

## BAB 4

### ANALISIS PENELITIAN

Berikut ini akan diuraikan hasil penelitian dari *style analysis* dengan metodologi yang telah dipaparkan dalam Bab 3. Analisis penelitian mencakup empat inti pembahasan, dimulai dari analisis eksposur Reksa Dana, dilanjutkan dengan analisis *rolling window* Reksa Dana, analisis kinerja Reksa Dana dengan *style benchmark*, dan terakhir, komparasi *style* dengan metode pengukuran kinerja klasikal. Sebagai pelengkap, pada sesi lampiran akan ditampilkan ikhtisar statistik deskriptif setiap data *return* NAB Reksa Dana dan *return* indeks. Sebelumnya, analisis penelitian akan dibuka dengan statistik deskriptif data penelitian.

#### 4. 1. Statistik Deskriptif Variabel

Bagian berikut ini akan menampilkan statististik deskriptif data penelitian. Tujuannya adalah untuk melihat karakteristik setiap data yang diperlukan dalam pemodelan *style analysis*. Statistik deskriptif akan disajikan dalam Tabel 4.1 dan Tabel 4. 2. Tabel pertama menyajikan karakteristik data dari *return* bulanan indeks papan utama dan indeks papan pengembangan sebagai variabel independen pada model tiga faktor, dan juga karakteristik data dari *return* bulanan sembilan indeks sektoral yang menjadi variabel independen pada model sepuluh faktor. Sedangkan tabel kedua menyajikan karakteristik data *return* NAB bulanan sebagai variabel dependen dari pemodelan *style analysis* dari sampel lima belas Reksa Dana saham yang aktif di Indonesia terhitung sejak April 2004-Maret 2009. Karakteristik data meliputi *mean*, median, nilai minimum, nilai maksimum, standar deviasi, kurtosis, skewness, Jarque-Bera, dan tingkat probabilitas dengan nilai  $\alpha = 5\%$ . Statistik deskriptif diolah dengan menggunakan E-Views dan diringkas dalam bentuk tabel. Hasil statistik deskriptif lebih lanjutnya akan ditampilkan pada sesi lampiran.

Tabel 4. 1. Statistik Deskriptif *Return* bulanan Indeks

Tabel ini menampilkan karakteristik data *return* bulanan Indeks Papan Pengembangan dan Indeks Sektoral sebagai variabel independen dalam model *style analysis* dengan total 60 observasi periode April 2004-Maret 2009. Data diolah dengan menggunakan software E-Views.

NO	Index	Mean	Median	Maximum	Minimum	Standard Deviation	Skewness	Kurtosis	Jarque-Bera	Probability	Observations
1	Main Board Index	1,56%	2,69%	14,87%	-31,37%	7,62%	-1,459327	7,320889	67,97155	0,000000	60
2	Development Index	0,75%	2,88%	15,77%	-31,68%	9,79%	-1,302031	4,877686	25,76712	0,000003	60
3	Agriculture Index	3,72%	5,18%	36,00%	-50,44%	13,23%	-1,045941	6,730641	45,73412	0,000000	60
4	Mining Index	2,53%	4,08%	33,55%	-40,22%	12,32%	-0,775740	4,857129	14,64004	0,000662	60
5	Basic Industry Index	1,67%	30,45%	22,98%	-31,15%	9,54%	-0,712972	4,405345	10,02078	0,006668	60
6	Miscellaneous Industry Index	1,75%	2,50%	21,22%	-38,69%	10,01%	-1,170607	6,101885	37,75745	0,000000	60
7	Consumer Goods Index	1,11%	1,63%	29,03%	-19,11%	6,77%	0,495540	7,765544	59,23163	0,000000	60
8	Property Index	1,91%	1,85%	22,53%	-28,84%	10,02%	-0,375832	3,545102	2,15534	0,340389	60
9	Infrastructure Index	1,66%	1,72%	16,49%	-28,69%	7,82%	-0,865964	5,252254	20,18056	0,000041	60
10	Finance Index	1,36%	1,36%	18,34%	-25,36%	8,26%	-0,348798	3,502168	1,84703	0,397121	60
11	Trade & Service	0,51%	2,19%	12,02%	-39,25%	8,17%	-2,123280	10,573410	188,47440	0,000000	60

Tabel 4.1. menampilkan statistik deskriptif *return* bulanan sejumlah indeks yang menjadi variabel independen model. Apabila indeks papan utama dan papan pengembangan saling dibandingkan, observasi 60 bulan terakhir menunjukkan bahwa indeks saham papan utama unggul dari segi *return* dan risiko. Saham papan utama memberikan rata-rata *return* yang lebih tinggi, yaitu 1,56% dan standar deviasi lebih rendah, 7,62% dibandingkan saham papan pengembangan.

Sedangkan dari sisi indeks sektoral, statistik deskriptif menunjukkan bahwa rata-rata nilai *return* bulanan tertinggi diberikan oleh sektor agrikultur sebesar 3,72% dan rata-rata nilai *return* bulanan terendah berasal dari sektor *trade & service* sebesar 0,51% diikuti indeks *consumer goods* sebesar 1,11%. Akan tetapi, sektor agrikultur memiliki standar deviasi yang paling tinggi sebesar 13,33% per bulan, diikuti sektor pertambangan sebesar 12,32%. Sedangkan sektor yang memiliki nilai standar deviasi terendah adalah sektor *consumer goods* sebesar 6,77%, diikuti oleh sektor infrastruktur sebesar 7,82%.

Nilai maksimum dan minimum setiap indeks menunjukkan sebagian besar indeks memiliki pergerakan yang fluktuatif. Dari sembilan indeks sektoral, hanya dua yang pernah memberikan *return* bulanan di atas 25%, tapi delapan indeks pernah mengalami penurunan di atas 25%. Nilai *return* indeks “paling” maksimum pernah diberikan sektor agrikultur sebesar 36%, dan nilai *return* “paling” minimum diberikan oleh sektor agrikultur juga sebesar -50,44%.

Nilai Skewness menunjukkan sebagian besar *return* indeks, kecuali *consumer goods*, cenderung bernilai minus atau distribusi nilai lebih condong ke arah kiri (*left-skewed*). Artinya, sebagian besar indeks cenderung memiliki nilai-nilai yang rendah. Sedangkan nilai Kurtosis menunjukkan sebagian besar *return* indeks cenderung memiliki nilai kurtosis di atas 3 (*leptokurtic*), yang artinya sebagian besar data memiliki deviasi yang cukup tinggi sehingga nilai varians-nya akan tinggi.

Ditinjau dari segi Jarque-Bera dan nilai probabilitas, kecuali indeks properti dan indeks keuangan, semua data *return* indeks terdistribusi secara normal dengan tingkat 95%. Ciri data terdistribusi normal ditunjukkan dari rendahnya nilai Jarque-Bera dan nilai probabilitas yang semakin mendekati nol atau minimal di bawah  $\alpha = 5\%$ .

Tabel 4. 2. Statistik Deskriptif *Return* bulanan NAB Reksa Dana

Tabel ini menampilkan karakteristik data *return* bulanan NAB Reksa Dana sebagai variabel dependen dalam model *style analysis* tiga faktor dan sepuluh faktor dengan total 60 observasi pada periode pengamatan April 2004-Maret 2009. Data diolah dengan menggunakan software E-Views.

NO	Reksa Dana	Mean	Median	Maximum	Minimum	Standard Deviation	Skewness	Kurtosis	Jarque-Bera	Probability	Observations
1	Bahana Dana Prima	1,57%	3,15%	17,29%	-35,57%	8,56%	-1,401308	7,543481	71,24470	0,000000	60
2	BNI Berkembang	-0,02%	1,30%	23,33%	-38,60%	8,75%	-1,448902	8,445019	95,11374	0,000000	60
3	Fortis Ekuitas	2,10%	3,68%	15,73%	-35,87%	8,52%	-1,719184	8,300890	99,80454	0,000000	60
4	Dana Sentosa	-0,16%	0,01%	13,44%	-28,10%	7,08%	-1,104469	5,781173	31,53582	0,000000	60
5	Manulife Dana Saham	1,87%	2,95%	14,96%	-30,67%	7,59%	-1,392023	7,305386	65,71814	0,000000	60
6	Master Dinamis	1,28%	2,93%	16,17%	-31,18%	7,71%	-1,529890	7,192701	67,35250	0,000000	60
7	Mawar Danareksa	1,45%	2,77%	17,47%	-31,28%	7,61%	-1,516331	7,853435	81,88216	0,000000	60
8	TRIM Kapital	2,07%	3,83%	16,44%	-35,32%	8,66%	-1,561237	7,504364	75,09784	0,000000	60
9	Nikko Saham Nusantara	0,72%	0,62%	21,78%	-28,69%	7,21%	-0,872458	7,328417	54,44982	0,000000	60
10	Panin Dana Maksima	1,91%	3,67%	14,76%	-29,55%	7,03%	-1,661718	8,265193	96,91871	0,000000	60
11	Phinisi Dana Saham	1,95%	3,36%	17,31%	-37,28%	8,24%	-1,832462	10,029840	157,12570	0,000000	60
12	Rencana Cerdas	1,86%	3,94%	13,74%	-30,36%	7,71%	-1,591278	6,980550	64,93360	0,000000	60
13	Schroder Dana Prestasi Plus	1,92%	3,34%	14,34%	-28,48%	7,15%	-1,385033	7,032566	59,83715	0,000000	60
14	Si Dana Saham	1,87%	2,98%	14,46%	-27,88%	7,67%	-1,079765	5,292431	24,79703	0,000000	60
15	Platinum Saham	1,84%	2,96%	20,93%	-37,43%	9,08%	-1,578425	7,694278	80,00487	0,000000	60

Analisis berikutnya adalah analisis variabel dependen model yaitu data *return* bulanan NAB Reksa Dana yang ditunjukkan oleh tabel 4.2. Berdasarkan *return* dan risiko, sebagian Reksa Dana hanya mampu memberikan rata-rata *return* bulanan sebesar 1-2%. Tingkat *return* itu tidak sebanding dengan faktor risikonya. Sebagian besar Reksa Dana memiliki standar deviasi antara 7-9%. Ada dua Reksa Dana yang tidak memberikan nilai *return* bulanan rata-rata yang positif, yaitu BNI Berkembang dan Dana Sentosa.

Nilai *return* NAB bulanan tertinggi diberikan oleh TRIM Kapital sebesar 2,07% dan rata-rata nilai *return* NAB bulanan terendah berasal dari NAB Dana Sentosa sebesar -0,16% diikuti BNI Berkembang sebesar -0,02%. Berdasarkan tingkat risiko, Platinum Saham memiliki standar deviasi yang paling tinggi sebesar 9,08% per bulan, diikuti BNI Berkembang sebesar 8,75%. Sedangkan Reksa Dana yang memiliki nilai standar deviasi terendah adalah Panin Dana Maksima sebesar 7,03%, diikuti oleh Dana Sentosa sebesar 7,03%.

Nilai maksimum dan minimum setiap Reksa Dana menunjukkan sebagian besar Reksa Dana memiliki pergerakan yang fluktuatif. Dari lima belas Reksa Dana, tidak ada yang pernah memberikan *return* bulanan di atas 25%, tapi seluruh Reksa Dana pernah mengalami penurunan *return* bulanan di atas 25%. Nilai *return* Reksa Dana “paling” maksimum pernah diberikan BNI Berkembang sebesar 23,33%, dan nilai *return* “paling” minimum juga diberikan oleh sektor BNI Berkembang juga sebesar -38,60%.

Nilai Skewness menunjukkan sebagian besar Reksa Dana cenderung bernilai minus atau distribusi nilai lebih condong ke arah kiri (*left-skewed*). Artinya, sebagian besar *return* Reksa Dana cenderung memiliki nilai-nilai yang rendah. Sedangkan nilai Kurtosis menunjukkan sebagian besar *return* Reksa Dana cenderung memiliki nilai kurtosis di atas 3 (*leptokurtic*), yang artinya sebagian besar data memiliki volatilitas/ deviasi yang cukup tinggi sehingga nilai variansnya juga akan tinggi.

Ditinjau dari segi Jarque-Bera dan nilai probabilitas, semua nilai *return* Reksa Dana terdistribusi secara normal dengan tingkat 95%. Ciri data terdistribusi normal ditunjukkan dari rendahnya nilai Jarque-Bera dan nilai probabilitas yang semakin mendekati nol atau minimal di bawah  $\alpha = 5\%$ .

#### 4. 2. Analisis Eksposur Reksa Dana

Dengan *return* NAB sebagai variabel dependen dan *return* indeks sebagai variabel independen, hasil dari *quadratic programming* memperlihatkan *style* atau pola investasi dari masing-masing Reksa Dana. Eksposur yang diukur ada dua macam, yaitu eksposur berdasarkan kelompok papan pencatatan dan kelompok industri yang dapat dilihat dalam Tabel 4.1 berikut.

**Tabel 4. 3. Eksposur Reksa Dana saham periode April 2004 – Maret 2009**

##### Panel a. *Mutual Fund Styles: Board Exposures*

Tabel ini merupakan hasil dari pengukuran eksposur Reksa Dana berdasarkan Kelompok Saham Papan Pencatatan dengan observasi selama 60 bulan (April 2004-Maret 2009). Nilai yang tertera pada tabel merupakan koefisien variabel independen dari model tiga faktor  $\tilde{R}_i = [b_{i1}\tilde{F}_1 + b_{i2}\tilde{F}_2 + b_{i3}\tilde{F}_3] + \tilde{e}_i$  dengan sejumlah konstrain. Nilai koefisien tersebut menunjukkan tingkat eksposur Reksa Dana terhadap setiap kelas aset. Sedangkan nilai  $R^2$  menunjukkan tingkat keaktifan manajemen. Semakin tinggi nilai  $R^2$ , maka manajer investasi diduga menerapkan strategi pasif. Semua nilai disajikan dalam bentuk persen (%).

	Reksa Dana	Main Board	Development Board	SBI 1 Month	R-Squared
1	Bahana Dana Prima	72,83%	27,17%	0,00%	88,54%
2	BNI Berkembang	58,30%	41,70%	0,00%	79,15%
3	Fortis Ekuitas	73,91%	26,09%	0,00%	87,23%
4	Dana Sentosa	54,73%	29,72%	15,55%	73,24%
5	Manulife Dana Saham	77,98%	19,05%	2,97%	89,59%
6	Master Dinamis	65,46%	28,08%	6,46%	83,30%
7	Mawar Danareksa	69,57%	26,73%	3,70%	89,40%
8	TRIM Kapital	75,28%	24,72%	0,00%	82,86%
9	Nikko Saham Nusantara	25,73%	63,19%	11,08%	66,29%
10	Panin Dana Maksima	69,86%	18,44%	11,70%	77,63%
11	Phinisi Dana Saham	87,21%	12,79%	0,00%	87,38%
12	Rencana Cerdas	70,25%	25,18%	4,56%	84,36%
13	Schroder Dana Prestasi Plus	78,04%	15,75%	6,21%	87,71%
14	Si Dana Saham	73,68%	19,83%	6,49%	84,84%
15	Platinum Saham	77,80%	22,20%	0,00%	80,42%
	Rata-Rata	68,71%	26,71%	4,58%	0,8280

Panel b. *Mutual Fund Styles: Industrial Exposures*

Tabel ini merupakan hasil dari pengukuran eksposur Reksa Dana berdasarkan Kelompok Sektor Saham dengan observasi selama 60 bulan (April 2004-Maret 2009). Nilai yang tertera pada tabel merupakan koefisien variabel independen dari model sepuluh faktor  $\tilde{R}_i = [b_{i1}\tilde{F}_1 + b_{i2}\tilde{F}_2 + b_{i3}\tilde{F}_3 + b_{i4}\tilde{F}_4 + b_{i5}\tilde{F}_5 + b_{i6}\tilde{F}_6 + b_{i7}\tilde{F}_7 + b_{i8}\tilde{F}_8 + b_{i9}\tilde{F}_9 + b_{i10}\tilde{F}_{10}] + \tilde{\epsilon}_i$  dengan sejumlah konstrain. Nilai koefisien tersebut menunjukkan tingkat eksposur Reksa Dana terhadap setiap kelas aset. Sedangkan nilai  $R^2$  menunjukkan tingkat keaktifan manajemen. Semakin tinggi nilai  $R^2$ , maka manajer investasi diduga menerapkan strategi pasif. Semua nilai disajikan dalam bentuk persen (%).

