuktikan bahwa manajer investasi di reksa dana ini memiliki kemampuan pemilihan saham yang superior. Begitu pula untuk beta pasar yang dihasilkan signifikan secara statistik pada $\alpha = 1\%$ yaitu sebesar 0.959997, hal ini mengindikasikan bahwa setiap kenaikan risiko sistematis, maka ada kenaikan pada *investment return risk premium* sebesar 0.959997. Namun demikian nilai beta yang dihasilkan oleh reksa dana ini lebih kecil daripada nilai beta yang dihasilkan oleh pasar (lebih kecil dari 1).

Seperti Fortis Ekuitas, Manulife Dana Saham, dan Trim Kapital, Phinisi Dana Saham juga memiliki tingkat diversifikasi yang tinggi. Dapat dilihat dari tabel 4.2, dimana Phinisi Dana Saham memiliki *adjusted R-square* sebesar 93.2459%.

3. Nilai alfa positif (signifikan dengan tingkat kepercayaan 90% atau $\alpha = 10\%$)

Tabel 4.4 Regresi *Single Index Model* dengan $\alpha = 10\%$

No	Reksa Dana Saham	Adj-R2	Alpha		Beta pasar	
			Coeff	P-value	Coeff	P-value
1	FE	0.928589	*0.011488	0.0000	0.926108	0.0000
2	MDS	0.936517	*0.006687	0.0097	0.922051	0.0000
3	TK	0.898233	*0.010022	0.0036	1.021.841	0.0000
4	PDS	0.932459	**0.005402	0.0349	0.959997	0.0000

Keterangan : * = Signifikan dengan $\alpha = 1\%$, ** = Signifikan dengan $\alpha = 5\%$,

*** = Signifikan dengan $\alpha = 10\%$. FE = Fortis Ekuitas,

MDS = Manulife Dana Saham, , TK = Trim Kapital, PDS = Phinisi Dana Saham

Tabel 4.4 diatas menunjukkan bahwa dengan menggunakan regresi *single index model* selama periode 2005-2007, terdapat empat reksa dana saham yang memiliki nilai alfa positif signifikan dengan tingkat kepercayaan 90% atau dengan $\alpha = 10\%$. Keempat reksa dana saham tersebut adalah Fortis Ekuitas, Manulife Dana Saham,

Trim Kapital dan Phinisi Dana Saham. Reksa Dana Fortis Ekuitas, Manulife Dana Saham, dan Trim Kapital secara tidak langsung juga signifikan pada $\alpha = 10\%$, karena dengan tingkat signifikansi pada $\alpha = 1\%$, ketiga reksa dana saham tersebut sudah signifikan. Begitu pula dengan Phinisi Dana Saham, karena pada $\alpha = 5\%$ reksa dana ini sudah signifikan, maka reksa dana ini secara tidak langsung juga signifikan pada $\alpha = 10\%$.

4. Nilai alfa positif (tidak signifikan)

Tabel 4.5 Regresi Single Index Model (tidak signifikan)

No	Reksa Dana Saham	Adj-R2	Alpha		Beta pasar	
			Coeff	P-value	Coeff	P-value
1	BDP	0.916344	0.000204	0.9478	1.073.182	0.0000
2	RDRC	0.904212	0.003458	0.2434	0.959134	0.0000
3	RDMD	0.893711	0.003415	0.2348	0.877527	0.0000
4	DM	0.887225	0.002837	0.3075	0.926313	0.0000
5	PDM	0.725743	0.006434	0.2094	0.733961	0.0000
6	RDPS	0.753542	0.005250	0.3306	0.999918	0.0000
7	RDSDI	0.949358	0.001950	0.3756	1.007.163	0.0000
8	RSDP	0.955878	0.002255	0.3879	0.967333	0.0000

Keterangan: BDP = Bahana Dana Prima, RDBN = Reksa Dana Big Nusantara, RDBP = Reksa Dana Big Palapa, RDRC = Reksa Dana Rencana Cerdas, FE = Fortis Ekuitas, RDMD = Reksa Dana Maestro Dinamis, MDS = Manulife Dana Saham, DM = Danareksa mawar, RDNSN = Reksa Dana Niko Saham Nusantara, PDM = Panin Dana Maksima, PDS = Phinisi Dana Saham, RDPS = Reksa Dana Platinum Saham, RDSDI = Reksa Dana Schroder Dana Istimewa, RSDP = Reksa Dana Schroder Dana Prestasi Plus, RDDS = Reksa Dana Dana Sentosa, TK = Trim Kapital.

Tabel 4.5 diatas menunjukkan bahwa dengan menggunakan regresi *single index model* selama periode 2005-2007, terdapat delapan reksa dana saham yang memiliki nilai alfa positif tidak signifikan baik dengan tingkat kepercayaan 99%, 95%, maupun 90% atau dengan $\alpha = 1\%$, 5%, maupun 10%.. Kedelapan reksa dana saham tersebut adalah Bahana Dana Prima, Reksa Dana Rencana Cerdas, Reksa Dana Maestro Dinamis, Danareksa Mawar, Panin Dana Maksima, Reksa Dana Platinum Saham, Reksa Dana Schroder Dana Istimewa, dan Reksa Dana Schroder Dana Prestasi Plus.

Pada tabel 4.5, dapat dilihat bahwa besarnya nilai alfa positif tidak signifikan yang diberikan oleh Bahana Dana Prima, Reksa Dana Rencana Cerdas, Reksa Dana Maestro Dinamis, dan Danareksa Mawar masing-masing adalah 0.000204 (tidak signifikan, karena *p-value* alfanya adalah 94.78%, lebih besar dari 10%) diberikan oleh Bahana Dana Prima, 0.003458 (tidak signifikan karena *p-value* alfanya adalah 24.34%, dimana lebih besar dari 10%) diberikan oleh Reksa Dana Rencana Cerdas, 0.003415 (tidak signifikan karena *p-value* alfanya adalah 23.48%, dimana lebih besar dari 10%) diberikan oleh Reksa Dana Maestro Dinamis, dan 0.002837 (tidak signifikan, karena *p-value* alfanya adalah 30.75%, dimana lebih besar dari 10%) diberikan oleh Danareksa Mawar.

Sedangkan, besarnya nilai alfa positif tidak signifikan yang diberikan oleh Panin Dana Maksima, Reksa Dana Platinum Saham, Reksa Dana Schroder Dana Istimewa, dan Reksa Dana Schroder Dana Prestasi Plus masing-masing adalah 0.006434 (tidak signifikan, karena *p-value* alfanya adalah 20.94%, dimana lebih besar dari 10%) diberikan oleh Panin Dana Maksima, 0.005250 (tidak signifikan, karena *p-value* alfanya adalah 33.06%, dimana lebih besar dari 10%) diberikan oleh Reksa Dana Platinum Saham, 0.001950 (tidak signifikan, karena *p-value* alfanya adalah 37.56%, dimana lebih besar dari 10%) diberikan oleh Reksa Dana Schroder Dana Istimewa. 0.002255 (tidak signifikan, karena *p-value* alfanya adalah 38.79%, dimana lebih besar dari 10%) diberikan oleh Reksa Dana Schroder Dana Prestasi Plus. Nilai alfa positif yang tidak signifikan, mengindikasikan tidak dapat dibuktikan secara statistik bahwa manajer investasi pada masing-masing reksa dana saham tersebut memiliki kemampuan pemilihan saham yang superior.