NO	Reksa Dana	Agriculture	Mining	Basic Industry	Miscellaneous Industry	Consumer Goods	Property structure	Infra-structure	Finance	Trade & Service	SBI 1 Month	R-Squared
1	Bahana Dana Prima	8.26%	16.68%	12.83%	8.31%	0.00%	3.99%	19.34%	23.24%	7.35%	0.00%	94.19%
2	BNI Berkembang	0.00%	18.60%	2.60%	3.58%	1.78%	6.80%	27.50%	0.00%	39.13%	0.00%	83.33%
3	Fortis Ekuitas	10.92%	13.57%	14.00%	10.20%	0.95%	7.66%	26.24%	6.84%	9.62%	0.00%	93.49%
4	Dana Sentosa	0.00%	5.42%	15.39%	13.95%	0.00%	21.78%	1.05%	0.00%	23.97%	18.44%	83.37%
5	Manuilfe Dana Saham	9.57%	12.04%	8.47%	8.30%	0.92%	1.70%	24.52%	24.90%	6.81%	2.77%	94.76%
6	Master Dinamis	10.08%	17.69%	8.57%	7.59%	4.56%	0.00%	32.35%	6.64%	12.51%	9.59%	89.83%
7	Mawar Danareksa	9.99%	18.37%	7.85%	7.57%	4.22%	2.06%	27.73%	10.99%	7.34%	3.88%	93.47%
8	TRIM Kapital	7.51%	12.98%	22.52%	10.34%	0.00%	3.96%	24.86%	8.55%	9.27%	0.00%	87.86%
9	Nikko Saham Nusantara	1.95%	12.06%	15.72%	18.97%	0.00%	0.65%	4.92%	9.65%	18.81%	17.25%	74.98%
10	Panin Dana Maksima	4.04%	0.00%	25.33%	2.89%	10.77%	14.08%	15.64%	14.95%	4.82%	7.08%	88.16%
11	Phinisi Dana Saham	13.29%	10.35%	12.50%	14.58%	0.74%	0.00%	30.27%	17.43%	0.83%	0.00%	92.96%
12	Rencana Cerdas	10.15%	10.31%	18.74%	10.56%	0.00%	0.00%	25.07%	6.34%	13.83%	5.00%	91.27%
13	Schroder Dana Prestasi Plus	7.52%	8.53%	5.43%	15.93%	4.06%	6.97%	23.19%	22.24%	1.24%	4.90%	95.87%
14	Si Dana Saham	7.80%	12.46%	12.57%	2.40%	4.67%	12.34%	33.12%	10.08%	0.00%	4.57%	90.06%
15	Platinum Saham	10.43%	8.29%	22.47%	7.74%	0.00%	15.34%	13.51%	22.22%	0.00%	0.00%	86.26%
<b>Rata-Rata</b>		<b>7.43%</b>	<b>11.82%</b>	<b>13.71%</b>	<b>9.51%</b>	<b>2.18%</b>	<b>6.49%</b>	<b>21.96%</b>	<b>12.27%</b>	<b>10.37%</b>	<b>4.90%</b>	<b>89.32%</b>

Tujuan dari pengamatan eksposur Reksa Dana ini adalah untuk melihat risiko setiap kelas aset terhadap keputusan alokasi dana investor. Eksposur ini merupakan indikasi di sektor mana Reksa Dana menginvestasikan dananya. Seperti yang telah diuraikan, eksposur berasal dari *style* manajer investasi dalam mengalokasikan dananya. *Style* dapat disebabkan oleh perbedaan pandangan manajer investasi terhadap risiko, perbedaan pandangan manajer investasi terhadap karakteristik setiap industri yang belum tentu dikenal dengan baik oleh setiap manajer, perbedaan persepsi manajer investasi terhadap pasar, dan kemampuan manajer investasi itu sendiri dalam melakukan penyesuaian untuk mengantisipasi perubahan pasar. Sejumlah perbedaan inilah yang menyebabkan eksposur setiap Reksa Dana berbeda-beda seperti yang ditampilkan pada tabel 4.3. di atas.

Lebih jauh lagi, dari Panel A pada tabel 4.3, dapat dilihat bahwa dari segi pemilihan kelas papan pencatatan dalam model tiga faktor, rata-rata Reksa Dana saham di Indonesia lebih dipengaruhi oleh saham *blue chips*/ saham papan utama ketimbang saham papan pengembangan sebesar 68,71%, jauh di atas pengaruh saham papan pengembangan yang sebesar 26,71% dan aset pasar uang sebesar 4,58%. Kecuali Nikko Saham Nusantara, semua manajer investasi menjadikan saham papan utama menjadi pilihan investasi utama. Hal ini beralasan karena saham-saham papan utama merupakan kumpulan saham-saham senior, berkapitalisasi besar, dan bereputasi baik sehingga dapat memberikan *return* yang baik dalam jangka panjang tanpa volatilitas yang terlalu tinggi. Statistik deskriptif dalam Tabel 4.1 menunjukkan rata-rata *return* bulanan indeks papan utama adalah 1,56% per bulan dengan standar deviasi 7,62% dalam 60 bulan terakhir. Sedangkan indeks papan pengembangan hanya mampu memberikan *return* rata-rata sebesar 0,75% per bulan, setengah kali lebih rendah dari *return* papan utama, dengan standar deviasi yang lebih besar, yaitu 9,79%. Pemilihan saham-saham papan utama ini juga memberi makna bahwa sebagian besar manajer investasi tergolong *risk-averse* dan tidak ingin mengambil risiko.

Sedangkan dari sisi pemilihan saham berdasarkan kelas sektoral dalam model sepuluh faktor, terlihat bahwa sektor infrastruktur merupakan sektor yang secara rata-rata *paling* mempengaruhi semua Reksa Dana saham sebesar 21,96%.

Proporsinya mendominasi 8 Reksa Dana, yaitu Fortis, Master, Mawar, TRIM, Phinisi, Rencana Cerdas, Schroder, dan Si Dana Saham. Selain itu, infrastruktur menjadi ekposur utama nomor dua untuk tiga Reksa Dana lainnya, yaitu Bahana, BNI, dan Manulife. Selama lima tahun terakhir, sektor infrastruktur sendiri merupakan industri yang mengalami pertumbuhan yang tinggi, padat modal, dan mampu bertahan dari sentimen negatif yang menerpa pasar modal Indonesia pada era krisis global. Sektor infrastruktur dapat terhindar dari ekposur krisis global, suku bunga, dan pelemahan nilai tukar rupiah karena subsektor-nya sendiri, terutama subsektor energi (PGN) dan telekomunikasi (TLKM, ISAT, dsb), masih banyak dibutuhkan masyarakat domestik. Walaupun krisis menerjang, penggunaan telepon, penjualan pulsa sampai jumlah pengguna ponsel terus bertambah karena telekomunikasi sudah menjadi kebutuhan penting. Begitu juga dengan konsumsi gas/ energi dan jalan tol. Faktor lain yang mendukung majunya sektor infrastruktur ini adalah dukungan pemerintah dalam anggaran belanjanya (APBN) yang mengalokasikan dana yang besar kepada sektor ini, ditambah sejumlah kontrak dari BUMN, pemerintah daerah, dan perseroan swasta dalam berbagai sektor, seperti konstruksi bangunan, jalan raya, jembatan, pelabuhan, irigasi, jalan tol, hingga *power plant*, seperti PLTU, PLTP, dan tabung gas. Indonesia masih tergolong negara berkembang sehingga sektor infrastruktur masih banyak dibutuhkan. Maka dari itu, kebijakan pemerintah berupa paket stimulus yang bertujuan untuk menggerakkan pertumbuhan ekonomi negara membuat sektor ini diekspetasikan akan terus menguat setiap tahunnya.

Eksposur yang paling mempengaruhi semua Reksa Dana setelah infrastruktur adalah sektor industri dasar sebesar 13,71%. Semua Reksa Dana terkena ekposur sektor ini walaupun tidak mendominasi secara keseluruhan. Sama seperti sektor infrastruktur, krisis global tidak banyak mempengaruhi sektor industri dasar ini. Walaupun Indonesia tidak terkena dampaknya secara langsung, efek dari krisis global adalah sentimen negatif kepada pasar Indonesia seperti banyaknya aksi investor luar negeri menarik kembali dan menjual saham kepemilikannya di Indonesia serta melemahnya nilai tukar Rupiah. Akibatnya, nilai investasi dan biaya produksi dalam mata uang asing menjadi naik, ekspor menurun, begitu juga menurunnya harga konstruksi dan harga komoditas. Sektor-

sektor yang struktur keuangannya tergolong riskan terhadap utang luar negeri, dengan tingkat rasio *debt-to-equity* yang tinggi, serta berorientasi pada ekspor ini umumnya mengalami penurunan kinerja karena faktor *demand* ekspor menurun. Sektor-sektor yang memiliki sensitivitas besar terhadap perekonomian global ini diantaranya sektor agrikultur, sektor pertambangan, sektor aneka industri, sektor properti dan sektor perdagangan dan jasa. Namun hal itu tidak terjadi pada sektor industri dasar, terutama subsektor semen, karena berbasiskan permintaan domestik, berbasiskan bahan baku lokal, penjualan hasil produksi sebagian besar diserap dalam negeri, dan tidak terlalu bergantung pada ekspor sehingga saham-saham sektor ini masih tetap menarik untuk dimiliki.

Penelitian *style* sebelumnya yang pernah dilakukan Surachmat (2002) menemukan bahwa sektor barang konsumsi memiliki eksposur tertinggi. Akan tetapi, penelitian ini menemukan sebaliknya, yaitu eksposur sektor *consumer goods* terendah dari semua sektor, hanya sebesar 2,18%. Enam Reksa Dana tidak terkena eksposur ini, yaitu Bahana, Dana Sentosa, TRIM, Nikko, Rencana Cerdas, dan Platinum. Dan tiga Reksa Dana hampir tidak berinvestasi pada sektor ini dengan nilai eksposur kurang dari 1%, yaitu Fortis, Manulife, dan Phinisi. Logikanya, sektor yang jauh dari eksposur risiko valuta asing dan suku bunga ini seharusnya tidak mengenal krisis karena dalam kondisi apapun barang konsumsi tetap dibutuhkan. Akan tetapi, dari data yang ditunjukkan statistik deskriptif, diduga sektor ini menjadi kurang diminati para manajer karena rata-rata *return* bulanan-nya selama 5 tahun terakhir hanya 1,11%, terendah kedua dari semua sektor industri. Memang benar pertumbuhan kinerja dan pergerakan saham-saham sektor konsumsi cenderung stabil, tapi kelemahan dari sektor konsumsi ini sensitif terhadap inflasi yang dapat mempengaruhi daya beli masyarakat.

Yang unik adalah sektor keuangan. Sektor ini diminati sekaligus dijauhi oleh manajer investasi. Sektor ini menjadi eksposur utama pada 2 Reksa Dana, (Bahana dan Manulife dan mejadi eksposur kedua pada 3 Reksa Dana (Phinisi, Schroder, dan Platinum). Sedangkan 3 Reksa Dana tidak terkena eksposur ini, yaitu BNI, Dana Sentosa, dan Si Dana Saham. Awalnya sektor ini begitu populer karena memiliki kinerja dan pertumbuhan yang pesat sehingga menjadi pilihan utama manajer investasi. Sayangnya sektor ini mengalami kemunduran begitu

datang krisis global karena banyaknya aksi jual baik oleh investor asing maupun lokal disertai tingginya harga kredit. Pengurangan kepemilikan ini mengurangi nilai saham sektor keuangan. Pada segmen *rolling window* nanti akan ditunjukkan bahwa pada periode krisis global tahun 2008, sebagian besar manajer investasi mengurangi eksposur sektor keuangan, bahkan sampai titik nol. Beberapa Reksa Dana memang masih tereksposur pada sektor ini tapi dengan proporsi yang makin berkurang dari sebelumnya karena faktor ekspektasi ke depan.

Untuk investasi dalam instrumen pasar uang, yang diwakili SBI 1 Bulan, baik model tiga faktor maupun model sepuluh faktor sama-sama menunjukkan nilai eksposur antara 4-5%. Karena sifatnya bebas risiko, aset ini tetap diperhitungkan sebagai pilihan investasi. Namun, proporsi alokasinya yang tidak begitu tinggi (tidak mencapai maksimal 20% seperti yang tertera dalam prospektus) diduga karena *return* SBI yang ditawarkan saat ini tergolong kurang atraktif.

Dilihat dari nilai  $R^2$  pada tabel, model industri menunjukkan nilai rata-rata  $R^2$  sebesar 88,99% dan model papan pencatatan menunjukkan nilai rata-rata  $R^2$  sebesar 82,80%. Artinya, secara garis besar mayoritas reksa dana saham di Indonesia lebih dipengaruhi oleh *style*-nya dibanding dengan *selection*. Rata-rata pengaruh *selection* ( $1-R^2$ ) terhadap reksa dana hanya sekitar 11,01% pada model sepuluh faktor, dan 17,20% pada model tiga faktor. Variasi *return* reksa dana yang tidak dapat dijelaskan dalam model tersebut dihasilkan dari perbedaan dalam pemilihan sekuritas, rotasi sekuritas dalam kelompok aset, rotasi kelompok aset dan kelompok aset. Semua Reksa Dana diduga berstrategi pasif kecuali BNI Berkembang, Dana Sentosa, dan Nikko Saham Nusantara. Ketiga Reksa Dana itu diduga berstrategi aktif karena yang memiliki nilai  $R^2$  di bawah 85% versi model industri, sama-sama terendah versi kedua model, dan sama-sama rendah begitu diterapkan *rolling window*. Contohnya, nilai *style* Nikko Saham Nusantara 74,98% untuk model kelas industri dan 66,28% untuk model papan pencatatan.

Perlu diingat kembali, yang dimaksud dengan strategi pasif adalah manajer berinvestasi mengikuti pola tertentu di mana pola tersebut dijadikan patokan investasi dan manajer cenderung mengikuti patokan tersebut tanpa banyak merubah pemilihan saham yang diberikan patokan itu. Manajer cenderung

mempertahankan investasi dalam pola tersebut setiap waktunya. Penggantian yang dilakukan cenderung bersifat minor dan okasional. Sedangkan dalam strategi aktif, manajer menunjukkan kecenderungan merubah komposisi saham secara terus-menerus dengan di luar yang ditawarkan patokan.

Hal lain yang perlu diperhatikan dari kedua model adalah pada model eksposur kelas papan pencatatan, ada indikasi model ini kurang akurat karena faktor aset yang diukur kurang lengkap untuk menduga *style* Reksa Dana. Hal ini dibuktikan pada sesi *rolling window* bahwa nilai  $R^2$  setiap Reksa Dana terlihat bervariasi dari 50% sampai 90%. Rata-rata nilai  $R^2$  Reksa Dana berkisar 50-60% pada tahun 2006, 60-70% pada tahun 2007, 70-80% pada tahun 2008, dan 90% pada tahun 2009 (nilai  $R^2$  dalam *rolling window* lebih jelasnya dapat dilihat pada halaman lampiran). Keadaan ini berbeda dengan model eksposur sektoral. Begitu di-*rolling window*, model sektoral memberikan nilai  $R^2$  yang lebih konsisten setiap bulannya untuk setiap Reksa Dana. Model industri cenderung lebih bisa menjelaskan *style* Reksa Dana. Kesimpulan dari perbedaan kekuatan model ini adalah manajer investasi diduga lebih memilih menerapkan strategi sektoral/industrial dalam mengalokasikan aset ketimbang strategi pemilihan papan.

Rekomendasi dari analisis eksposur ini adalah selama periode krisis, sebaiknya manajer berfokus kepada saham-saham papan utama, karena *return*-nya lebih tinggi dengan standar deviasi yang lebih rendah. Begitu pasar telah stabil, manajer dapat meningkatkan eksposur saham papan pengembangan. Dari segi industri, sebaiknya eksposur diarahkan kepada sektor-sektor yang berbasis pasar domestik dan tidak begitu sensitif terhadap nilai tukar. Sektor infrastruktur menjadi pilihan yang bagus, bahkan untuk ke depannya, sektor ini nampaknya masih menjadi eksposur utama investasi. Sedangkan sektor-sektor lain, walaupun rentan terhadap krisis, masih memiliki peluang untuk kembali meningkat.

#### **4. 3. Analisis *Rolling Window* Reksa Dana**

Analisis selanjutnya adalah *rolling window* untuk mengamati tren pergerakan *style* setiap Reksa Dana dari waktu ke waktu dan juga mengamati apakah terjadi *style drift* atau tidak. *Rolling window* yang dibuat untuk penelitian ini mengambil periode 30 bulan, di mana *style* suatu Reksa Dana pada bulan  $t$

diukur oleh sejumlah *return* kelas aset dari bulan  $t-30$  sampai bulan  $t-1$  sehingga akan ada 30 titik *window*. Secara umum, *rolling window* sebagian besar Reksa Dana menampilkan pola sebagai berikut.

1. Secara umum, ada dua *style drift*/ pergeseran *style* yang terjadi pada hampir semua Reksa Dana. Yang pertama terjadi pada Oktober-November 2007 di mana eksposur sektor properti berkurang tajam akibat penyebaran efek *subprime mortgage*. Dan *style drift* kedua terjadi pada Juli-Agustus 2008 di mana eksposur sektor keuangan/perbankan menurun drastis akibat efek domino dari *subprime mortgage* yaitu krisis keuangan yang efeknya juga terasa di Indonesia.
2. Sektor keuangan begitu populer pada kondisi pasar *bullish* dan menjadi eksposur utama, tapi tidak pada saat kondisi *bearish*. Terlihat eksposur sektor ini umumnya menurun tajam pada saat datangnya krisis global. Selain sektor ini, sektor-sektor yang eksposurnya juga menurun, malah dihilangkan, pada masa krisis global adalah sektor properti, konsumsi, dan perdagangan dan jasa.
3. Sektor infrastruktur dan sektor industri dasar umumnya memiliki nilai eksposur yang paling besar apapun kondisi pasarnya. Sebagian besar manajer investasi mempertahankan kestabilan dan/ atau meningkatkan tren eksposur pada sektor ini selama pasar *bearish*.
4. Sektor-sektor lainnya seperti agrikultur, pertambangan, dan industri dasar umumnya hanya mengalami perubahan minor.
5. Saham papan pengembangan cenderung populer selama pasar sedang *bullish*. Banyak manajer investasi mengalokasikan investasinya pada saham papan pengembangan dalam proporsi yang sangat tinggi. Tapi, begitu pasar *bearish*, secara drastis eksposur saham papan pengembangan menurun. Manajer investasi cenderung mengambil posisi aman dengan memilih saham-saham *blue chips* ketimbang saham-saham fluktuatif.
6. Dari segi SBI, perubahan tingkat eksposur-nya cenderung mengikuti tingkat suku bunga SBI itu sendiri. Peningkatan eksposur pasar uang disebabkan tingginya tingkat suku bunga yang ditawarkan. Dan bila tingkat *return* pasar uang menurun, maka eksposurnya juga turut menurun.

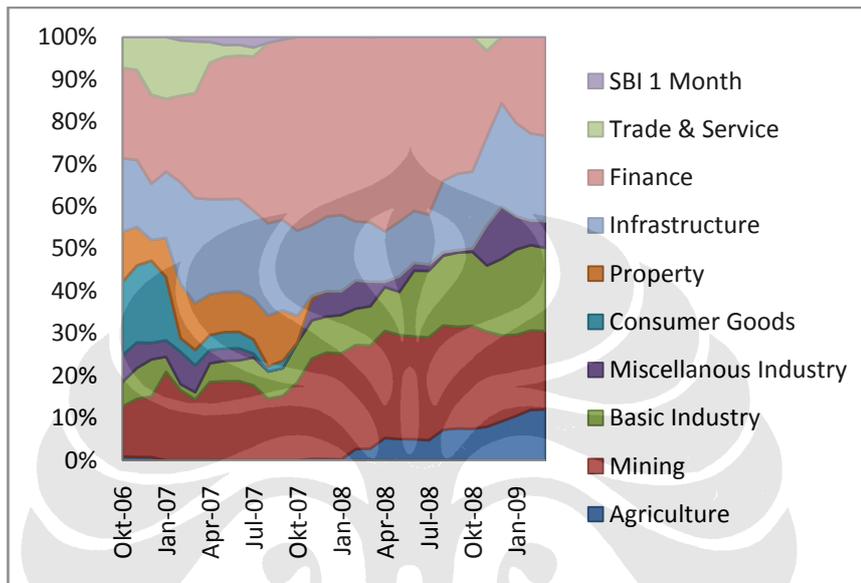
Berikut ini akan dijabarkan analisis *rolling window* untuk setiap Reksa Dana.

### 4. 3. 1. Eksposur Bahana Dana Prima

Gambar 4. 1. *Bahana Dana Prima, 30-Month Rolling Windows, Monthly*

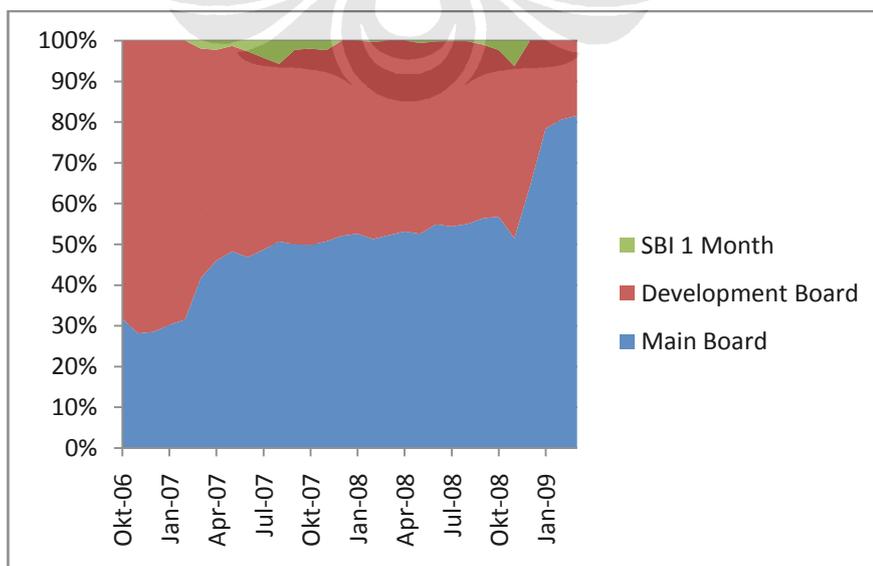
#### Panel a. *Industrial Exposures*

Grafik perubahan *style* Bahana Dana Prima periode Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model industri untuk melihat perubahan tren investasi dari segi strategi industri saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna setiap sektor menunjukkan proporsi investasi terhadap sektor itu setiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



#### Panel b. *Board Exposures*

Grafik perubahan *style* Bahana Dana Prima periode Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model papan pencatatan untuk melihat perubahan tren investasi saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna setiap kelompok papan menunjukkan proporsi investasi pada kelompok papan itu setiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



Berdasarkan sektor industri, Reksa Dana Bahana Dana Prima secara rata-rata memiliki eksposur terbesar pada sektor keuangan sebesar 23,24% diikuti oleh sektor infrastruktur sebesar 19,34% dan sektor pertambangan sebesar 16,68%. Selain itu, dapat dilihat Reksa Dana ini tidak berinvestasi pada SBI 1 bulan dan sektor barang konsumsi. Sedangkan berdasarkan kelompok papan pencatatan, Bahana Dana Prima cenderung mengalokasikan dana investor pada saham papan utama sebesar 72,83%. Investasi pada papan pengembangan hanya sebesar 27,17% dan tidak ada investasi dalam instrumen pasar uang.

*Style* yang dihasilkan oleh *style analysis* cukup dapat menerangkan variasi *return* Reksa Dana Bahana Dana Prima. Pada model sektoral, 94,19% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style* dan hanya 5,81% yang dapat dijelaskan oleh *selection*. Sedangkan pada model papan pencatatan, 88,54% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style* dan hanya 11,46% yang dapat dijelaskan oleh *selection*. Dari hasil ini diduga bahwa manajer investasi lebih memilih untuk mengelola Reksa Dana-nya ke arah strategi pasif.

*Rolling window* kedua panel memperlihatkan gambaran perubahan *style* Bahana Dana Prima. Panel A menunjukkan selama pasar naik, Bahana mengutamakan investasinya pada sektor keuangan dan pertambangan. Begitu pasar lesu, Bahana secara perlahan mengurangi investasinya pada kedua sektor tersebut namun sektor keuangan tetap memegang proporsi utama. Investasi pada sektor barang konsumsi, properti, perdagangan dan jasa turut dikurangi sampai titik nol. Sebagai gantinya, Bahana menambahkan proporsi investasinya pada sektor infrastruktur, industri dasar dan agrikultur pada periode krisis.

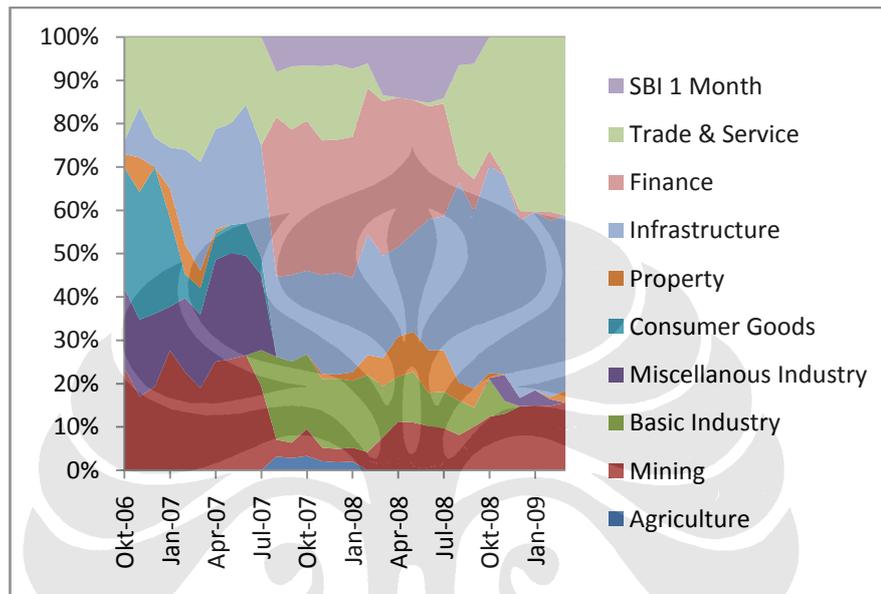
Sedangkan *rolling window* panel B menunjukkan Bahana Dana Prima cenderung berinvestasi pada saham papan pengembangan ketika pasar sedang naik. Begitu pasar stabil dan menurun, proporsi saham papan pengembangan berkurang drastis dan manajer semakin meningkatkan alokasi investasinya pada saham-saham papan utama dengan tujuan meminimalisir risiko. Alokasi dana pada aset-aset pasar juga ditingkatkan, tapi karena diduga nilainya terus menurun, maka alokasinya kembali menurun.

### 4. 3. 2. Eksposur BNI Berkembang

**Gambar 4. 2. BNI Berkembang, 30-Month Rolling Windows, Monthly**

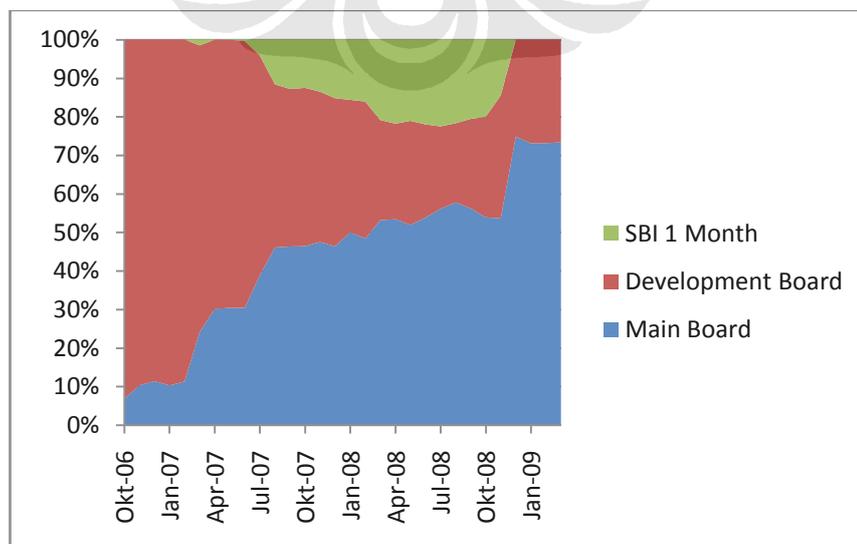
#### Panel a. *Industrial Exposures*

Grafik perubahan *style* BNI Berkembang periode Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model industri untuk melihat perubahan tren investasi dari segi strategi industri saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna pada setiap sektor menunjukkan proporsi investasi terhadap sektor itu setiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



#### Panel b. *Board Exposures*

Grafik perubahan *style* BNI Berkembang periode Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model papan pencatatan untuk melihat perubahan tren investasi saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna pada setiap kelompok papan menunjukkan proporsi investasi terhadap kelompok papan itu setiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



Dari segi pemilihan sektor industri, secara rata-rata sektor favorit manajer investasi BNI Berkembang adalah sektor perdagangan dan jasa dengan proporsi 39,13% diikuti oleh sektor infrastruktur sebesar 27,50% dan sektor pertambangan sebesar 18,60%. Reksa Dana ini sama sekali tidak tertarik dengan sektor agrikultur. Sedangkan berdasarkan kelompok papan pencatatan, BNI Berkembang cenderung mengalokasikan dana investor pada saham papan utama sebesar 58,30%. Investasi pada papan pengembangan sebesar 41,70% dan tidak ada investasi dalam instrumen pasar uang.

*Style* yang dihasilkan oleh *style analysis* kurang begitu dapat menerangkan variasi *return* Reksa Dana BNI. Pada model sektor industri, 83,33% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style*. Sedangkan pada model papan pencatatan, 79,15% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style*. Dari hasil ini, karena nilai *style* cukup jauh dari 100%, diduga bahwa manajer investasi lebih memilih untuk mengelola Reksa Dana-nya ke arah strategi aktif, tapi dalam tingkat yang moderat.

*Rolling window* panel A menunjukkan pergeseran *style* yang cukup dinamis. Banyak eksposur industri yang pada suatu waktu naik drastis, tapi tak lama kemudian turun drastis. Sektor perdagangan dan jasa misalnya, walaupun eksposur sektor ini terbesar, tapi dari waktu ke waktu nilai eksposur ini naik turun. Selama pasar naik, manajer BNI memfokuskan investasinya pada sektor ini. Begitu pasar lesu, eksposur sektor ini malah naik turun dan pada triwulan I tahun 2009, nilai eksposurnya hampir sama besar dengan sektor infrastruktur, padahal sektor perdagangan dan jasa ini sangat sensitif terhadap krisis global (statistik deskriptif menunjukkan sektor ini memiliki rata-rata *return* bulanan terendah). Selama krisis, BNI cenderung menghindari investasi pada sektor industri dasar, aneka industri, barang konsumsi, properti, keuangan, dan pasar uang. Dan untuk mengantisipasi krisis, BNI nampaknya lebih bergantung pada sektor infrastuktur.

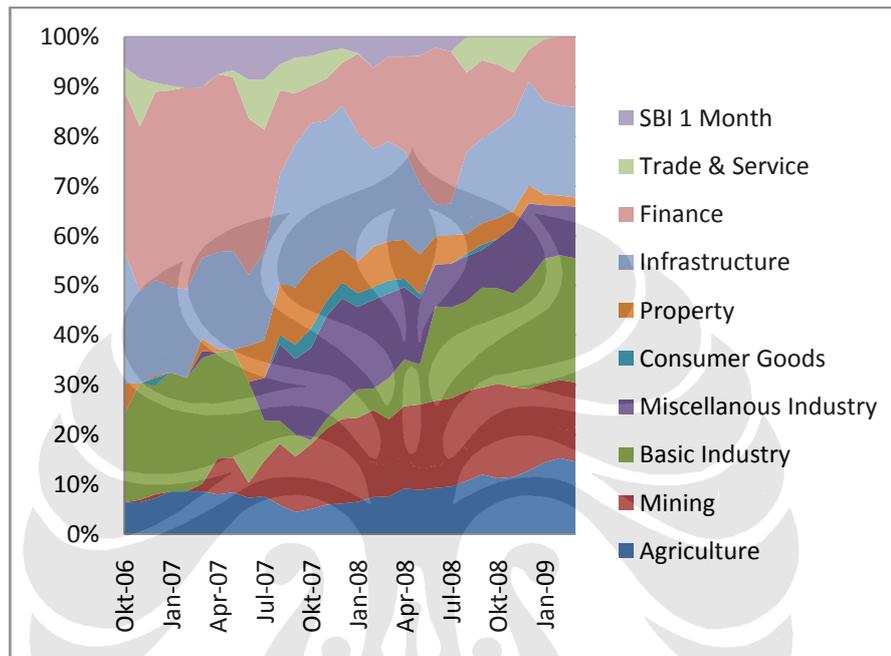
Sedangkan *rolling window* panel B menunjukkan BNI Berkembang sangat berinvestasi pada saham papan pengembangan dengan proporsi di atas 80% ketika pasar sedang naik. Begitu pasar terkena krisis, proporsi saham papan pengembangan menurun tajam sampai di bawah 30% dan manajer semakin meningkatkan alokasi investasi-nya pada SBI selama beberapa bulan, dan saham-saham papan utama dengan eksposur di atas 70% untuk menghindari risiko.

### 4. 3. 3. Eksposur Fortis Ekuitas

Gambar 4. 3. *Fortis Ekuitas, 30-Month Rolling Windows, Monthly*

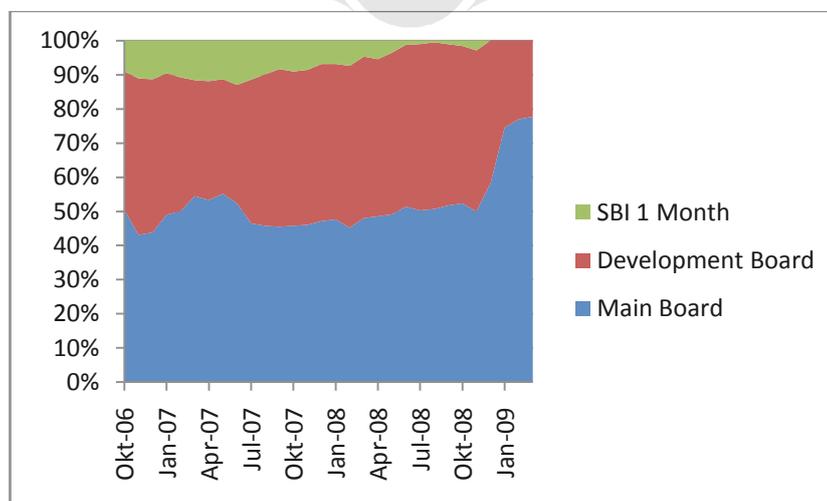
#### Panel a. *Industrial Exposures*

Grafik perubahan *style* Fortis Ekuitas dari Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model industri. Fungsinya untuk melihat perubahan tren investasi berdasarkan strategi industri saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna pada setiap sektor menunjukkan proporsi investasi terhadap sektor itu setiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



#### Panel b. *Board Exposures*

Grafik perubahan *style* Fortis Ekuitas dari Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model papan pencatatan. Fungsinya untuk melihat perubahan tren investasi saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna pada setiap kelompok papan menunjukkan proporsi investasi terhadap kelompok papan itu setiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



Reksa Dana Fortis Ekuitas secara rata-rata terkena eksposur dari semua sektor industri, dengan eksposur terendah terletak pada sektor barang konsumsi senilai kurang dari 1% dan eksposur tertinggi berada pada sektor infrastruktur sebesar 26,24%, diikuti sektor industri dasar dan sektor pertambangan sebesar 14% dan 13,57%. Sedangkan berdasarkan kelompok papan pencatatan, Fortis cenderung mengalokasikan dana investor pada saham papan utama sebesar 73,91%. Investasi pada papan pengembangan hanya sebesar 26,09% dan tidak terdapat eksposur investasi dalam instrumen pasar uang.