Untuk risiko sistematis ketiga reksa dana saham diukur oleh beta pasar. Besarnya nilai beta pasar tersebut berbeda-beda, namun demikian, nilai beta yang

dihasilkan oleh kedelapan reksa dana saham secara statistik signifikan pada $\alpha = 1\%$. Berdasarkan tabel 4.5, dapat dilihat bahwa dari delapan reksa dana saham tersebut hanya ada dua reksa dana saham yang menghasilkan nilai beta pasar yang lebih besar daripada nilai beta yang dihasilkan oleh pasar yaitu Bahana Dana Prima dan Reksa Dana Schroder Dana Istimewa. Dimana besarnya beta pasar yang dihasilkan oleh Bahana Dana Prima adalah 1.073.182 (lebih besar dari 1) dan besarnya beta pasar yang dihasilkan oleh Reksa Dana Schroder Dana Prestasi Plus 1.007.163 (lebih besar dari 1). Hal ini mengindikasikan bahwa setiap kenaikan risiko sistematis, maka ada kenaikan pada *investment return risk premium* sebesar 1.073.182 (untuk Bahana Dana Prima) dan 1.007.163 (untuk Reksa Dana Schroder Istimewa).

Sedangkan, keenam reksa dana saham lainnya menghasilkan nilai beta pasar yang lebih kecil daripada nilai beta yang dihasilkan oleh pasar (lebih kecil dari 1). Dimana besarnya nilai beta yang dihasilkan oleh masing-masing reksa dana saham tersebut adalah 0.959134 (Reksa Dana Rencana Cerdas), 0.877527 (Reksa Dana Maestro Dinamis), 0.926313 (Danareksa Mawar), 0.733961 (Panin Dana Maksima), 0.999918 (Reksa Dana Platinum Saham), dan 0.967333 (Reksa Dana Schroder Dana Prestasi Plus). Nilai beta yang dihasilkan oleh tiap reksa dana tersebut mengindikasikan bahwa setiap kenaikan risiko sistematis, maka ada kenaikan pada *investment return risk premium* sebesar nilai beta tersebut.

4.2. Analisis pengukuran kinerja dengan Multi Index Model

Setelah dilakukan pengujian autokorelasi, dan heteroscedastik, serta remedial dengan menggunakan *Newey-west* maka diharapkan tidak akan terjadi bias pada model regresi. Tabel 4.6 di bawah ini, merupakan tabel rangkuman regresi pada *multi index model* dengan indikator variabel makroekonomi yang diantaranya adalah inflasi, index produksi industri, nilai tukar rupiah terhadap dolar (kurs), dan jumlah uang beredar. Cara mendapatkan nilai alfa dan beta per reksa dana saham dari tabel 4.6 tersebut dilampirkan dalam output perhitungan regresi per reksa dana saham dapat dilihat pada lampiran 3 (hal 94-101).

Tabel 4.6 Regresi Multi Index Model

No	RD Saham	Adj-R ²	Alpha	Beta Pasar	Beta CPI	Beta IPI	Beta Kurs	Beta MS
			Coeff	Coeff	Coeff	Coeff	Coeff	Coeff
1	BDP	0.911080	0.000750	1.040.443	-0.289489	0.026278	-0.059349	-0.085310
2	RDBN	0.638369	*-0.024309	0.800314	*1.861542	-0.050740	-0.507839	-0.324489
3	RDBP	0.657510	-0.006143	0.657832	**0.742623	-0.091642	0.027980	-0.096215
4	RDC	0.900432	0.001395	0.948566	0.046704	-0.064513	-0.137864	0.259649
5	FE	0.921625	*0.010757	0.932976	0.013884	-0.049056	-0.002291	0.075587
6	RDMD	0.896466	0.003220	0.931719	***0.385374	-0.053751	0.152193	0.001061
7	MDS	0.929546	**0.006539	0.935326	-0.061875	-0.021054	0.053956	0.047038
8	DM	0.876411	0.002311	0.962284	0.105611	-0.018366	0.092947	0.153894
9	RDNSN	0.691587	**0.011633	0.655749	-0.132768	0.083592	***-0.532287	0.295942
10	PDM	0.747165	0.006504	0.661798	**0.339306	0.012402	-0.302934	-0.296473
11	PDS	0.927520	**0.005742	0.981039	-0.103810	-0.044623	0.121272	-0.063026
12	RDPS	0.747798	0.006316	0.887061	-0.154407	0.106578	-0.361080	-0.317535
13	RSDSI	0.946041	0.002297	1.041.355	0.097935	0.020227	0.123785	0.043225
14	RSDSPP	0.956572	0.002577	0.994425	-0.163178	-0.015048	0.140545	0.029814
15	RDDS	0.806121	*-0.015179	0.805739	0.100164	0.101484	**0.548063	-0.208711
16	TK	0.888702	**0.008670	1.006.458	-0.048993	-0.052613	-0.107629	0.146434

Keterangan : * = Signifikan dengan $\alpha = 1\%$, ** = Signifikan dengan $\alpha = 5\%$, *** = Signifikan dengan $\alpha = 10\%$.
 BDP = Bahana Dana Prima, RDBN = Reksa Dana Big Nusantara, RDBP = Reksa Dana Big Palapa, RDRC = Reksa Dana Rencana Cerdas, FE = Fortis Ekuitas, RDMD = Reksa Dana Maestro Dinamis, MDS = Manulife Dana Saham, DM = Danareksa mawar, RDNSN = Reksa Dana Niko Saham Nusantara, PDM = Panin Dana Maksima, PDS = Phinisi Dana Saham, RDPS = Reksa Dana Platinum Saham, RSDSI = Reksa Dana Schroder Dana Istimewa, RSDSPP = Reksa Dana Schroder Dana Prestasi Plus, RDDS = Reksa Dana Dana Sentosa, TK = Trim Kapital.

Sebagaimana telah dirangkum di tabel 4.6 diatas yang menunjukkan hasil rangkuman perhitungan menggunakan multi index model selama periode 2005-2007 per reksa dana saham, dapat dilihat bahwa dari enam belas reksa dana saham yang memiliki kinerja selama periode 2005-2007 (tiga tahun), ternyata ada dua belas reksa dana

saham yang memiliki nilai alfa positif. Namun, karena terdapat perbedaan tingkat signifikansi pada reksa dana saham yang memiliki nilai alfa positif tersebut, maka dikelompokkanlah kedua belas reksa dana saham yang memiliki nilai alfa positif berdasarkan tingkat signifikansi masing-masing, diantaranya adalah :

1. Nilai alfa positif (signifikan dengan tingkat kepercayaan 99% atau $\alpha = 1\%$)

Tabel 4.7 Regresi *Multi Index Model* dengan $\alpha = 1\%$

No	RD Saham	Adj-R ²	Alpha	Beta Pasar	Beta CPI	Beta IPI	Beta Kurs	Beta MS
			Coeff	Coeff	Coeff	Coeff	Coeff	Coeff
1	FE	0.921625	*0.010757	0.932976	0.013884	-0.049056	-0.002291	0.075587

Keterangan : * = Signifikan dengan $\alpha = 1\%$, ** = Signifikan dengan $\alpha = 5\%$,
*** = Signifikan dengan $\alpha = 10\%$. FE = Fortis Ekuitas.

Tabel 4.7 diatas menunjukkan bahwa dengan menggunakan *multi index model* selama tahun 2005-2007 pada tingkat kepercayaan 99% atau dengan $\alpha = 1\%$, ternyata terdapat satu reksa dana saham yang memiliki nilai alfa positif signifikan secara statistik yaitu Fortis Ekuitas.

Berdasarkan rangkuman hasil perhitungan regresi dengan *multi index model* pada tabel 4.7, nilai alfa untuk Fortis Ekuitas adalah 0.010757. Dapat dilihat dalam rangkuman output perhitungan regresi *multi index model* sebagaimana dilampirkan pada lampiran 1 (hal 85), bahwa dari uji statistik dengan tingkat signifikan 1%, nilai alfa reksadana ini signifikan karena *p-value* alfaanya adalah 0.05% (lebih kecil dari 1%). Hal ini mengindikasikan bahwa secara statistik dapat dibuktikan bahwa manajer investasi di reksa dana saham tersebut memiliki kemampuan pemilihan saham yang superior.

Dari tabel 4.7, dapat dilihat bahwa nilai beta pasar yang dihasilkan signifikan pada $\alpha = 1\%$, yaitu sebesar 0.932976, artinya setiap kenaikan risiko sistematis, maka ada kenaikan pada *investment return risk premium* sebesar 0.932976. Namun, demikian nilai beta pasar yang dihasilkan oleh reksa dana

ini masih lebih kecil dari beta pasar yang dihasilkan oleh pasar (lebih kecil dari 1).

Selain beta pasar, ada empat variabel makroekonomi yang dijadikan sebagai risiko sistematis yaitu beta CPI, beta produksi industri, beta kurs, dan beta *money supply*. Namun demikian, tidak ada satupun dari empat beta tersebut yang signifikan baik pada $\alpha = 1\%$, 5% , maupun 10% pada ketiga reksa dana saham. Implikasinya, tidak dapat dibuktikan secara statistik bahwa keempat variabel makroekonomi yang dijadikan sebagai risiko sistematis tersebut mempengaruhi kinerja Fortis Ekuitas.

Dalam hal kemampuan mendiversifikasi alokasi saham-saham yang digunakan dalam portofolio saham, reksa dana saham ini memiliki tingkat diversifikasi yang tinggi. Dimana Fortis Ekuitas memiliki nilai *adjusted r-squared* sebesar 92.1625% .

2. Nilai alfa positif (signifikan dengan tingkat kepercayaan 95% atau $\alpha = 5\%$)

Tabel 4.8 Regresi *Multi Index Model* dengan $\alpha = 5\%$

No	RD Saham	Adj-R ²	Alpha	Beta Pasar	Beta CPI	Beta IPI	Beta Kurs	Beta MS
			Coeff	Coeff	Coeff	Coeff	Coeff	Coeff
1	FE	0.921625	*0.010757	0.932976	0.013884	-0.049056	-0.002291	0.075587
2	MDS	0.929546	**0.006539	0.935326	-0.061875	-0.021054	0.053956	0.047038
3	PDS	0.927520	**0.005742	0.981039	-0.103810	-0.044623	0.121272	-0.063026
4	TK	0.888702	**0.008670	1.006458	-0.048993	-0.052613	-0.107629	0.146434

Keterangan : * = Signifikan dengan $\alpha = 1\%$, ** = Signifikan dengan $\alpha = 5\%$, *** = Signifikan dengan $\alpha = 10\%$.
MDS = Manulife Dana Saham, PDS = Phinisi Dana Saham, TK = Trim Kapital.

Tabel 4.8 menunjukkan bahwa dengan menggunakan *multi index model* pada tingkat kepercayaan 95% atau dengan $\alpha = 5\%$, terdapat empat reksa dana saham yang memiliki nilai alfa positif signifikan secara statistik yaitu Fortis Ekuitas, Manulife Dana Saham, Phinisi Dana Saham, dan Trim Kapital. Reksa Dana Fortis Ekuitas secara tidak langsung juga signifikan pada tingkat signifikansi pada $\alpha = 5\%$, karena reksa dana ini sudah signifikan pada $\alpha = 1\%$.

Dari uji statistik dengan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$ sebagaimana telah dirangkum pada tabel 4.8, nilai alfa positif ketiga reksadana ini signifikan secara statistik. Dapat dilihat pada tabel 4.8, bahwa besarnya nilai alfa positif signifikan yang diberikan oleh ketiga reksa dana saham adalah 0.006539 (diberikan oleh Manulife Dana Saham), 0.005742 (diberikan oleh Phinisi Dana Saham), dan 0.008670 (diberikan oleh Trim Kapital).

Besarnya *p-value* yang menyatakan bahwa nilai alfa positif ketiga reksa dana ini signifikan, dapat dilihat dalam rangkuman output perhitungan regresi *multi index model* sebagaimana dilampirkan pada lampiran 1 (hal 85), bahwa besarnya nilai alfa positif signifikan yang diberikan oleh ketiga reksa dana saham adalah 0.006539 (signifikan, karena *p-value* alfanya adalah 3.70%, dimana lebih kecil dari 5%) diberikan oleh Manulife Dana Saham, 0.005742 (signifikan, karena *p-value* alfanya adalah 4.58%, dimana lebih kecil dari 5%) diberikan oleh Phinisi Dana Saham, dan 0.008670 (signifikan, karena *p-value* alfanya adalah 2.60%, dimana lebih kecil dari 5%) diberikan oleh Trim Kapital. Nilai alfa positif yang signifikan, mengindikasikan dapat dibuktikan secara statistik bahwa manajer investasi pada masing-masing reksa dana saham tersebut memiliki kemampuan pemilihan saham yang superior.

Untuk risiko sistematis ketiga reksa dana saham diukur oleh beta pasar. Besarnya nilai beta pasar tersebut berbeda-beda, namun demikian, nilai beta pasar yang dihasilkan oleh ketiga reksa dana saham secara statistik signifikan pada $\alpha = 1\%$. Berdasarkan tabel 4.8, dapat dilihat bahwa dari tiga reksa dana saham tersebut hanya ada satu reksa dana saham yang menghasilkan nilai beta pasar yang lebih besar daripada nilai beta yang dihasilkan oleh pasar yaitu Trim Kapital, dimana besarnya adalah 1.006.458 (lebih besar dari 1). Hal ini

mengindikasikan bahwa, setiap kenaikan risiko sistematis, maka ada kenaikan pada *investment return risk premium* sebesar 1.006.458.

Sedangkan, Manulife Dana Saham dan Phinisi Dana Saham menghasilkan nilai beta pasar yang lebih kecil daripada nilai beta yang dihasilkan oleh pasar (lebih kecil dari 1). Dimana Manulife Dana Saham dan Phinisi Dana Saham masing-masing menghasilkan nilai beta pasar sebesar 0.935326, dan 0.981039. Hal ini mengindikasikan bahwa setiap kenaikan risiko sistematis, maka ada kenaikan pada *investment return risk premium* sebesar 0.935326 (untuk Fortis Ekuitas) dan 0.981039 (untuk Manulife Dana Saham).

Selain beta pasar, ada empat variabel makroekonomi yang dijadikan sebagai risiko sistematis yaitu beta CPI, beta produksi industri, beta kurs, dan beta *money supply*. Namun demikian, tidak ada satupun dari empat beta tersebut yang signifikan baik pada $\alpha = 1\%$, 5% , maupun 10% pada ketiga reksa dana saham. Implikasinya, tidak dapat dibuktikan secara statistik bahwa keempat variabel makroekonomi yang dijadikan sebagai risiko sistematis tersebut mempengaruhi kinerja Manulife Dana Saham, Phinisi Dana Saham, dan Trim Kapital.