*Style* yang dihasilkan oleh *style analysis* cukup dapat menerangkan variasi *return* Reksa Dana Fortis Ekuitas ini. Pada model sektor industri, 93,49% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style* dan hanya 6,51% yang dapat dijelaskan oleh *selection*. Sedangkan pada model papan pencatatan, 87,23% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style* dan hanya 12,77% yang dapat dijelaskan oleh *selection*. Nilai *selection* yang rendah diduga akibat manajer investasi lebih memilih strategi pasif sehingga tidak terlalu sering mengubah alokasi dana kelolaannya antar faktor aset (indeks).

*Rolling window* kedua panel memperlihatkan gambaran perubahan *style* Fortis Ekuitas. Panel A menunjukkan selama pasar naik, Fortis mengutamakan investasinya pada sektor keuangan dan industri dasar. Begitu pasar sedang lesu, Fortis mengurangi investasinya tidak hanya pada kedua sektor tersebut namun juga pada sektor barang konsumsi, properti, perdagangan dan jasa. Sebagai gantinya, Fortis menambahkan proporsi investasinya pada sektor infrastruktur, industri dasar dan agrikultur selama periode krisis. Fortis kemudian menyadari sektor industri dasar cukup bertahan selama periode krisis sehingga eksposur terhadap sektor ini kembali meningkat.

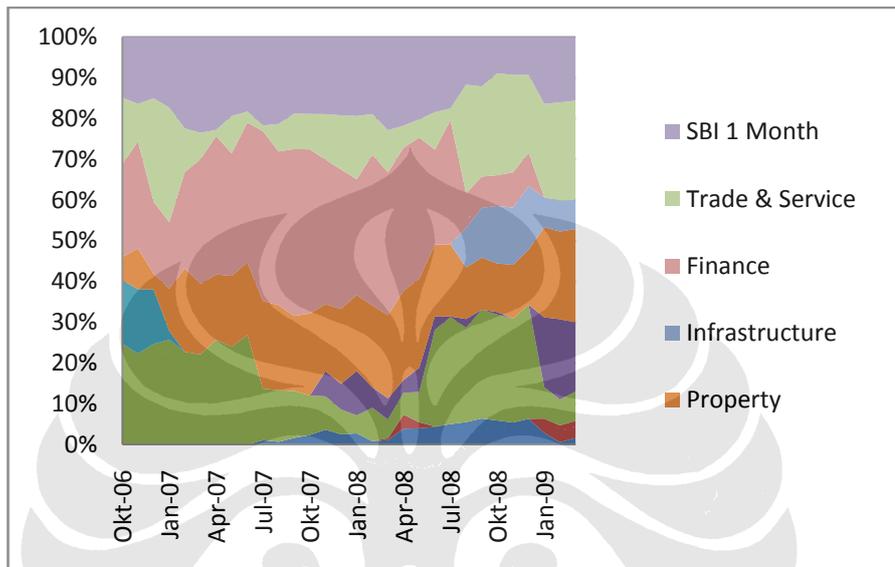
Sedangkan *rolling window* panel B menunjukkan baik pada saat pasar sedang *bullish* maupun *bearish*, Fortis cenderung konsisten berinvestasi pada saham-saham *blue chips* ketimbang saham-saham fluktuatif. Mencerminkan karakter manajemen yang cenderung mengambil posisi aman. Sama seperti dua Reksa Dana sebelumnya, begitu pasar stabil atau menurun, proposi saham papan pengembangan berkurang drastis dan manajer meningkatkan alokasi investasinya pada saham-saham *blue chips* dengan proporsi yang rata-rata di atas 70%.

#### 4. 3. 4. Eksposur Dana Sentosa

Gambar 4. 4. Dana Sentosa, 30-Month Rolling Windows, Monthly

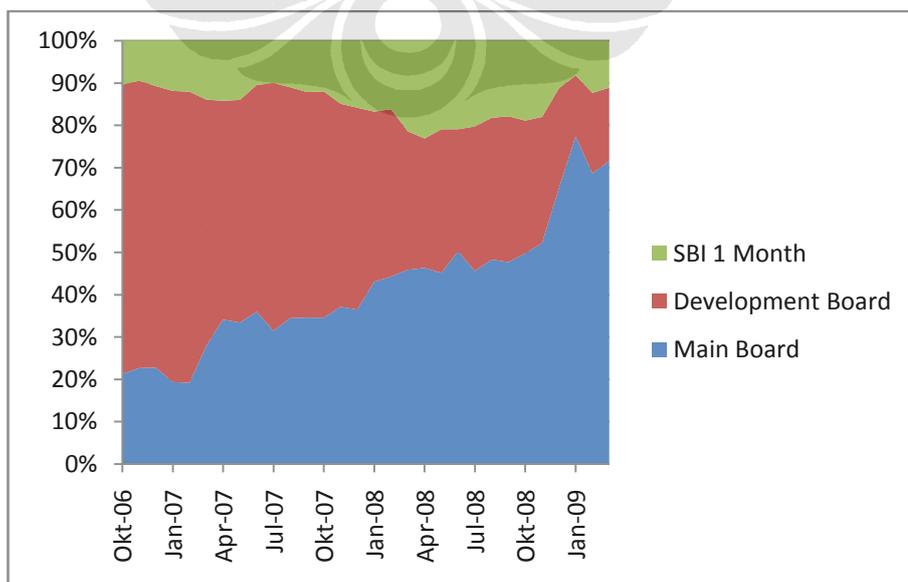
##### Panel a. Industrial Exposures

Grafik perubahan *style* Dana Sentosa dari Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model industri. Fungsinya untuk melihat perubahan tren investasi berdasarkan strategi industri saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna pada setiap sektor menunjukkan proporsi investasi terhadap sektor itu setiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



##### Panel b. Board Exposures

Grafik perubahan *style* Dana Sentosa dari Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model papan pencatatan. Fungsinya untuk melihat perubahan tren investasi saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna pada setiap kelompok papan menunjukkan proporsi investasi terhadap kelompok papan itu setiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



Dari sisi sektor industri, eksposur Dana Sentosa terbilang unik. Dibandingkan dengan Reksa Dana lain, Dana Sentosa memiliki eksposur infrastruktur terendah dengan proporsi 1,05%. Hal ini tidak lazim mengingat sektor ini begitu populer pada saat pasar sedang resesi. Lebih unik lagi, eksposur utama Reksa Dana ini adalah industri yang sensitif terhadap perekonomian global, yaitu sektor perdagangan dan jasa dan sektor properti, dengan nilai yang tidak jauh berbeda, yaitu 23,97% dan 21,78%. Reksa Dana ini adalah tidak terkena eksposur dari sektor konsumsi dan agrikultur. Keunikan lain terletak pada eksposur-nya terhadap instrumen pasar uang dengan proporsi terbesar dari semua Reksa Dana, yaitu 18,44%. Sedangkan berdasarkan kelompok papan pencatatan, Dana Sentosa cenderung mengalokasikan dana investor pada saham papan utama sebesar 54,73%. Investasi pada papan pengembangan hanya sebesar 29,72%.

*Style* yang dihasilkan oleh *style analysis* kurang begitu dapat menerangkan variasi *return* Dana Sentosa. Pada model sektor industri, 83,37% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style*. Sedangkan pada model papan pencatatan, 73,24% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style*. Tingginya nilai *style* pada Reksa Dana ini diduga karena cukup seringnya Dana Sentosa mengganti faktor aset. Hal ini diperkuat dari rendahnya nilai  $R^2$  berdasarkan *rolling window* dari Reksa Dana ini.

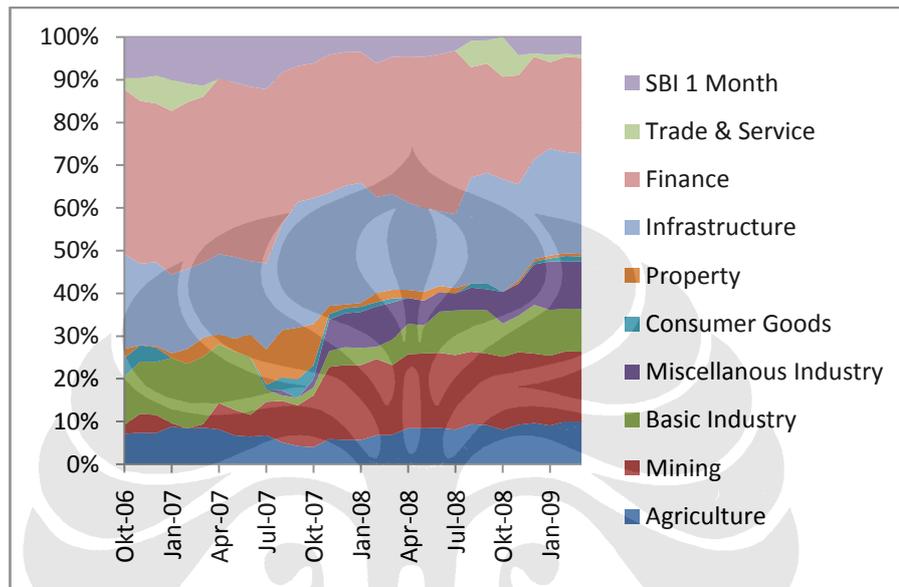
*Rolling window* panel industri menunjukkan bahwa ketika pasar sedang *bullish* yang disusul fase *bearish*, eksposur sektor properti dan sektor perdagangan dan jasa tetap menunjukkan tren meningkat. Begitu pasar melemah, investasi pada saham keuangan menurun, sedangkan investasi pada infrastruktur, aneka industri, dan pertambangan mengalami peningkatan. Sedangkan dari segi pemilihan saham kelompok saham pencatatan, kebijakan manajer tidak jauh berbeda dengan Reksa Dana lain, yaitu investasi pada *growth stocks* semaksimal mungkin ketika pasar sedang *up* dan menurunkannya sampai tingkat seminimal mungkin begitu datang krisis. Akan tetapi, nilai *style* Dana Sentosa terlalu tinggi pada SBI. Dari hasil *rolling window* kedua model, eksposur terhadap SBI cenderung mendekati 20% per bulan-nya, malah kadang melewati 20%. Hal ini melanggar peraturan dasar Reksa Dana Saham di mana komposisi aset pasar uang maksimal 20%. Memang lebih aman berinvestasi pada aset pasar uang, namun apabila proporsinya terlalu besar, maka Reksa Dana tersebut tidak dapat dibilang Reksa Dana saham.

#### 4. 3. 5. Eksposur Manulife Dana Saham

Gambar 4. 5. Manulife Dana Saham, 30-Month Rolling Windows, Monthly

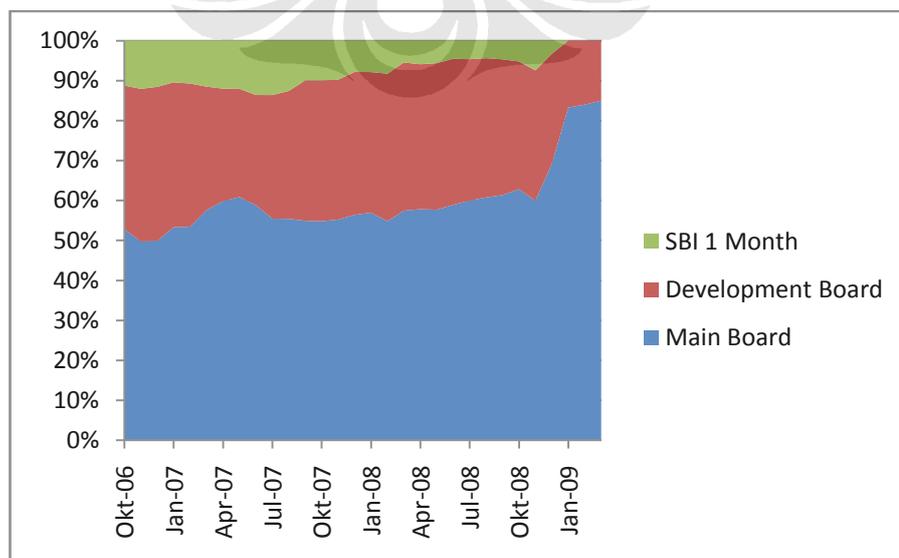
##### Panel a. Industrial Exposures

Grafik perubahan *style* Manulife periode Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model industri. Fungsinya untuk melihat perubahan tren investasi berdasarkan strategi industri saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna pada setiap sektor menunjukkan proporsi investasi terhadap sektor itu setiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



##### Panel b. Board Exposures

Grafik perubahan *style* Manulife periode Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model papan pencatatan. Fungsinya untuk melihat perubahan tren investasi saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna pada setiap kelompok papan menunjukkan proporsi investasi terhadap kelompok papan itu setiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



Berdasarkan sektor industri, Reksa Dana Manulife Dana Saham terkena eksposur dari semua faktor. Reksa Dana ini memiliki eksposur terbesar pada sektor keuangan dan infrastruktur sebesar 24,90% dan 24,52%. Sedangkan berdasarkan kelompok papan pencatatan, Manulife cenderung mengalokasikan dana investor pada saham papan utama sebesar 77,98%. Proporsi investasi pada papan pengembangan hanya sebesar 19,05% dan investasi dalam instrumen pasar uang sebesar 2,97%.

*Style* yang dihasilkan oleh *style analysis* cukup dapat menerangkan variasi *return* Manulife Dana Saham. Pada model sektor industri, 94,76% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style* dan hanya 5,24% yang dapat dijelaskan oleh *selection*. Sedangkan pada model papan pencatatan, 89,59% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style* dan hanya 10,41% yang dapat dijelaskan oleh *selection*. Dari hasil ini diduga bahwa manajer investasi lebih memilih untuk mengelola Reksa Dana-nya ke arah strategi pasif.

*Rolling window* kedua panel di atas memperlihatkan gambaran perubahan *style* Manulife. Panel A menunjukkan dari waktu ke waktu, alokasi investasi terhadap sektor keuangan cenderung berkurang seiring dengan rentannya sektor ini terhadap krisis global, tapi proporsinya tetap yang paling besar. Selain keuangan, Manulife mengurangi investasinya terhadap sektor perdagangan dan jasa, properti, dan barang konsumsi. Proporsi alokasi yang cukup konsisten adalah investasi pada sektor infrastruktur dan agrikultur. Sedangkan sektor-sektor lain mengalami perubahan-perubahan minor.

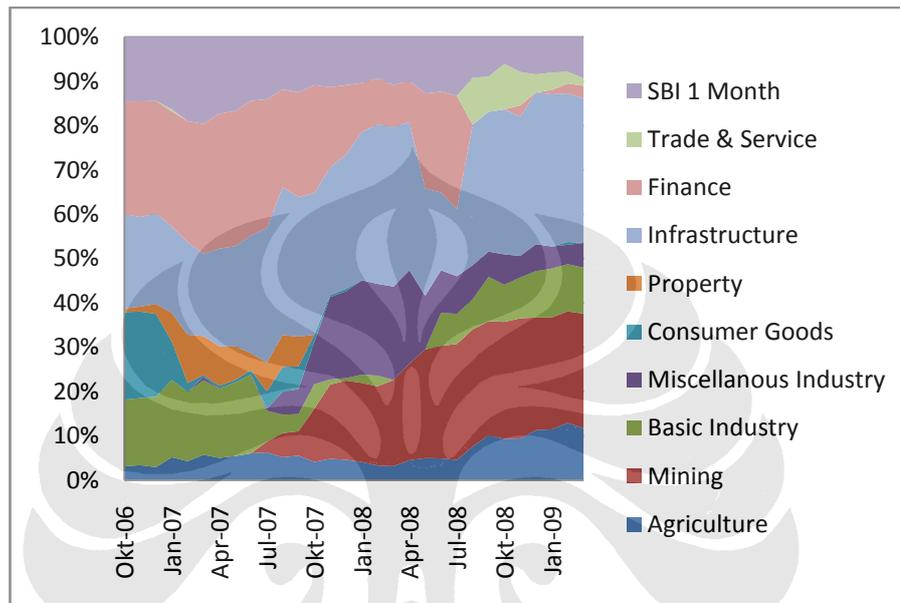
Sedangkan dari perkembangan investasi pada kelompok papan pencatatan seperti yang ditunjukkan *rolling window* panel B, terlihat Manulife tidak begitu mengutamakan saham papan pengembangan dalam kondisi pasar apapun. Secara konsisten Manulife mengutamakan investasinya pada saham-saham *blue chips*. Bahkan pada periode krisis global, eksposur saham papan utama meningkat sampai melewati 80%.