Dalam hal kemampuan mendiversifikasi alokasi saham-saham yang digunakan dalam portofolio saham, ketiga reksa dana saham ini memiliki tingkat diversifikasi yang tinggi. Dimana Manulife Dana Saham, Phinisi Dana Saham, dan Trim Kapital masing-masing memiliki *adjusted r-squared* yaitu 92.9546%, 92.7520%, dan 88.8702%.

3. Nilai alfa positif (signifikan dengan tingkat kepercayaan 90% atau $\alpha = 10\%$)

Tabel 4.9 Regresi *Multi Index Model* dengan $\alpha = 10\%$

No	RD Saham	Adj-R ²	Alpha	Beta Pasar	Beta CPI	Beta IPI	Beta Kurs	Beta MS
----	----------	--------------------	-------	------------	----------	----------	-----------	---------

			Coeff	Coeff	Coeff	Coeff	Coeff	Coeff
1	FE	0.921625	*0.010757	0.932976	0.013884	-0.049056	-0.002291	0.075587
2	MDS	0.929546	**0.006539	0.935326	-0.061875	-0.021054	0.053956	0.047038
3	PDS	0.927520	**0.005742	0.981039	-0.103810	-0.044623	0.121272	-0.063026
4	TK	0.888702	**0.008670	1.006.458	-0.048993	-0.052613	-0.107629	0.146434

Keterangan : * = Signifikan dengan $\alpha = 1\%$, ** = Signifikan dengan $\alpha = 5\%$,
 *** = Signifikan dengan $\alpha = 10\%$. MDS = Manulife Dana Saham,
 PDS = Phinisi Dana Saham, TK = Trim Kapital.

Tabel 4.9 diatas menunjukkan bahwa dengan menggunakan *multi index model* pada tingkat kepercayaan 90% atau dengan $\alpha = 10\%$, terdapat empat reksa dana saham yang memiliki nilai alfa positif signifikan yaitu Fortis Ekuitas, Manulife Dana Saham, Phinisi Dana Saham, dan Trim Kapital. Reksa Dana Fortis Ekuitas secara tidak langsung juga signifikan pada tingkat signifikansi pada $\alpha = 10\%$, karena reksa dana ini sudah signifikan pada $\alpha = 1\%$. Begitu pula Reksa Dana Manulife Dana Saham, Phinisi Dana Saham, dan Trim Kapital, karena ketiga reksa dana ini sudah signifikan pada $\alpha = 5\%$, maka secara tidak langsung ketiga reksa dana ini juga signifikan pada $\alpha = 10\%$.

4. Nilai alfa positif (tidak signifikan)

Tabel 4.10 Regresi *Multi Index Model* (tidak signifikan)

No	RD Saham	Adj-R ²	Alpha	Beta Pasar	Beta CPI	Beta IPI	Beta Kurs	Beta MS
			Coeff	Coeff	Coeff	Coeff	Coeff	Coeff
1	BDP	0.911080	0.000750	1.040.443	-0.289489	0.026278	-0.059349	-0.085310
2	RDRC	0.900432	0.001395	0.948566	0.046704	-0.064513	-0.137864	0.259649
3	RDMD	0.896466	0.003220	0.931719	***0.385374	-0.053751	0.152193	0.001061
4	DM	0.876411	0.002311	0.962284	0.105611	-0.018366	0.092947	0.153894
5	PDM	0.747165	0.006504	0.661798	**0.339306	0.012402	-0.302934	-0.296473
6	RDPS	0.747798	0.006316	0.887061	-0.154407	0.106578	-0.361080	-0.317535
7	RDSDI	0.946041	0.002297	1.041.355	0.097935	0.020227	0.123785	0.043225
8	RSDSPP	0.956572	0.002577	0.994425	-0.163178	-0.015048	0.140545	0.029814

Keterangan : * = Signifikan dengan $\alpha = 1\%$, ** = Signifikan dengan $\alpha = 5\%$, *** = Signifikan dengan $\alpha = 10\%$.
 BDP = Bahana Dana Prima, RDRC = Reksa Dana Rencana Cerdas, RDMD = Reksa Dana Maestro Dinamis, DM = Danareksa mawar, PDM = Panin Dana Maksima, RDPS = Reksa Dana Platinum Saham, RDSDI = Reksa Dana Schroder Dana Istimewa, RSDSPP = Reksa Dana Schroder Dana Prestasi Plus.

Tabel 4.10 menunjukkan bahwa dengan menggunakan *multi index model* pada tingkat kepercayaan baik 99%, 95%, maupun 90% atau dengan $\alpha = 1\%$, 5%

maupun 10%, terdapat delapan reksa dana saham yang tidak memiliki nilai alfa positif signifikan yaitu Bahana Dana Prima, Reksa Dana Rencana Cerdas, Reksa Dana Maestro Dinamis, Danareksa Mawar, Panin Dana Maksima, Reksa Dana Platinum Saham, Reksa Dana Schroder Dana Istimewa, dan Reksa Dana Schroder Dana Prestasi Plus.

Pada tabel 4.10, dapat dilihat berapa besarnya masing-masing nilai alfa positif tidak signifikan yang diberikan oleh kedelapan reksa dana saham. Untuk lebih jelasnya, dapat dilihat dalam rangkuman output perhitungan regresi *multi index model* sebagaimana dilampirkan pada lampiran 1 (hal 85), berapa besarnya *p-value* yang menyatakan bahwa nilai alfa positif kedelapan reksa dana ini tidak signifikan.

Berdasarkan lampiran 1 (hal 85), dapat dilihat Bahana Dana Prima, Reksa Dana Rencana Cerdas, Reksa Dana Maestro Dinamis, dan Danareksa Mawar masing-masing adalah 0.000750 (tidak signifikan, karena *p-value* alfanya adalah 82.90%, dimana lebih besar dari 10%) diberikan oleh Bahana Dana Prima, adalah 0.001395 (tidak signifikan karena *p-value* alfanya adalah 67.31% (lebih besar dari 10%) diberikan oleh Reksa Dana Rencana Cerdas, 0.003220 (tidak signifikan, karena *p-value* alfanya adalah 30.31%, dimana lebih besar dari 10%) diberikan oleh Reksa Dana Maestro Dinamis, dan 0.002311 (tidak signifikan, karena *p-value* alfanya adalah 52.08%, dimana lebih besar dari 10%) diberikan oleh Danareksa Mawar.

Sedangkan, besarnya nilai alfa positif tidak signifikan yang diberikan oleh Panin Dana Maksima, Reksa Dana Platinum Saham, Reksa Dana Schroder Dana Istimewa, dan Reksa Dana Schroder Dana Prestasi Plus masing-masing adalah 0.006504 (tidak signifikan karena *p-value* alfanya

adalah 24.03% (lebih besar dari 10%) diberikan oleh Panin Dana Maksima, 0.006316 (tidak signifikan, karena *p-value* alfanya adalah 29.57%, dimana lebih besar dari 10%) diberikan oleh Reksa Dana Platinum Saham, 0.002297 (tidak signifikan, karena *p-value* alfanya adalah 36.03%, dimana lebih besar dari 10%) diberikan oleh Reksa Dana Schroder Dana Istimewa, dan 0.002577 (tidak signifikan, karena *p-value* alfanya adalah 23.45%, dimana lebih besar dari 10%) diberikan oleh Reksa Dana Schroder Dana Prestasi Plus. Nilai alfa positif yang tidak signifikan, mengindikasikan tidak dapat dibuktikan secara statistik bahwa manajer investasi pada masing-masing reksa dana saham tersebut memiliki kemampuan pemilihan saham yang superior.

Untuk risiko sistematis ketiga reksa dana saham diukur oleh beta pasar. Besarnya nilai beta pasar tersebut berbeda-beda, namun demikian, nilai beta yang dihasilkan oleh kedelapan reksa dana saham secara statistik signifikan pada $\alpha = 1\%$. Berdasarkan tabel 4.10, dapat dilihat bahwa dari delapan reksa dana saham tersebut hanya ada dua reksa dana saham yang menghasilkan nilai beta pasar yang lebih besar daripada nilai beta yang dihasilkan oleh pasar (lebih besar dari 1) yaitu Bahana Dana Prima dan Reksa Dana Schroder Dana Istimewa. Dimana besarnya beta pasar yang dihasilkan oleh Bahana Dana Prima adalah 1.040.443 dan besarnya beta pasar yang dihasilkan oleh Reksa Dana Schroder Dana Prestasi Plus 1.041.355. Hal ini mengindikasikan bahwa setiap kenaikan risiko sistematis, maka ada kenaikan pada *investment return risk premium* sebesar 1.040.443 (untuk Bahana Dana Prima) dan 1.041.355 (untuk Reksa Dana Schroder Istimewa).

Sedangkan, keenam reksa dana saham lainnya menghasilkan nilai beta pasar yang lebih kecil daripada nilai beta yang dihasilkan oleh pasar (lebih

kecil dari 1). Dimana besarnya nilai beta yang dihasilkan oleh masing-masing reksa dana saham tersebut adalah 0.948566 (Reksa Dana Rencana Cerdas), 0.931719 (Reksa Dana Maestro Dinamis), 0.962284 (Danareksa Mawar), 0.661798 (Panin Dana Maksima), 0.887061 (Reksa Dana Platinum Saham), dan 0.994425 (Reksa Dana Schroder Dana Prestasi Plus). Nilai beta yang dihasilkan oleh tiap reksa dana tersebut mengindikasikan bahwa setiap kenaikan risiko sistematis, maka ada kenaikan pada *investment return risk premium* sebesar nilai beta tersebut..

Selain beta pasar, ada empat variabel makroekonomi yang dijadikan sebagai risiko sistematis yaitu beta CPI, beta produksi industri, beta kurs, dan beta *money supply*. Namun demikian, dapat dilihat pada tabel 4.10 bahwa dari keempat beta tersebut, hanya beta CPI saja yang berpengaruh pada kinerja dua reksa dana saham. Reksa dana saham tersebut adalah Reksa Dana Maestro Dinamis (signifikan pada $\alpha = 10\%$) dan Phinisi Dana Saham (signifikan pada $\alpha = 5\%$ dan 10%). Dimana Nilai beta CPI yang dihasilkan oleh Reksa Dana Maestro Dinamis dan Phinisi Dana Saham masing-masing adalah sebesar 0.385374 dan 0.339306.

Sedangkan pada keenam reksa dana saham lainnya, tidak ada satupun dari empat beta tersebut yang signifikan baik pada $\alpha = 1\%$, 5% , maupun 10% pada ketiga reksa dana saham. Implikasinya, tidak dapat dibuktikan secara statistik bahwa keempat variabel makroekonomi yang dijadikan sebagai risiko sistematis tersebut mempengaruhi kinerja Bahana Dana Prima, Reksa Dana Rencana Cerdas, Danareksa Mawar, Reksa Dana Platinum Saham, Reksa Dana Schroder Dana Istimewa, dan Reksa Dana Schroder Dana Prestasi Plus.

4.3. Analisis pengaruh variabel makroekonomi dengan menggunakan metode Multi Index Model

Berdasarkan pada tabel 4.6 yang merupakan tabel rangkuman hasil regresi dengan menggunakan *multi index model* selama periode 2005-2007, ternyata hanya dua variabel makroekonomi saja yang mempunyai pengaruh signifikan pada kinerja reksadana saham dan hanya enam reksa dana saham saja yang dipengaruhi oleh salah satu variabel makroekonomi dari dua variabel makroekonomi yang signifikan. Variabel makroekonomi yang digunakan adalah :

1. Inflasi

Variabel CPI sebagai proksi dari inflasi hanya mempunyai pengaruh positif yang signifikan pada kinerja empat reksa dana saham dari enam belas reksadana saham yang ada. Namun demikian, pengaruh signifikan tersebut didapatkan dengan tingkat kepercayaan yang berbeda-beda.

Tabel 4.11 Pengaruh variabel CPI

No	RD Saham	Beta CPI	
		Coeff	P-value
1	RDBN	*1.861542	0.0003
2	RDBP	**0.742623	0.0230
3	PDM	**0.339306	0.0344
4	RDMD	***0.385374	0.0655

Keterangan : * = Signifikan dengan $\alpha = 1\%$, ** = Signifikan dengan $\alpha = 5\%$, *** = Signifikan dengan $\alpha = 10\%$. RDBN = Reksa Dana Big Nusantara, RDBP = Reksa Dana Big Palapa, PDM = Panin Dana Maksima, RDMD = Reksa Dana Maestro Dinamis.

Tabel 4.11 diatas menunjukkan besarnya pengaruh variabel CPI terhadap empat reksa dana saham. Dengan tingkat kepercayaan 99% atau $\alpha = 1\%$, Reksadana Big Nusantara mendapat pengaruh positif dari variabel inflasi. Namun, nilai keberartiannya sangat besar, dimana adanya peningkatan 1% nilai CPI, maka akan dapat meningkatkan 186.1542% kinerja Reksa dana Big Nusantara.

Dengan tingkat kepercayaan 95% atau dengan $\alpha = 5\%$ (signifikan pada $\alpha = 5\%$, maka secara tidak langsung signifikan pada $\alpha = 1\%$), variabel ini mempunyai pengaruh positif terhadap kinerja Reksadana Big Palapa dan Panin Dana Maksima. Nilai keberartiannya juga besar untuk Reksa Dana Big Palapa, dimana adanya peningkatan 1% nilai CPI, maka akan dapat meningkatkan 74.2623% kinerja Reksa Dana Big Palapa, sedangkan nilai keberartian untuk Panin Dana Maksima lebih kecil daripada Reksa Dana Big Palapa, yang hanya dapat meningkatkan 33.9306% kinerja Panin Dana Maksima.

Dengan tingkat kepercayaan 90% atau dengan $\alpha = 10\%$, variabel CPI mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap Reksa Dana Maestro Dinamis. Nilai keberartiannya cukup besar untuk Reksa Dana ini, dimana adanya peningkatan 1% nilai CPI, maka akan dapat meningkatkan 38.5374% kinerja Reksa Dana Maestro Dinamis.

Hal ini menunjukkan bahwa walaupun variabel CPI mempunyai pengaruh positif yang cukup besar pada kinerja reksa dana saham, namun hanya empat reksa dana saham saja yang mendapat pengaruh dari variabel ini. Walaupun sedikitnya pengaruh positif dari variabel CPI terhadap kinerja reksadana saham secara statistik, tetap dapat dibuktikan bahwa variabel CPI ini sebagai salah satu alat untuk mengestimasi kinerja reksadana saham. Namun demikian, hasil penelitian ini tidaklah sama dengan penelitian yang dilakukan Azeez dan Yonezawa (2004), dimana variabel inflasi mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap *expected return* portofolio industri di Jepang.