#### 4. 3. 6. Eksposur Master Dinamis

Gambar 4. 6. *Master Dinamis, 30-Month Rolling Windows, Monthly*

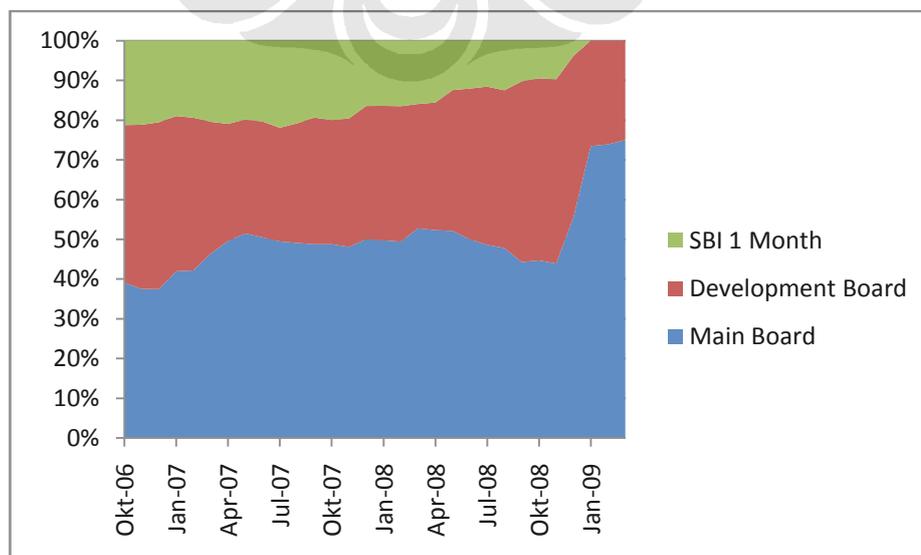
##### Panel a. *Industrial Exposures*

Grafik perubahan *style* Master Dinamis Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model industri. Fungsinya untuk melihat perubahan tren investasi berdasarkan strategi industri saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna pada setiap sektor menunjukkan proporsi investasi terhadap sektor itu setiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



##### Panel b. *Board Exposures*

Grafik perubahan *style* Master Dinamis Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model papan pencatatan. Fungsinya untuk melihat perubahan tren investasi saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna pada setiap kelompok papan menunjukkan proporsi investasi terhadap kelompok papan itu setiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



Reksa Dana Master Dinamis secara rata-rata memiliki eksposur terbesar pada sektor infrastruktur sebesar 32,35% diikuti oleh sektor pertambangan sebesar 17,69% dan sektor perdagangan dan jasa sebesar 12,51%. Selain itu, dapat dilihat Reksa Dana ini tidak berinvestasi pada sektor properti. Sedangkan berdasarkan kelompok papan pencatatan, Master Dinamis cenderung mengalokasikan dana investor pada saham papan utama sebesar 65,46%. Investasi pada papan pengembangan hanya sebesar 28,08% dan investasi dalam instrumen pasar uang sebesar 6,46%.

*Style* yang dihasilkan oleh *style analysis* cukup dapat menerangkan variasi *return* Reksa Dana Master Dinamis. Pada model sektor industri, 89,83% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style* dan hanya 10,17% yang dapat dijelaskan oleh *selection*. Sedangkan pada model papan pencatatan, 83,30% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style* dan ada 16,70% yang dapat dijelaskan oleh *selection*. Nilai *selection* yang cukup rendah, terutama dari model industri, diduga akibat manajer investasi lebih memilih strategi pasif sehingga tidak terlalu sering mengubah alokasi aset kelolaannya antar kelas faktor aset.

Dan seperti yang telah dikemukakan, ada dua *style drift*/ pergeseran *style* yang terjadi pada hampir semua Reksa Dana. Yang pertama terjadi pada Oktober-November 2007 di mana eksposur sektor properti berkurang tajam akibat penyebaran efek *subprime mortgage*. Dan *style drift* kedua terjadi pada Juli-Agustus 2008 di mana eksposur sektor keuangan/perbankan menurun drastis akibat efek domino dari *subprime mortgage* yaitu krisis keuangan yang efeknya juga terasa di Indonesia. *Rolling window* Master Dinamis menunjukkan dua *style drift* dengan jelas. Eksposur terhadap sektor properti berkurang secara drastis disusul dengan penurunan eksposur sektor keuangan. Sedangkan eksposur terhadap sektor infrastruktur, pertambangan dan industri dasar terus meningkat.

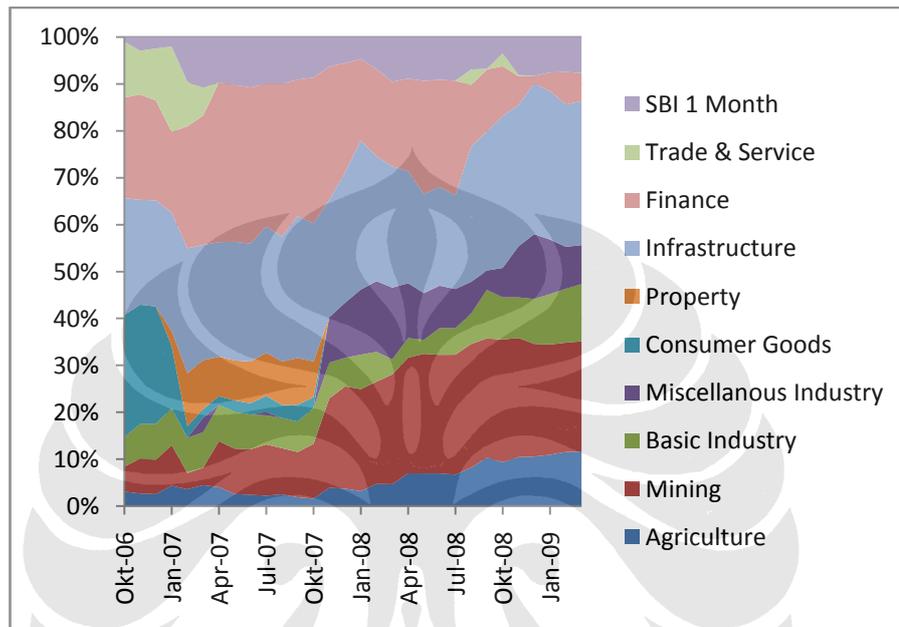
Dari *rolling window* panel B, Master Dinamis cenderung secara konsisten berinvestasi pada saham papan utama apapun kondisinya. Sama seperti Reksa Dana lainnya, proporsi saham papan pengembangan berkurang drastis dan alokasi investasi pada saham-saham papan utama meningkat tajam ketika pasar sedang *bearish*.

### 4. 3. 7. Eksposur Mawar Danareksa

**Gambar 4. 7. Mawar Danareksa, 30-Month Rolling Windows, Monthly**

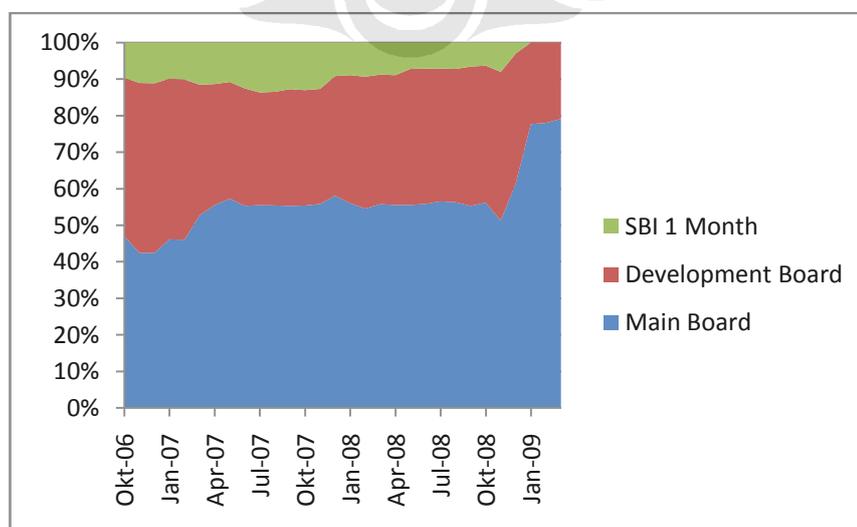
#### Panel a. *Industrial Exposures*

Grafik perubahan *style* Mawar periode Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model industri. Fungsinya untuk melihat perubahan tren investasi berdasarkan strategi industri saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna pada setiap sektor menunjukkan proporsi investasi terhadap sektor itu setiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



#### Panel b. *Board Exposures*

Grafik perubahan *style* Mawar periode Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model papan pencatatan. Fungsinya untuk melihat perubahan tren investasi saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna pada setiap kelompok papan menunjukkan proporsi investasi terhadap kelompok papan itu setiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



Mirip dengan Fortis Ekuitas, dan Master Dinamis, dari sisi sektoral, Danareksa Mawar secara rata-rata memiliki eksposur terbesar pada sektor infrastruktur sebesar 27,73% diikuti oleh sektor pertambangan sebesar 18,37% dan sektor keuangan sebesar 16,68%. Reksa Dana ini terkena eksposur dari semua sektor. Sedangkan berdasarkan kelompok papan pencatatan, Mawar mengalokasikan dana investor pada saham papan utama sebesar 69,57% dan investasi pada papan pengembangan hanya sebesar 26,73%. Kedua model menunjukkan eksposur aset pasar uang sebesar 3,70% - 3,80%.

*Style* yang dihasilkan oleh *style analysis* cukup dapat menerangkan variasi *return* Mawar. Pada model eksposur industri, 93,47% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style* dan hanya 6,53% yang dapat dijelaskan oleh *selection*. Sedangkan pada model papan pencatatan, 89,40% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style* dan hanya 10,60% yang dapat dijelaskan oleh *selection*. Dari hasil ini diduga bahwa manajer investasi lebih memilih untuk mengelola Reksa Dana-nya ke arah strategi pasif.

*Rolling window* kedua panel memperlihatkan gambaran perubahan *style* Danareksa Mawar. Panel A menunjukkan eksposur Mawar didominasi oleh sektor infrastruktur dengan alokasi yang semakin bertambah. Sama seperti Reksa Dana kebanyakan, eksposur sektor keuangan cenderung menurun, dan eksposur sektor properti, barang konsumsi serta perdagangan dan jasa dihilangkan. Penambahan eksposur secara minor terjadi pada sektor agrikultur, pertambangan, industri dasar dan aneka industri.

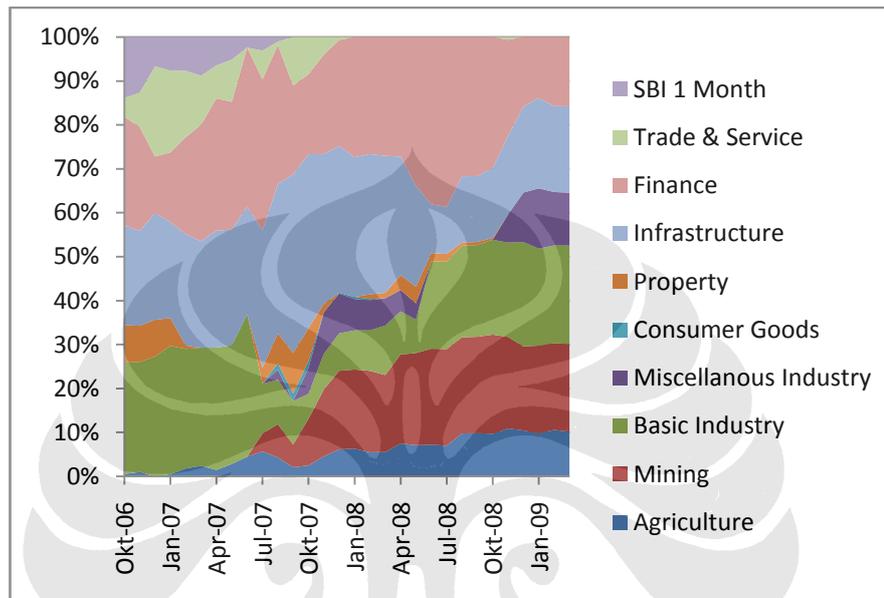
Sedangkan *rolling window* panel B menunjukkan Mawar Danareksa cenderung berinvestasi pada saham-saham fluktuatif ketika pasar sedang naik. Begitu pasar stabil dan menurun, proposi saham-saham fluktuatif menjadi turun dan manajer semakin meningkatkan alokasi investasinya pada saham-saham *blue chips* untuk meminimalisir risiko.

#### 4. 3. 8. Eksposur TRIM Kapital

Gambar 4. 8. *TRIM Kapital, 30-Month Rolling Windows, Monthly*

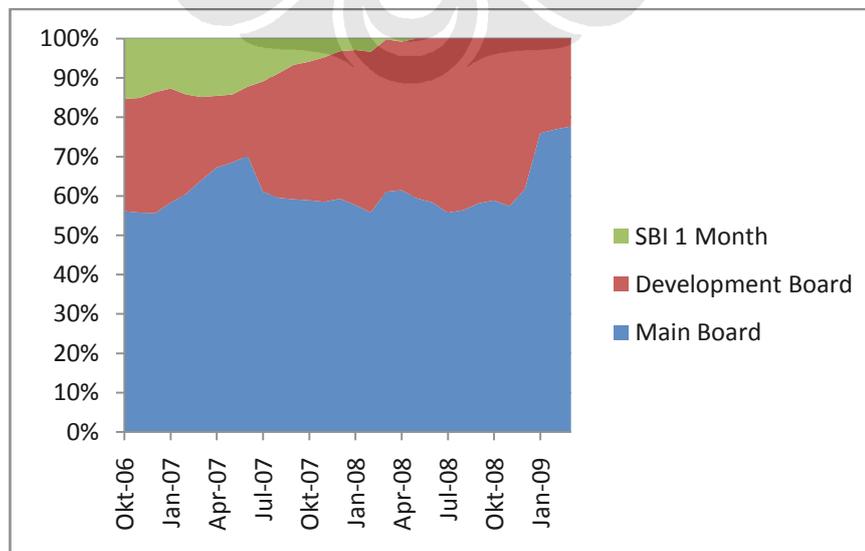
##### Panel a. *Industrial Exposures*

Grafik perubahan *style* TRIM periode Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model industri. Fungsinya untuk melihat perubahan tren investasi berdasarkan strategi industri saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna pada setiap sektor menunjukkan proporsi investasi terhadap sektor itu setiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



##### Panel b. *Board Exposures*

Grafik perubahan *style* TRIM periode Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model papan pencatatan. Fungsinya untuk melihat perubahan tren investasi saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna pada setiap kelompok papan menunjukkan proporsi investasi terhadap kelompok papan itu setiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



Berdasarkan sektor industri, rata-rata eksposur terbesar TRIM Kapital terletak pada sektor infrastruktur sebesar 24,86% diikuti oleh sektor industri dasar sebesar 22,52%. Selain itu, dapat dilihat Reksa Dana ini tidak berinvestasi pada SBI 1 bulan dan sektor barang konsumsi. Sedangkan berdasarkan kelompok papan pencatatan, TRIM cenderung mengalokasikan dana investor pada saham papan utama sebesar 75,28%. Investasi pada papan pengembangan hanya sebesar 24,72% dan tidak ada investasi dalam instrumen pasar uang.

*Style* yang dihasilkan oleh *style analysis* cukup dapat menerangkan variasi *return* Reksa Dana TRIM Kapital, walau tidak mencapai 90%. Pada model sektor industri, 87,86% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style* dan selisihnya 12,14% dapat dijelaskan oleh *selection*. Sedangkan pada model papan pencatatan, 82,86% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style* dan 17,14% dapat dijelaskan oleh *selection*. Dari hasil ini diduga bahwa manajer investasi lebih memilih untuk mengelola Reksa Dana-nya ke arah strategi pasif.

*Rolling window* kedua panel memperlihatkan gambaran perubahan *style* TRIM Kapital. Panel A menunjukkan eksposur TRIM didominasi oleh sektor infrastruktur dengan alokasi yang semakin bertambah. Sektor keuangan ternyata pernah menjadi eksposur utama Reksa Dana ini, tapi hanya sebelum krisis global. Sama seperti Reksa Dana kebanyakan, eksposur sektor properti, barang konsumsi serta perdagangan dan jasa berkurang menjadi nol. Seolah untuk mengantisipasi resesi perekonomian, eksposur sektor agrikultur, pertambangan, industri dasar dan aneka industri menjadi meningkat secara bersamaan pada periode itu.

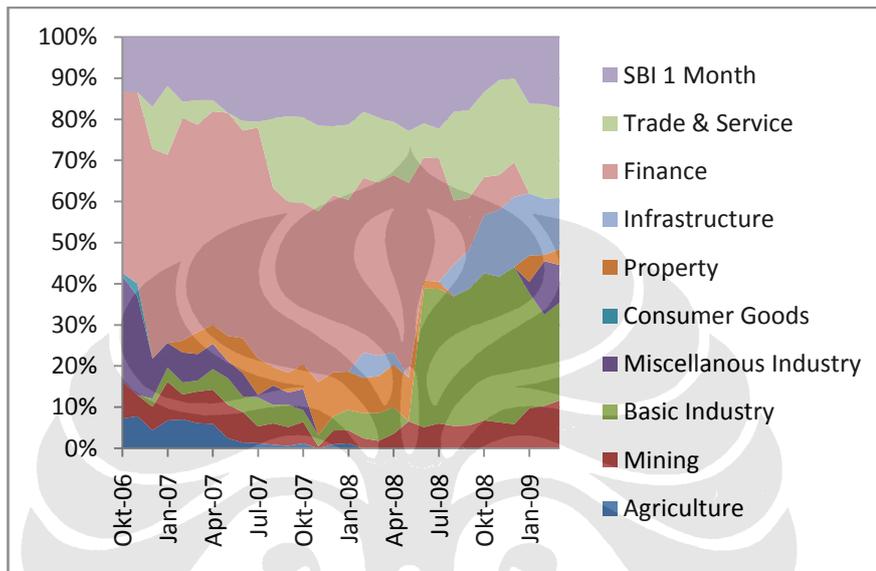
Dari *rolling window* panel B, TRIM cenderung secara konsisten berinvestasi pada saham papan utama apapun kondisi pasarnya. Sama seperti Reksa Dana lainnya, proporsi saham papan pengembangan berkurang drastis dan alokasi investasi pada saham-saham papan utama meningkat tajam ketika pasar sedang *bearish*. Mengenai alokasi pada SBI 1 bulan, kedua model menunjukkan TRIM sempat berinvestasi pada pasar uang tapi eksposurnya menghilang pada September 2007 sampai seterusnya, diduga karena *return* SBI saat itu tergolong rendah.

#### 4. 3. 9. Eksposur Nikko Saham Nusantara

**Gambar 4. 9. Nikko Saham Nusantara, 30-Month Rolling Windows, Monthly**

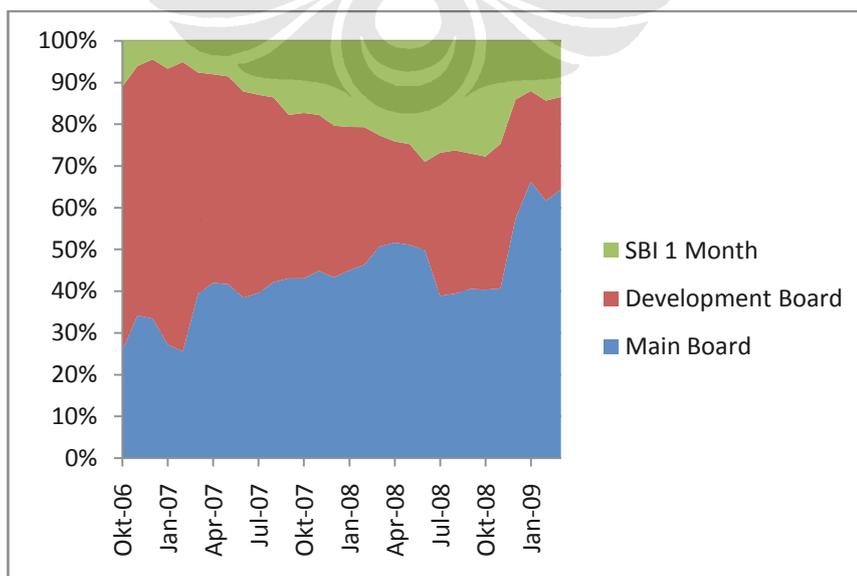
##### Panel a. *Industrial Exposures*

Grafik perubahan *style* Nikko Saham Nusantara periode Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model industri untuk melihat perubahan tren investasi dari segi strategi industri saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna setiap sektor menunjukkan proporsi investasi terhadap sektor itu setiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



##### Panel b. *Board Exposures*

Grafik perubahan *style* Nikko Saham Nusantara periode Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model papan pencatatan untuk melihat tren investasi saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna setiap kelompok papan menunjukkan proporsi investasi terhadap kelompok papan itu tiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



Dari segi pemilihan sektor industri, eksposur utama Nikko Saham Nusantara cenderung mirip dengan Dana Sentosa. Eksposur sektor infrastruktur-nya menjadi salah satu eksposur terendah, hanya 4,92%. Eksposur utama *fund* ini adalah sektor aneka industri dan sektor perdagangan dan jasa dengan proporsi masing-masing 18,97% dan 18,81%. Eksposur utama lain yang nilainya tidak begitu jauh adalah bukan sektor lain, melainkan aset pasar uang sebesar 17,25%.

Sedangkan berdasarkan kelompok papan pencatatan, Nikko Saham Nusantara menjadi satu-satunya Reksa Dana yang eksposur utamanya adalah saham papan pengembangan dengan 63,19%. Reksa Dana ini cukup berani mengambil risiko, apalagi di tengah kondisi *bearish*. Tidak seperti kebanyakan Reksa Dana, investasi pada papan utama hanya sebesar 25,73% dan investasi dalam pasar uang cukup tinggi, yaitu 11,08%.

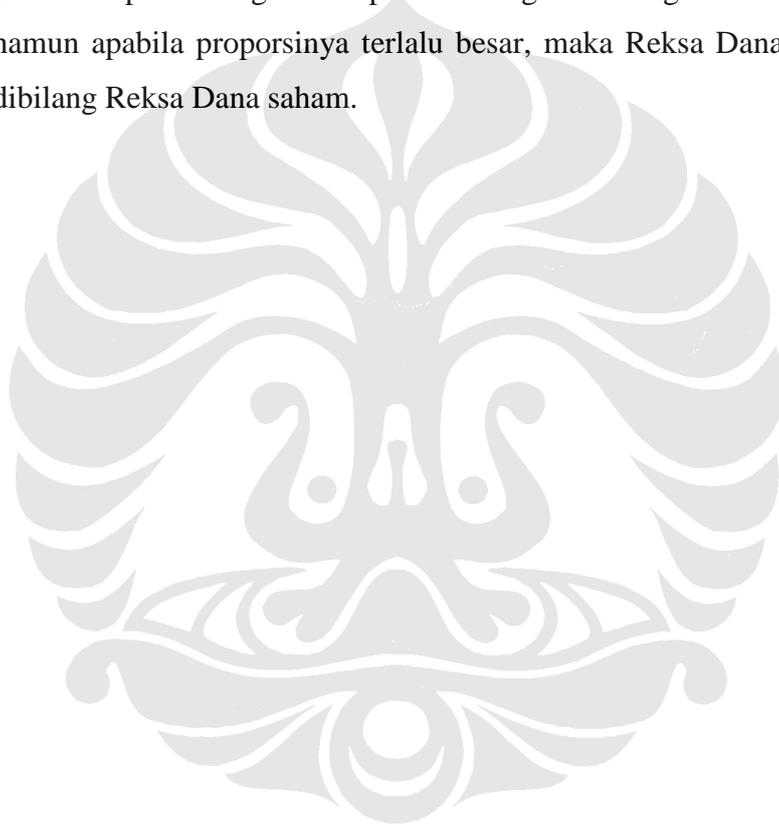
Dan lagi-lagi tidak seperti kebanyakan Reksa Dana lain, *style* yang dihasilkan oleh *style analysis* kurang begitu dapat menerangkan variasi *return* Reksa Dana BNI. Pada model sektor industri, 74,98% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style*. Sedangkan pada model papan pencatatan, 66,29% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style*. Dari hasil ini, karena nilai *style* cukup jauh dari 100% dan nilai *selection* cukup tinggi diduga bahwa manajer investasi lebih memilih untuk mengelola Reksa Dana-nya ke arah strategi aktif. Hal ini diperkuat dari nilai  $R^2$  per bulan yang juga rendah dari hasil *rolling window*.

*Rolling window* panel A menunjukkan pergeseran *style* Nikko Saham Nusantara. Secara keseluruhan, Nikko cukup berani mengambil risiko. Dari Oktober 2006-Juni 2008, eksposur sektor keuangan sangat besar, sampai melewati 50%. Begitu efek krisis mulai terasa, eksposur sektor tersebut menurun secara ekstrim menjadi 15% pada Agustus 2008 dan menjadi 0% pada Januari 2009. Bukannya memperbanyak eksposur pada sektor infrastruktur, Nikko malah meningkatkan eksposurnya pada sektor perdagangan dan jasa, properti, dan pasar uang. Hal menarik lainnya adalah eksposur pertambangan dan industri dasar meningkat tajam selama periode pasar *bearish*.

Sedangkan *rolling window* panel B menunjukkan Nikko sangat berfokus pada investasi berinstrumen saham papan pengembangan dengan proporsi di atas 60% ketika pasar sedang naik. Begitu pasar terkena krisis, proporsi saham papan

pengembangan menurun tajam sampai 30% dan manajer semakin meningkatkan alokasi investasi-nya pada SBI selama beberapa bulan, dan saham-saham papan utama dengan eksposur di atas 60% untuk menghindari risiko.

Akan tetapi, sama seperti Dana Sentosa, nilai *style* Dana Sentosa pada SBI 1 bulan cenderung melewati batas. Dari hasil *rolling window* kedua model, eksposur terhadap SBI cenderung mendekati 20% per bulan-nya, malah kadang melewati 20%-27%. Hal ini melanggar peraturan dasar Reksa Dana Saham di mana komposisi aset pasar uang maksimal 20%. Memang lebih aman berinvestasi pada aset pasar uang ketika pasar sedang menurung untuk meminimalisir risiko, namun apabila proporsinya terlalu besar, maka Reksa Dana tersebut tidak dapat dibilang Reksa Dana saham.

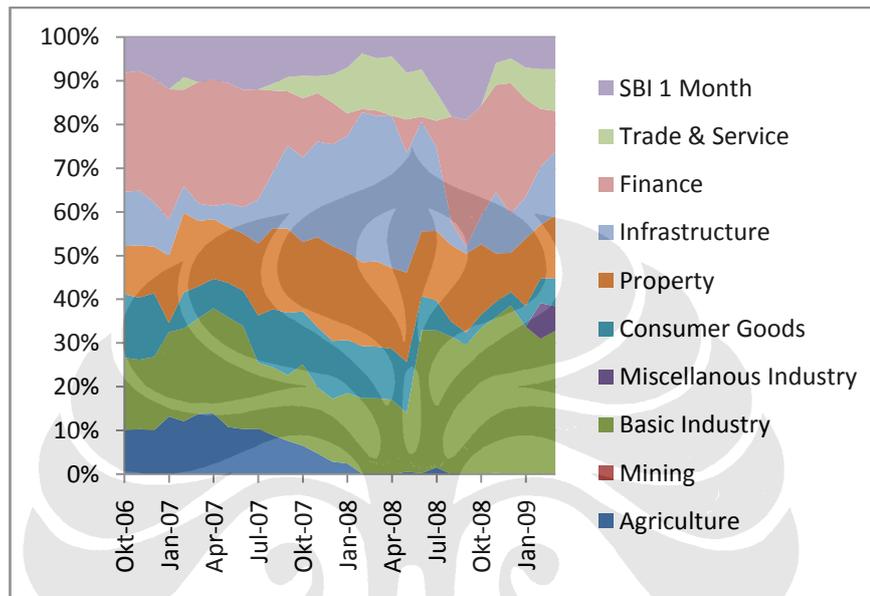


#### 4. 3. 10. Eksposur Panin Dana Maksima

Gambar 4. 10. *Panin Dana Maksima, 30-Month Rolling Windows, Monthly*

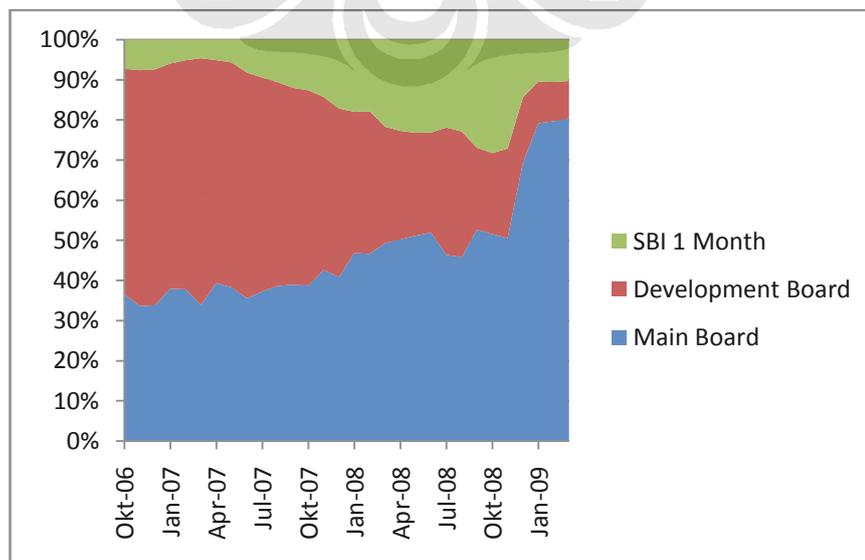
##### Panel a. *Industrial Exposures*

Grafik perubahan *style* Panin Dana Maksima periode Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model industri untuk melihat perubahan tren investasi dari segi strategi industri saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna setiap sektor menunjukkan proporsi investasi terhadap sektor itu setiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



##### Panel b. *Board Exposures*

Grafik perubahan *style* Panin Dana Maksima periode Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model papan pencatatan untuk melihat perubahan tren investasi saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna setiap kelompok papan menunjukkan proporsi investasi pada kelompok papan itu tiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



Berdasarkan sektor industri, rata-rata eksposur terbesar Panin Dana Maksima terletak pada sektor industri besar sebesar 25,93% diikuti oleh tiga sektor dengan nilai eksposur yang berdekatan, yaitu sektor infrastruktur sebesar 15,64%, sektor keuangan sebesar 14,95%, dan sektor properti sebesar 14,08%. Selain itu, dapat dilihat Reksa Dana ini tidak terkena eksposur dari sektor pertambangan. Dan eksposur-nya terhadap sektor barang konsumsi bernilai terbesar di antara semua Reksa Dana, yaitu 10,77%. Sedangkan berdasarkan kelompok papan pencatatan, Panin cenderung mengalokasikan dana investor pada saham papan utama sebesar 75,28% dibandingkan eksposur terhadap papan pengembangan yang hanya sebesar 24,72%.

*Style* yang dihasilkan oleh *style analysis* cukup dapat menerangkan variasi *return* Panin, walau tidak mencapai 90%. Pada model sektor industri, 88,16% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style* dan selisihnya 11,84% dapat dijelaskan oleh *selection*. Sedangkan pada model papan pencatatan, 77,63% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style* dan 22,37% dapat dijelaskan oleh *selection*. Dari hasil ini diduga bahwa manajer investasi lebih memilih untuk mengelola Reksa Dana-nya ke arah strategi pasif.

*Rolling window* panel memperlihatkan gambaran *style drift* yang cukup tajam pada Panin. Pada fase *bullish*, sektor keuangan, properti, barang konsumsi, dan infrastruktur memegang eksposur utama. Tapi, begitu masuk fase *bearish*, eksposur semua sektor menurun dan eksposur industri dasar meningkat tajam. Dan dari *rolling window* panel B, Panin cenderung berinvestasi pada saham papan pengembangan ketika pasar sedang naik. Investasi pada papan utama pada saat itu hanya sekitar 30%. Tapi, sama seperti Reksa Dana lainnya, proporsi saham papan pengembangan berkurang drastis dan alokasi investasi pada saham-saham papan utama meningkat tajam sampai 80% ketika pasar sedang *bearish*.

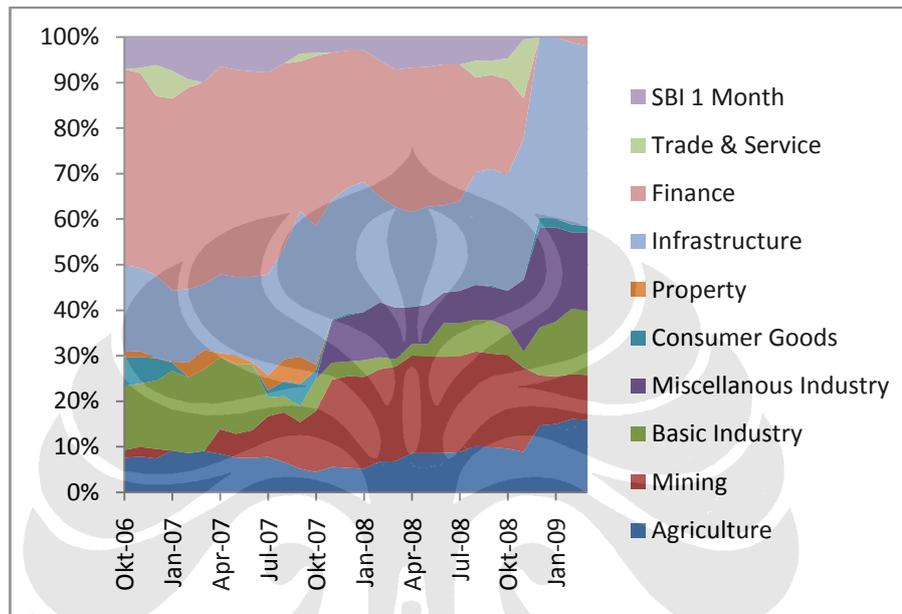
Satu hal yang menjadi ciri khas Reksa Dana ini adalah eksposur-nya terhadap aset pasar uang. Berdasarkan pengamatan, Panin secara konsisten berinvestasi pada SBI 1 bulan walaupun kadang proporsinya sampai mendekati batas 20%. Perubahan nilai eksposur Panin terhadap SBI 1 bulan mengikuti pola *return* tahunan yang ditawarkan SBI tersebut per bulan-nya. Apabila tingkat suku bunga naik, eksposurnya meningkat. Demikian juga sebaliknya.