Secara teoritis Azeez dan Yonezawa menyatakan bahwa jika *expected inflation* merupakan berita buruk bagi pasar saham dan jika pengumuman dari *Consumer Price Index* (CPI) membawa informasi baru mengenai inflasi, maka

unexpected inflation (deflation) seharusnya mempengaruhi penurunan atau peningkatan harga saham pada saat pengumuman tersebut.

Variabel ini umumnya diharapkan memiliki hubungan yang signifikan dengan kinerja reksadana saham di Indonesia, karena jika tingkat inflasi rendah, maka diperkirakan bank sentral tidak akan menaikkan tingkat bunga nominal dan hal tersebut dapat membuat harga saham stabil atau meningkat.

2. Produksi Industri

Tabel 4.12 Pengaruh variabel IPI

No	RD Saham	Beta IPI	
		Coeff	P-value
1	BDP	0.026278	0.6928
2	RDBN	-0.050740	0.5895
3	RDBP	-0.091642	0.3191
4	RDC	-0.064513	0.3118
5	FE	-0.049056	0.3624
6	RDMD	-0.053751	0.3683
7	MDS	-0.021054	0.5897
8	DM	-0.018366	0.7892
9	RDNSN	0.083592	0.4125
10	PDM	0.012402	0.8297
11	PDS	-0.044623	0.4044
12	RDPS	0.106578	0.3557
13	RSDSI	0.020227	0.6723
14	RSDPDP	-0.015048	0.7139
15	RDDS	0.101484	0.2798
16	TK	-0.052613	0.4636

Keterangan : * = Signifikan dengan $\alpha = 1\%$, ** = Signifikan dengan $\alpha = 5\%$,

*** = Signifikan dengan $\alpha = 10\%$. BDP = Bahana Dana Prima, RDBN = Reksa Dana Big Nusantara, RDBP = Reksa Dana Big Palapa, RDC = Reksa Dana Rencana Cerdas, FE = Fortis Ekuitas, RDMD = Reksa Dana Maestro Dinamis, MDS = Manulife Dana Saham, DM = Danareksa mawar, RDNSN = Reksa Dana Niko Saham Nusantara, PDM = Panin Dana Maksima, PDS = Phinisi Dana Saham, RDPS = Reksa Dana Platinum Saham, RSDSI = Reksa Dana Schroder Dana Istimewa, RSDPDP = Reksa Dana Schroder Dana Prestasi Plus, RDDS = Reksa Dana Dana Sentosa, TK = Trim Kapital.

Tabel 4.12 menunjukkan bahwa dengan tingkat kepercayaan baik 99%, 95% maupun 90%, atau dengan $\alpha = 1\%$, 5%, maupun 10%, variabel produksi industri ini tidak mempunyai pengaruh yang signifikan pada kinerja reksa dana saham dari enam belas reksadana saham yang ada. Karena tidak ada reksadana

saham yang mendapat pengaruh signifikan dari variabel produksi industri terhadap masing-masing kinerja reksadana saham secara statistik, maka hal ini menunjukkan bahwa tidak dapat dibuktikannya variabel produksi industri ini sebagai salah satu alat untuk mengestimasi kinerja reksadana saham.

Namun demikian, hasil penelitian ini tidaklah sama dengan penelitian yang dilakukan Azeez dan Yovezawa (2004), dimana dengan menggunakan $\alpha = 1\%$, variabel produksi industri mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap *expected return* portofolio industri di Jepang. Padahal secara teoritis, Azeez dan Yonezawa menyatakan bahwa *expected dividend* akan dipengaruhi oleh apapun yang mempengaruhi *cash flow*. Perubahan produksi industri akan mempengaruhi *profit* dan pada akhirnya akan mempengaruhi dividen.

Variabel ini umumnya diharapkan memiliki hubungan yang signifikan dengan kinerja reksadana saham di Indonesia, karena jika produksi industri semakin meningkat, maka pertumbuhan ekonomi akan meningkat. Seiring dengan meningkatnya pertumbuhan ekonomi, investasi juga akan meningkat. hal ini dapat dicerminkan dari harga saham yang semakin mahal.

3. Nilai tukar rupiah terhadap dolar (kurs)

Variabel kurs mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap dua kinerja Reksa Dana Saham dari enam belas Reksa Dana Saham yang ada. Namun, pengaruh signifikan tersebut didapatkan pada tingkat kepercayaan yang berbeda.

Tabel 4.13 Pengaruh variabel Kurs

No	RD Saham	Beta Kurs	
		Coeff	P-value
1	RDDS	** -0.548063	0.0379
2	RDNSN	*** -0.532287	0.0627

Keterangan : * = Signifikan dengan $\alpha = 1\%$, ** = Signifikan dengan $\alpha = 5\%$,
 *** = Signifikan dengan $\alpha = 10\%$.RDDS = Reksa Dana Dana Sentosa,
 RDNSN = Reksa Dana Niko Saham Nusantara.

Tabel 4.13 diatas menunjukkan bahwa dengan tingkat kepercayaan 95% atau dengan $\alpha = 5\%$ (signifikan pada $\alpha = 5\%$, maka secara tidak langsung signifikan pada $\alpha = 10\%$), variabel nilai kurs mempunyai pengaruh negatif yang signifikan pada kinerja Reksa Dana Dana Sentosa. Dimana adanya peningkatan 1% nilai kurs, maka akan dapat menurunkan 62.3624% kinerja Reksa Dana Dana Sentosa. Selain itu, dengan tingkat kepercayaan 90% atau $\alpha = 10\%$, variabel nilai kurs mempunyai pengaruh negatif yang signifikan cukup besar pada kinerja Reksa Dana Niko Saham Nusantara. Dimana adanya peningkatan 1% nilai kurs, maka akan dapat menurunkan 53.2287% kinerja Reksa Dana Niko Saham Nusantara.

Walaupun hanya ada dua reksa dana saham yang mendapat pengaruh negatif dari variabel kurs terhadap kinerja reksadana saham secara statistik, maka hal ini menunjukkan bahwa variabel kurs ini dapat digunakan sebagai alat untuk mengestimasi kinerja reksadana saham. Namun demikian, hasil penelitian ini sama dengan penelitian yang dilakukan Azeez dan Yonezawa (2004), dimana dengan menggunakan $\alpha = 1\%$, variabel kurs mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap *expected return* portofolio industri di Jepang. walaupun tingkat signifikansinya berbeda, tapi masih terdapat persamaan pengaruh negatif dari variabel kurs di Indonesia.

Secara teoritis, Azeez dan Yonezawa menggunakan nilai tukar (kurs) dalam penelitian ini, karena sejak Jepang merupakan *open economy*, maka efek dari apresiasi yen sangat tinggi pada ekonomi Jepang pada akhir tahun 1980an. Nilai kurs memiliki efek pada para *importer* dan *exporter* atau perusahaan lain yang menghadapi persaingan asing. Penelitian sebelumnya menyatakan bahwa

fluktuasi kurs dapat dijadikan *priced factors* pada *cross section* index tingkat pengembalian pasar nasional yang diekspresikan dalam mata uang umum.