### 4. 3. 11. Eksposur Phinisi Dana Saham

Gambar 4. 11. *Phinisi Dana Saham, 30-Month Rolling Windows, Monthly*

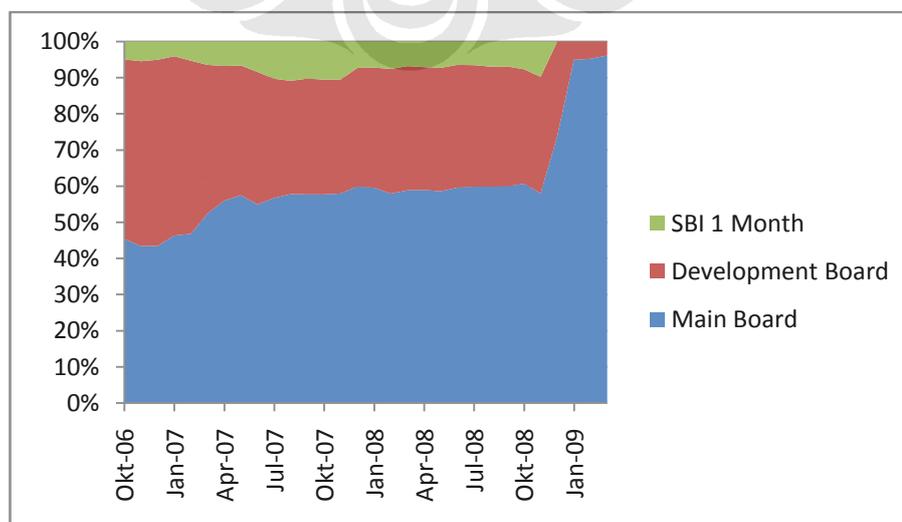
#### Panel a. *Industrial Exposures*

Grafik perubahan *style* Phinisi periode Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model industri. Fungsinya untuk melihat perubahan tren investasi dari segi strategi industri saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna pada setiap sektor menunjukkan proporsi investasi terhadap sektor itu setiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



#### Panel b. *Board Exposures*

Grafik perubahan *style* Phinisi periode Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model papan pencatatan. Fungsinya untuk melihat perubahan tren investasi saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna pada setiap kelompok papan menunjukkan proporsi investasi terhadap kelompok papan itu setiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



Berdasarkan sektor industri, rata-rata eksposur terbesar Phinisi Dana Saham terletak pada sektor infrastruktur sebesar 30,27% diikuti oleh sektor keuangan sebesar 17,43% dan sektor aneka industri sebesar 14,58%. Selain itu, dapat dilihat Reksa Dana ini tidak terkena eksposur dari sektor properti dan memiliki eksposur yang sangat minim untuk sektor barang konsumsi dan sektor perdagangan dan jasa. Sedangkan berdasarkan kelompok papan pencatatan, 87,21% dialokasikan pada saham papan utama dan sisanya dialokasikan pada saham papan pengembangan. Tidak ada eksposur dari SBI 1 bulan.

Dari segi *style analysis*, model cukup dapat menerangkan variasi *return* Phinisi. Pada model sektor industri, 92,96% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style* dan selisihnya 7,04% dijelaskan oleh *selection*. Sedangkan pada model papan pencatatan, 87,38% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style* dan berarti sisanya, 12,62% dapat dijelaskan oleh *selection*. Nilai *selection* yang cukup rendah, terutama dari model industri, diduga akibat manajer investasi lebih memilih strategi pasif sehingga tidak terlalu sering mengubah alokasi aset kelolaannya antar kelas faktor aset.

*Rolling window* panel industri menunjukkan *style drift* Phinisi yang secara garis besar mirip dengan Reksa Dana kebanyakan. Sama seperti yang dialami Reksa Dana lain, sebelum krisis, sektor keuangan menjadi pilihan investasi utama. Begitu krisis datang, eksposur utama digantikan oleh sektor infrastruktur. Phinisi mengurangi investasinya pada sektor properti. Sementara proporsi sektor agrikultur, pertambangan, industri dasar, dan aneka industri menunjukkan tren meningkat tapi tidak sebesar infrastruktur. Sektor-sektor lain selain yang telah disebutkan umumnya hanya mengalami perubahan minor.

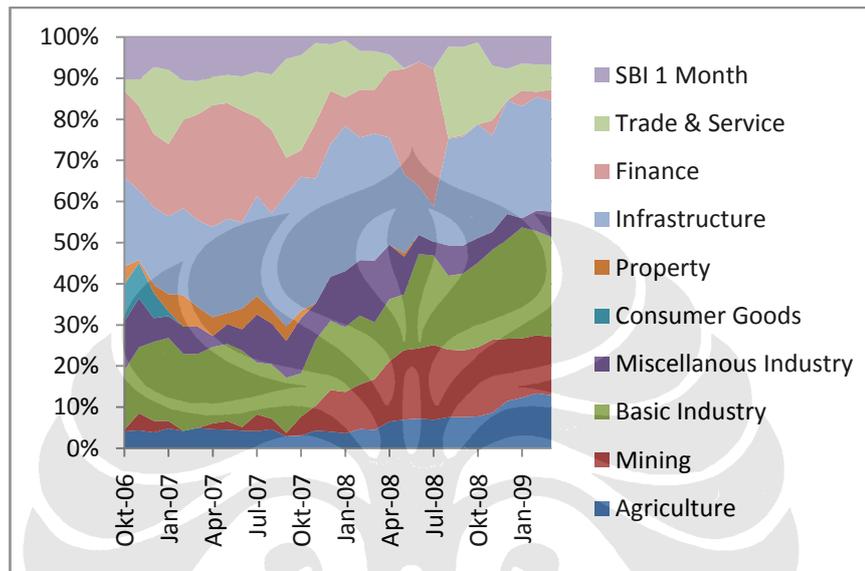
Sedangkan dari *rolling window* panel papan pencatatan, awalnya Phinisi berinvestasi pada saham papan pengembangan ketika pasar sedang naik, dengan proporsi yang agak berimbang dengan saham papan utama. Namun, perlahan alokasi investasi terhadap saham papan utama semakin meningkat sampai di atas 90%, menunjukkan indikasi bahwa berinvestasi pada saham papan pengembangan bukan pilihan yang tepat ketika krisis tengah berlangsung.

### 4. 3. 12. Eksposur Rencana Cerdas

**Gambar 4. 12. Rencana Cerdas, 30-Month Rolling Windows, Monthly**

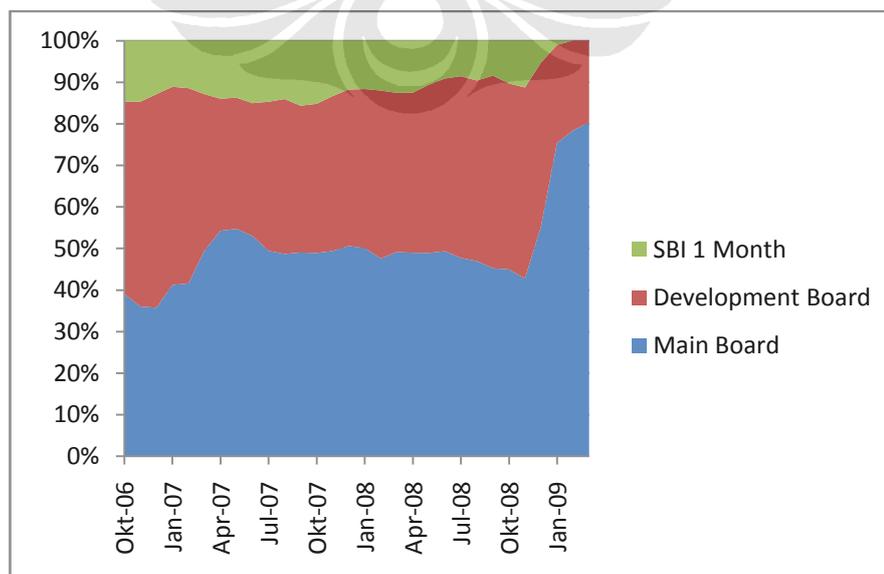
#### Panel a. *Industrial Exposures*

Grafik perubahan *style* Reksa Dana periode Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model industri. Fungsinya untuk melihat perubahan tren investasi dari segi strategi industri saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna pada setiap sektor menunjukkan proporsi investasi terhadap sektor itu setiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



#### Panel b. *Board Exposures*

Grafik perubahan *style* Reksa Dana periode Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model papan pencatatan. Fungsinya untuk melihat perubahan tren investasi saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna pada setiap kelompok papan menunjukkan proporsi investasi terhadap kelompok papan itu setiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



Dilihat dari sektor industri, rata-rata eksposur terbesar Rencana Cerdas terletak pada sektor infrastruktur sebesar 25,07% diikuti oleh sektor industri dasar sebesar 18,74% dan sektor perdagangan dan jasa sebesar 13,83%. Selain itu, dapat dilihat Reksa Dana ini tidak terkena eksposur dari sektor properti dan sektor barang konsumsi. Eksposur terhadap aset pasar uang hanya sebesar 4,90%. Sedangkan dari kelompok papan pencatatan, 70,25% dialokasikan pada saham papan utama dan 25,18% dialokasikan pada saham papan pengembangan. Eksposur terhadap SBI 1 bulan berdasarkan model papan hanya sebesar 4,56%.

Dari segi *style analysis*, model cukup dapat menerangkan variasi *return* Phinisi. Pada model sektor industri, 91,27% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style* dan selisihnya 8,73% dijelaskan oleh *selection*. Sedangkan pada model papan pencatatan, 84,36% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style* dan 15,64% dapat dijelaskan oleh *selection*. Dari hasil ini diduga bahwa manajer investasi lebih memilih untuk mengelola Reksa Dana-nya ke arah strategi pasif.

*Rolling window* panel industri menunjukkan *style drift* Rencana Cerdas yang secara garis besar mirip dengan Reksa Dana kebanyakan. Sama seperti yang dialami Reksa Dana lain, sebelum krisis, eksposur investasi utama adalah sektor keuangan. Begitu krisis datang, eksposur utama digantikan oleh sektor infrastruktur dan industri dasar. Sektor keuangan menurun drastis dari 30% menjadi hanya dibawah 1%. Rencana Cerdas mengurangi investasinya pada sektor properti. Sementara proporsi sektor agrikultur, pertambangan, industri dasar, dan aneka industri menunjukkan tren meningkat tapi tidak sebesar infrastruktur. Sedangkan sektor perdagangan dan jasa menunjukkan tingkat eksposur yang bervolatilitas.

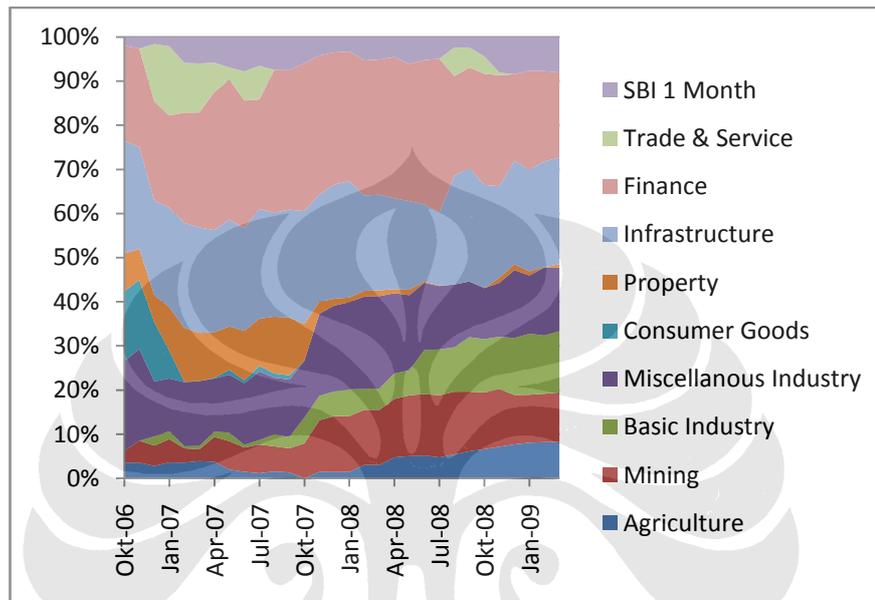
Sedangkan dari *rolling window* panel papan pencatatan, awalnya Rencana Cerdas berinvestasi pada saham papan pengembangan ketika pasar sedang naik, dengan proporsi yang agak berimbang dengan saham papan utama. Namun, perlahan alokasi investasi terhadap saham papan utama semakin meningkat sampai di atas 70%, menunjukkan indikasi bahwa berinvestasi pada saham papan pengembangan bukan pilihan yang tepat ketika krisis tengah berlangsung. Karakteristik *style* Rencana Cerdas ini secara keseluruhan mirip Phinisi Dana Saham, tapi bedanya unsur SBI 1 bulan lebih berperan dalam Rencana Cerdas.

#### 4. 3. 13. Eksposur Schroder Dana Prestasi Plus

Gambar 4. 13. *Schroder Dana Prestasi Plus, 30-Month Rolling Windows*

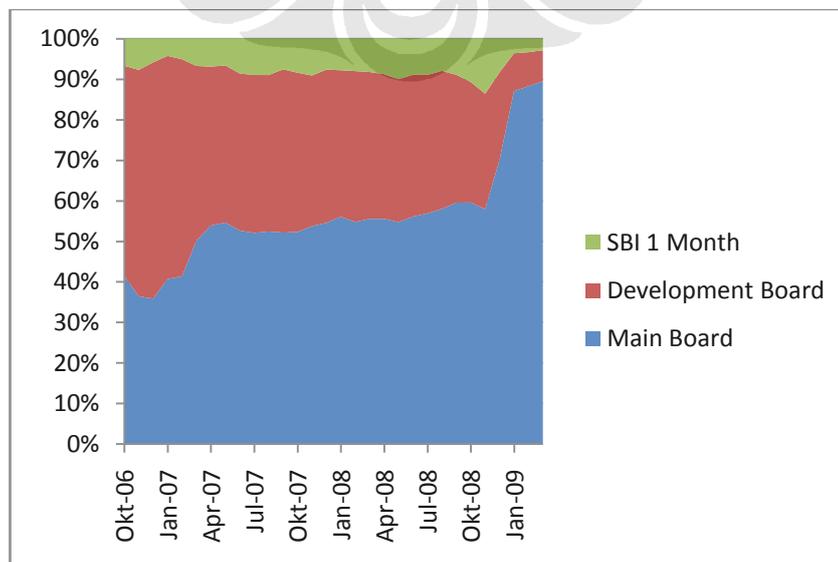
##### Panel a. *Industrial Exposures*

Grafik perubahan *style* Schroder Dana Prestasi Plus periode Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model industri untuk melihat perubahan tren investasi dari segi strategi industri saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna setiap sektor menunjukkan proporsi investasi terhadap sektor itu setiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



##### Panel b. *Board Exposures*

Grafik perubahan *style* Schroder Dana Prestasi Plus periode Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model papan pencatatan untuk melihat perubahan tren investasi saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna setiap kelompok papan menunjukkan proporsi investasi terhadap kelompok papan itu setiap bulannya. Pengolahan data memakai Solver Excel.



Schroder Dana Prestasi Plus secara garis besar mirip Manulife Dana Saham. Reksa Dana ini terkena eksposur dari semua faktor dengan eksposur terbesar terletak pada sektor infrastruktur dan keuangan dengan proporsi yang nyaris sama, yaitu 23,19% dan 22,24%. Sedangkan berdasarkan kelompok papan pencatatan, Schroder cenderung mengalokasikan dana investor pada saham papan utama sebesar 78,04%. Proporsi investasi pada papan pengembangan hanya sebesar 15,75%. Investasi dalam instrumen pasar uang dari kedua model memberikan proporsi antara 4,90% sampai 6,21%.

*Style* yang dihasilkan oleh *style analysis* cukup dapat menerangkan variasi *return* Schroder Dana Prestasi Plus. Pada model sektor industri, 95,87% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style* dan hanya 4,13% yang dapat dijelaskan oleh *selection*. Sedangkan pada model papan pencatatan, 87,71% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style* dan hanya 12,29% yang dapat dijelaskan oleh *selection*. Nilai *selection* yang cukup rendah ini diduga akibat manajer investasi lebih memilih strategi pasif sehingga tidak terlalu sering mengubah alokasi aset kelolaannya antar kelas faktor aset.