Variabel ini umumnya diharapkan memiliki hubungan yang signifikan dengan kinerja reksadana saham di Indonesia, karena Perubahan nilai tukar akan mempengaruhi perkembangan ekspor-impor dan tentunya akan mempengaruhi kinerja perusahaan. Jika kinerja perusahaan semakin baik, maka harga saham akan semakin mahal. Selain itu, perubahan nilai tukar juga dapat mendorong investor asing pasar finansial untuk menambah pembelian atau menjual sekuritas suatu negara.

4. Jumlah uang beredar (*Money supply*)

Tabel 4.14 Pengaruh variabel jumlah uang beredar

No	RD Saham	Beta MS	
		Coeff	P-value
1	BDP	-0.085310	0.7419
2	RDBN	-0.324489	0.6234
3	RDBP	-0.096215	0.7866
4	RDC	0.259649	0.2962
5	FE	0.075587	0.7170
6	RDMD	0.001061	0.9963
7	MDS	0.047038	0.7342
8	DM	0.153894	0.5661
9	RDNSN	0.295942	0.4559
10	PDM	-0.296473	0.2279
11	PDS	-0.063026	0.7612
12	RDPS	-0.317535	0.4786
13	RSDSI	0.043225	0.8163
14	RSDSPP	0.029814	0.8519
15	RDDS	-0.208711	0.5655
16	TK	0.146434	0.5996

Keterangan : * = Signifikan dengan $\alpha = 1\%$, ** = Signifikan dengan $\alpha = 5\%$,

*** = Signifikan dengan $\alpha = 10\%$. BDP = Bahana Dana Prima, RDBN = Reksa Dana Big Nusantara, RDBP = Reksa Dana Big Palapa, RDRC = Reksa Dana Rencana Cerdas, FE = Fortis Ekuitas, RDMD = Reksa Dana Maestro Dinamis, MDS = Manulife Dana Saham, DM = Danareksa mawar, RDNSN = Reksa Dana Niko Saham Nusantara, PDM = Panin Dana Maksima, PDS = Phinisi Dana Saham, RDPS = Reksa Dana Platinum Saham, RSDSI = Reksa Dana Schroder Dana Istimewa, RSDSPP = Reksa Dana Schroder Dana Prestasi Plus, RDDS = Reksa Dana Dana Sentosa, TK = Trim Kapital.

Tabel 4.14 menunjukkan bahwa dengan menggunakan tingkat kepercayaan baik 99%, 95%, maupun 95% atau dengan $\alpha = 1\%$, 5%, dan 10%, variabel

jumlah uang beredar (*money supply*) tidak mempunyai pengaruh signifikan pada enam belas reksadana saham. Hal ini menunjukkan bahwa secara statistik variabel ini tidak dapat dibuktikan sebagai salah satu alat untuk mengestimasi kinerja reksadana saham di Indonesia.

Namun demikian, hasil penelitian ini tidaklah sama dengan penelitian yang dilakukan Azeez dan Yonezawa (2004), dimana dengan menggunakan $\alpha = 1\%$, variabel *money supply* mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap *expected return* portofolio industri di Jepang. Selain itu, *money supply* merupakan sumber risiko sistematis paling utama di Jepang, karena mempunyai pengaruh langsung terhadap kebijakan moneter.

Secara teoritis, Azeez dan Yonezawa menggunakan *Money supply* di dalam penelitian ini, karena mempunyai pengaruh yang besar pada tingkat pengembalian sekuritas. Sebuah faktor ekonomi yang diasumsikan memiliki hubungan dekat dengan harga saham adalah kebijakan moneter, dimana variabel moneter yang terkenal adalah *money supply*. Pada kenyataannya, pengaruh *money supply* terhadap harga saham merupakan *offshoot* dari pengaruhnya pada ekonomi agregat. Beberapa penelitian sebelumnya menyatakan bahwa semakin besar pertumbuhan uang, semakin besar tingkat suku bunga dan akan menyebabkan turunnya harga saham.

Variabel ini umumnya diharapkan memiliki hubungan yang signifikan dengan kinerja reksadana saham di Indonesia, karena jika Bank sentral menurunkan tingkat suku bunga, maka jumlah uang yang beredar akan mengalami peningkatan, hal ini akan membuat harga saham meningkat.

4.4. Analisis Kinerja produk reksadana saham yang terbaik

Interpretasi terhadap hasil pengukuran kinerja Reksa Dana dengan menggunakan metode jensen *single index model* dan *multi index model* akan menunjukkan hasil kinerja reksadana saham yang sesungguhnya. Pengukuran dengan metode tersebut dapat digunakan oleh investor untuk menganalisis kemampuan manajer investasi untuk dapat memberikan tingkat pengembalian portofolio diatas pasar, namun juga memperhatikan risiko yang dimiliki dari portofolio investor tersebut. Selain itu, hal ini dapat membantu investor dalam memilih reksadana mana yang layak dipilih dengan melihat kinerja yang baik selama periode penelitian ini berlangsung.

4.4.1. Kinerja reksadana saham yang terbaik menurut metode Single Index Model

Tabel 4.15 Peringkat Reksadana saham berdasarkan nilai alfa terbesar (Single Index Model)

No	Reksa Dana Saham	Alpha	
		Coeff	P-value
1	Fortis Ekuitas	*0.011488	0.0000
2	Trim Kapital	*0.010022	0.0036
3	Manulife Dana Saham	*0.006687	0.0097
4	Panin Dana Maksima	0.006434	0.2094
5	Phinisi Dana Saham	**0.005402	0.0349
6	Reksa Dana Platinum Saham	0.005250	0.3306
7	Reksa Dana Rencana Cerdas	0.003458	0.2434
8	Reksa Dana Maestro Dinamis	0.003415	0.2348
9	Danareksa Mawar	0.002837	0.3075
10	Reksa Dana Schroder Dana Prestasi Plus	0.002255	0.3879
11	Reksa Dana Schroder Dana Istimewa	0.001950	0.3756
12	Bahana Dana Prima	0.000204	0.9478
13	Reksa Dana Big Palapa	-0.005381	0.2437
14	Reksa Dana Niko Saham Nusantara	***-0.009483	0.0546
15	Reksa Dana Dana Sentosa	*-0.014991	0.0026
16	Reksa Dana Big Nusantara	** -0.022329	0.0144

Keterangan : * = Signifikan dengan $\alpha = 1\%$, ** = Signifikan dengan $\alpha = 5\%$,
*** = Signifikan dengan $\alpha = 10\%$.

Berdasarkan tabel 4.15, peringkat tiga besar diduduki oleh Fortis Ekuitas berada di peringkat pertama, Trim Kapital di peringkat kedua, dan Manulife Dana Saham di peringkat ketiga. Ketiga reksa dana saham tersebut memiliki nilai alfa positif terbesar yang signifikan pada tingkat kepercayaan 99% atau dengan $\alpha = 1\%$.

Nilai alfa Jensen yang positif menunjukkan bahwa manajer investasi di reksa dana saham memiliki kemampuan pemilihan saham yang superior.