*Rolling window* kedua panel di atas memperlihatkan gambaran perubahan *style* dari Schroder. Panel A menunjukkan seperti Manulife, secara umum dari waktu ke waktu, Schroder cenderung setia pada sektor infrastruktur dan keuangan. Alokasi sektor infrastruktur cenderung stabil dalam jangkauan 20%-25% dalam kondisi ekonomi apapun. Sedangkan eksposur keuangan terus berkurang namun tetap mendominasi dalam jangkauan di atas 20%. *Style drift* yang terjadi hanyalah menghilangnya eksposur properti, barang konsumsi, dan perdagangan dan jasa disertai meningkatnya eksposur agrikultur, pertambangan, industri dasar dan aneka industri. Selebihnya, *style* cenderung stabil.

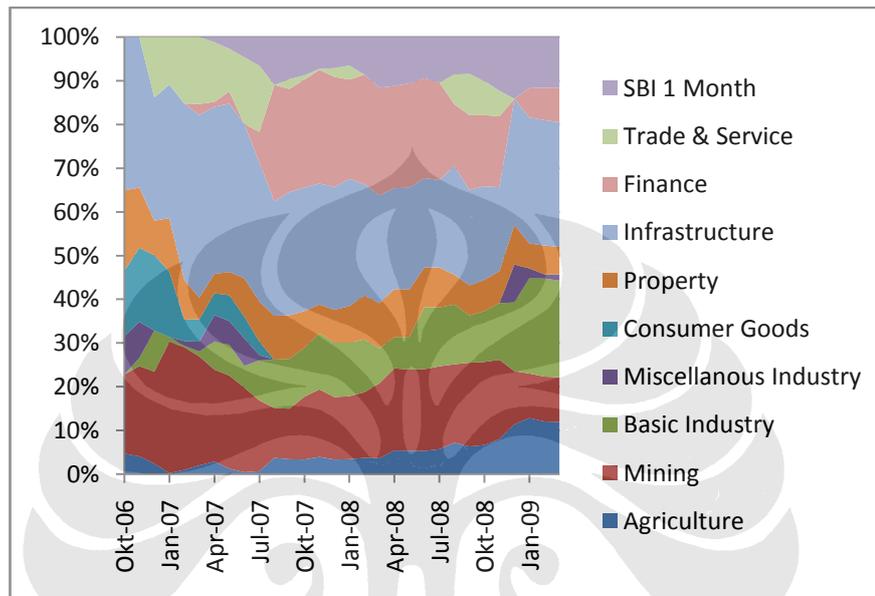
Sedangkan dari perkembangan investasi pada kelompok papan pencatatan seperti yang ditunjukkan *rolling window* panel B, terlihat Schroder awalnya mengutamakan saham papan pengembangan. Tapi pada periode krisis global, Schroder mengambil posisi aman dengan beralih fokus kepada saham *blue chips*. Secara keseluruhan, dari semua Reksa Dana, Schroder menunjukkan pergerakan *style* yang paling stabil.

#### 4. 3. 14. Eksposur Si Dana Saham

Gambar 4. 14. *Si Dana Saham, 30-Month Rolling Windows, Monthly*

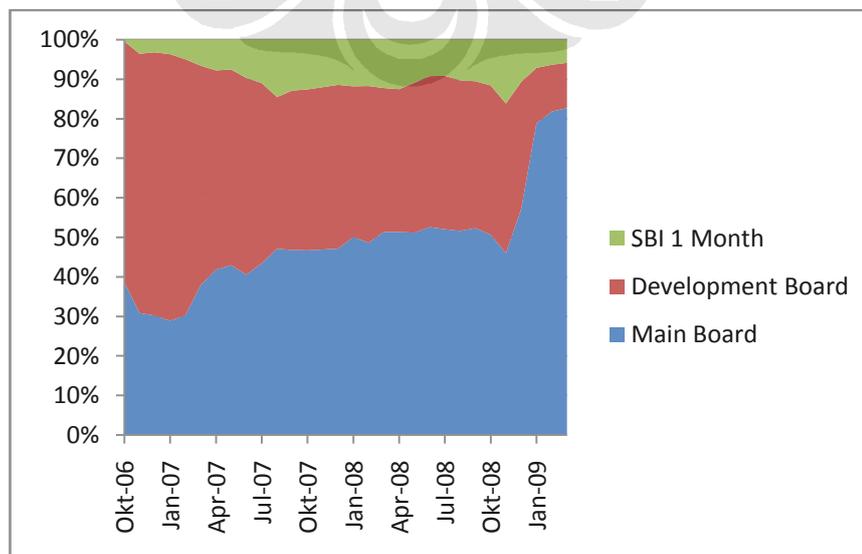
##### Panel a. *Industrial Exposures*

Grafik perubahan *style* Si Dana Saham periode Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model industri untuk melihat perubahan tren investasi dari segi strategi industri pada saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna pada setiap sektor menunjukkan proporsi investasi terhadap sektor itu setiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



##### Panel b. *Board Exposures*

Grafik perubahan *style* Si Dana Saham periode Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model papan pencatatan untuk melihat perubahan tren investasi saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna pada setiap kelompok papan menunjukkan proporsi investasi terhadap kelompok papan itu setiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



Setiap manajer investasi memiliki preferensi yang berbeda. Keadaan Si Dana Saham seolah menegaskan hal ini. Secara garis besar. Reksa Dana ini dapat dibilang Reksa Dana Infrastruktur. Alasannya adalah eksposur dari sektor infrastruktur terhadap Reksa Dana ini begitu besar, 33,12%, terbesar di antara semua Reksa Dana. Eksposur terbesar kedua adalah sektor industri dasar sebesar 12,57%. Si Dana Saham tidak terkena eksposur dari sektor perdagangan dan jasa. Unikny, Si Dana Saham memiliki eksposur yang besar terhadap sektor properti, sebesar 12,34%. Sedangkan berdasarkan kelompok papan pencatatan, Si Dana Saham cenderung mengalokasikan dana investor pada saham papan utama sebesar 73,68%. Proporsi investasi pada papan pengembangan hanya sebesar 19,83%.

*Style* yang dihasilkan oleh *style analysis* cukup dapat menerangkan variasi *return* Si Dana Saham. Pada model sektor industri, 90,06% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style* dan hanya 9,94% yang dapat dijelaskan oleh *selection*. Sedangkan pada model papan pencatatan, 84,84% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style* dan hanya 15,16% yang dapat dijelaskan oleh *selection*. Nilai *selection* yang masih terbilang rendah ini diduga akibat manajer investasi lebih memilih strategi pasif sehingga tidak terlalu sering mengubah alokasi aset kelolaannya antar kelas faktor aset.

*Rolling window* kedua panel di atas memperlihatkan gambaran perubahan *style* dari Si Dana Saham. Dari strategi industri seperti yang ditunjukkan oleh Panel A, sektor infrastruktur secara konsisten memegang eksposur terbesar. Sama seperti Reksa Dana lain, eksposur sektor keuangan mengalami perubahan drastis, demikian juga dengan sektor *consumer goods, trade & service*, pertambangan dan aneka industri. Unikny adalah manajer investasi ini tampak berminat pada sektor properti dengan memberikan eksposur yang konsisten. Hal ini unik mengingat hampir semua Reksa Dana tidak ingin terkena eksposur dari sektor ini.

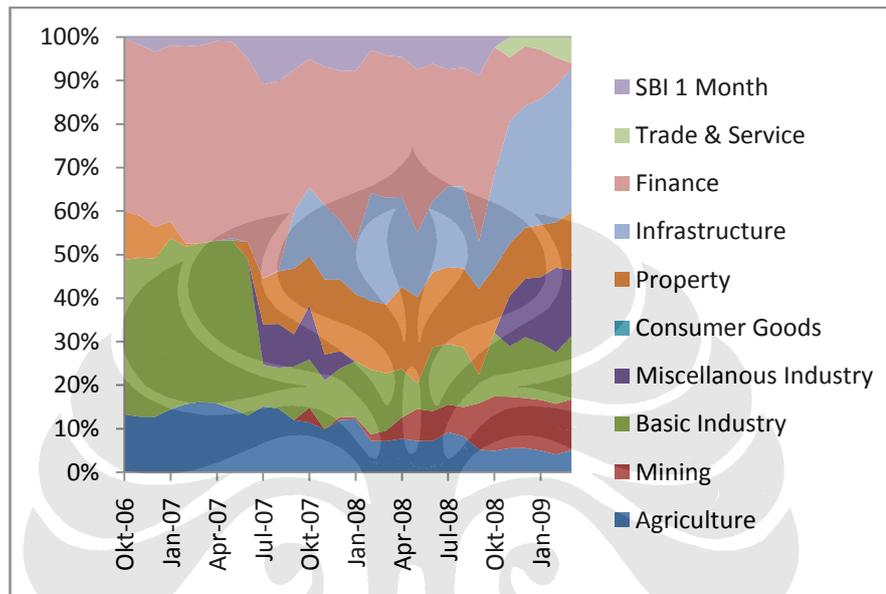
Sedangkan dari perkembangan investasi pada kelompok papan pencatatan seperti yang ditunjukkan *rolling window* panel B, sama seperti Schroder, terlihat Si Dana Saham awalnya mengutamakan saham papan pengembangan. Tapi pada periode krisis global, Si Dana Saham mengambil posisi aman dengan beralih fokus kepada saham *blue chips*.

#### 4. 3. 15. Eksposur Platinum Saham

Gambar 4. 15. *Platinum Saham, 30-Month Rolling Windows, Monthly*

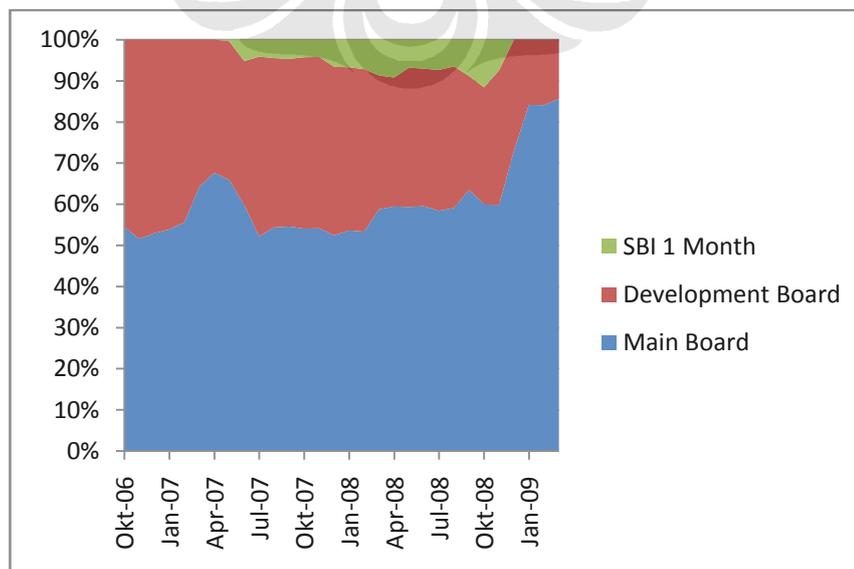
##### Panel a. *Industrial Exposures*

Grafik perubahan *style* Platinum periode Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model industri. Tujuannya untuk melihat perubahan tren investasi berdasarkan strategi industri saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna pada setiap sektor menunjukkan proporsi investasi terhadap sektor itu setiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



##### Panel b. *Board Exposures*

Grafik perubahan *style* Platinum periode Oktober 2006-Maret 2009 berdasarkan model papan pencatatan. Tujuannya untuk melihat perubahan tren investasi saat pasar *bullish* dan *bearish*. Warna pada setiap kelompok papan menunjukkan proporsi investasi terhadap kelompok papan itu setiap bulannya. Pengolahan data dilakukan dengan Solver Excel.



Platinum Saham secara garis besar mirip dengan Dana Sentosa. Reksa Dana ini tidak begitu menyukai sektor infrastruktur. Alokasi terbesar terletak pada sektor industri dasar sebesar 22,47%, sektor keuangan sebesar 22,22%, dan sektor properti sebesar 15,34%. Sedangkan berdasarkan kelompok papan pencatatan, Schroder cenderung mengalokasikan dana investor pada saham papan utama sebesar 77,80%. Proporsi investasi pada papan pengembangan hanya sebesar 22,20%. Tidak ada investasi dalam instrumen pasar uang (SBI) dari kedua model.

*Style* yang dihasilkan oleh *style analysis* cukup dapat menerangkan variasi *return* Platinum. Pada model sektor industri, 86,26% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style* dan hanya 13,74% yang dapat dijelaskan oleh *selection*. Sedangkan pada model papan pencatatan, 80,42% variasi *return* dapat dijelaskan oleh *style* dan hanya 19,58% yang dapat dijelaskan oleh *selection*. Dari nilai *style* tersebut, Platinum Saham belum dapat dikatakan menerapkan strategi aktif.

*Rolling window* kedua panel di atas memperlihatkan gambaran perubahan *style* dari Platinum. Panel A menunjukkan Platinum Saham begitu selektif dalam memiliki sektor saham. Pada kondisi pasar *bullish*, Platinum hanya berinvestasi pada 4 sektor, yaitu agrikultur, industri dasar, keuangan, dan perdagangan dan jasa. Eksposur sektor keuangan bahkan sampai mencapai 45% pada saat itu. Begitu pasar *bearish*, Platinum kemudian melakukan diversifikasi kepada hampir semua sektor industri. Sampai pada tahun 2009 sektor infrastruktur memiliki eksposur terbesar.

Sedangkan dari perkembangan investasi pada kelompok papan pencatatan seperti yang ditunjukkan *rolling window* panel B, dalam kondisi pasar apapun, Platinum Saham tetap mengambil posisi aman dengan memilih saham papan utama dengan proporsi di atas 50%. Memasuki tahun 2009, proporsi saham-saham papan utama ini mencapai 80%. Seiring dengan menurunnya suku bunga, aset pasar uang pun menurun.

*Catatan: Untuk mengecek validitas estimasi eksposur kelas aset yang dimodelkan penelitian ini kepada setiap Reksa Dana, situs portalreksadana.com menampilkan komposisi terkini setiap portofolio Reksa Dana. Tapi, komposisi tersebut tidak melampirkan proporsi secara spesifik dan tidak disajikan secara historis.*

#### 4. 4. Evaluasi Kinerja Reksa Dana

Analisis berikutnya adalah evaluasi kinerja Reksa Dana dengan parameter dua *benchmark* yang dihasilkan pada metode sebelumnya. Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, model *style* yang telah dihasilkan, selain berguna untuk melihat eksposur masing-masing kelas aset, juga berguna untuk membentuk sebuah portofolio patokan/*benchmark*, dimana koefisien setiap kelas aset dalam model mencerminkan proporsi efektif kelas aset itu sendiri dalam membentuk portofolio yang mencerminkan gaya investasi *style* manajer investasi itu sendiri. Eksposur yang merupakan hasil metode *style analysis* pada bagian sebelumnya merupakan *style* manajer investasi Reksa Dana itu sendiri karena pola *return* eksposur tersebut mirip dengan pola *return* Reksa Dana. Yang membedakan adalah pandangan manajer terhadap pola investasi ini, yaitu mengikuti pola investasi tersebut atau berusaha mengungguli pola investasi itu. Perbedaan ini mendasari pemilihan strategi pasif dan aktif.

Manajer investasi yang memiliki strategi pasif akan memberikan *return* yang sesuai dengan *style* (gaya investasi). Sedangkan manajer investasi yang memiliki gaya investasi aktif akan memberikan *return* sesuai gaya investasi dan berusaha memberikan *return* tambahan sesuai dengan keahliannya dalam melakukan seleksi sekuritas untuk mengungguli pasar/indeks. Sehingga investor akan melihat nilai lebih dari suatu produk Reksa Dana dan tertarik dengan produk Reksa Dana itu. Tentunya manajer yang berkinerja baik adalah manajer yang berhasil menerapkan strategi aktif dan mampu menghasilkan *selection return* jauh di atas nol atau *return* aktual yang jauh di atas *return style*-nya. Namun, adakalanya strategi aktif tersebut tidak berhasil dijalankan sehingga nilai *selection return*-nya negatif. Apabila manajer gagal menjalankan strategi aktif, investor justru menjadi lebih tertarik dengan manajer yang menjalankan strategi pasif.

Kinerja reksa dana diukur dengan mengurangkan rata-rata *return* Reksa Dana aktual dengan rata-rata *return* dari strategi pasif. Rata-rata selisih *return* tersebut dihitung untuk tiap bulan beserta standar deviasinya. *T-value* juga dihitung untuk menentukan signifikansi dari rata-rata selisih *return* tersebut. Tabel 4.4. memberikan hasil berdasarkan dua *benchmark* yang berbeda, yaitu *benchmark* dari model industri dan *benchmark* dari model papan pencatatan.

**Tabel 4. 4. Rata-rata Selection Return bulanan Reksa Dana**

Tabel ini menunjukkan angka rata-rata *selection return* bulanan per Reksa Dana. *Selection return* didapat dari selisih antara *return* aktual Reksa Dana dengan *return benchmark* setiap Reksa Dana dalam model  $\tilde{e}_i = \tilde{R}_i - [b_{i1}\tilde{F}_1 + b_{i2}\tilde{F}_2 + \dots + b_{in}\tilde{F}_n]$ . Observasi dilakukan selama 30 bulan (Oktober 2006-April 2009).

**