4.4.2. Kinerja reksadana saham yang terbaik menurut metode Multi Index Model.

Tabel 4.16 Peringkat Reksadana saham berdasarkan nilai alfa terbesar (Multi Index Model)

No	Reksa Dana Saham	Alpha	
		Coeff	P-value
1	Fortis Ekuitas	*0.010757	0.0005
2	Trim Kapital	**0.008670	0.0260
3	Manulife Dana Saham	**0.006539	0.0370
4	Panin Dana Maksima	0.006504	0.2403
5	Reksa Dana Platinum Saham	0.006316	0.2957
6	Phinisi Dana Saham	**0.005742	0.0458
7	Reksa Dana Maestro Dinamis	0.003220	0.3031
8	Reksa Dana Schroder Dana Prestasi Plus	0.002577	0.2345
9	Danareksa Mawar	0.002311	0.5208
10	Reksa Dana Schroder Dana Istimewa	0.002297	0.3603
11	Reksa Dana Rencana Cerdas	0.001395	0.6731
12	Bahana Dana Prima	0.000750	0.8290
13	Reksa Dana Big Palapa	-0.006143	0.2033
14	Reksa Dana Niko Saham Nusantara	** -0.011633	0.0346
15	Reksa Dana Dana Sentosa	* -0.015179	0.0037
16	Reksa Dana Big Nusantara	* -0.024309	0.0059

Keterangan : * = Signifikan dengan $\alpha = 1\%$, ** = Signifikan dengan $\alpha = 5\%$,
*** = Signifikan dengan $\alpha = 10\%$.

Berdasarkan tabel 4.16 di atas, peringkat tiga besar diduduki oleh Fortis Ekuitas berada di peringkat pertama, yang memiliki nilai alfa positif terbesar dan signifikan pada tingkat kepercayaan 99% atau dengan $\alpha = 1\%$. Trim Kapital di peringkat kedua, dan Manulife Dana Saham di peringkat ketiga. Keduanya memiliki nilai alfa positif yang signifikan pada tingkat kepercayaan 95% atau dengan $\alpha = 5\%$. Nilai alfa Jensen yang positif menunjukkan bahwa Manajer Investasi memiliki kemampuan pemilihan saham yang superior.

4.5. Analisis perbandingan metode terbaik

Tabel 4.17 Perbandingan antara Single Index Model dan Multi Index Model

No	RD	Alpha	No	RD	Alpha
----	----	-------	----	----	-------

	Saham	Coeff	P-value		Saham	Coeff	P-value
1	FE	*0.011488	0.0000	1	FE	*0.010757	0.0005
2	TK	*0.010022	0.0036	2	TK	**0.008670	0.0260
3	MDS	*0.006687	0.0097	3	MDS	**0.006539	0.0370
4	PDM	0.006434	0.2094	4	PDM	0.006504	0.2403
5	PDS	**0.005402	0.0349	5	RDPS	0.006316	0.2957
6	RDPS	0.005250	0.3306	6	PDS	**0.005742	0.0458
7	RDRC	0.003458	0.2434	7	RDMD	0.003220	0.3031
8	RDMD	0.003415	0.2348	8	RDS DPP	0.002577	0.2345
9	DM	0.002837	0.3075	9	DM	0.002311	0.5208
10	RDS DPP	0.002255	0.3879	10	RDS DI	0.002297	0.3603
11	RDS DI	0.001950	0.3756	11	RDRC	0.001395	0.6731
12	BDP	0.000204	0.9478	12	BDP	0.000750	0.8290
13	RDBP	-0.005381	0.2437	13	RDBP	-0.006143	0.2033
14	RDNSN	***-0.009483	0.0546	14	RDNSN	**0.011633	0.0346
15	RDDS	*-0.014991	0.0026	15	RDDS	*-0.015179	0.0037
16	RDBN	**0.022329	0.0144	16	RDBN	*-0.024309	0.0059

Keterangan : * = Signifikan dengan $\alpha = 1\%$, ** = Signifikan dengan $\alpha = 5\%$, *** = Signifikan dengan $\alpha = 10\%$. BDP = Bahana Dana Prima, RDBN = Reksa Dana Big Nusantara, RDBP = Reksa Dana Big Palapa, RDRC = Reksa Dana Rencana Cerdas, FE = Fortis Ekuitas, RDMN = Reksa Dana Maestro Dinamis, MDS = Manulife Dana Saham, DM = Danareksa mawar, RDNSN = Reksa Dana Niko Saham Nusantara, PDM = Panin Dana Maksima, PDS = Phinisi Dana Saham, RDPS = Reksa Dana Platinum Saham, RDS DI = Reksa Dana Schroder Dana Istimewa, RDS DPP = Reksa Dana Schroder Dana Prestasi Plus, RDDS = Reksa Dana Dana Sentosa, TK = Trim Kapital.

Berdasarkan tabel 4.17, dengan menggunakan *single index model*, dapat dilihat bahwa dengan $\alpha = 1\%$, terdapat tiga reksadana saham yang alfa positifnya signifikan yaitu Fortis Ekuitas, Trim Kapital, dan Manulife Dana Saham. Sedangkan dengan menggunakan metode *multi index model* hanya ada satu reksadana saham yang alfa positifnya signifikan dengan $\alpha = 1\%$, yaitu Fortis Ekuitas.

Untuk signifikansi dengan $\alpha = 5\%$, terdapat satu reksa dana saham yang alfa positifnya signifikan dengan menggunakan *single index model* yaitu Phinisi Dana Saham. Sedangkan dengan menggunakan *multi index model*, ada tiga reksa dana saham yang alfa positifnya signifikan yaitu Trim Kapital, Manulife Dana Saham, dan Phinisi Dana Saham.

Namun demikian, semakin kecil signifikansi nilai alfa maka, akan semakin bagus. Karena model yang digunakan akan membuahkan hasil yang nilai erornya

paling kecil. Jadi, berdasarkan hasil output *single index model* dapat dikatakan model yang lebih baik, karena terdapat tiga reksadana saham yang alfa positifnya signifikan menggunakan tingkat signifikansi dengan $\alpha = 1\%$ yaitu Fortis Ekuitas.

Hal lain yang mendukung *single index model* merupakan model terbaik adalah variabel-variabel makroekonomi seperti inflasi, produksi industri, kurs, dan *money supply* yang digunakan sebagai risiko sistematis dalam multi index model, ternyata tidak semuanya mempunyai pengaruh signifikan terhadap kinerja reksadana saham di Indonesia dan hanya ada enam reksadana saham saja yang mendapat pengaruh signifikan. Namun, kinerja empat reksadana diantaranya mendapat pengaruh signifikan dari variabel inflasi dengan CPI sebagai proksinya, reksa dana saham tersebut adalah Reksa Dana Big Nusantara, Reksa Dana Big Palapa, Reksa Dana Maestro Dinamis, dan Panin Dana Maksima. Sisanya mendapat pengaruh signifikan dari variabel kurs, yaitu Reksadana Niko Saham Nusantara, dan Reksadana Dana Sentosa.

Jadi, dapat disimpulkan bahwa metode *single index model*, yang menggunakan risiko pasar sebagai risiko sistematis yang sudah signifikan pada $\alpha = 1\%$, merupakan model yang lebih baik, karena *single index model* lebih dapat diaplikasikan untuk mengukur kinerja manajer investasi reksadana saham di Indonesia dibandingkan dengan *multi index model*.

4.6. Kinerja reksa dana saham yang terbaik periode 2005-2007

Dengan menggunakan metode *single index model* dan *multi index model*, dapat disimpulkan bahwa kinerja reksa dana saham yang terbaik periode 2005-2007 adalah Fortis Ekuitas. Karena baik dengan menggunakan *single index model* maupun *multi index model*, nilai alfa positif reksa dana ini signifikan pada $\alpha = 1\%$, Maka hal tersebut mengindikasikan bahwa manajer investasi reksa dana saham Fortis Ekuitas memiliki kemampuan pemilihan saham yang superior.

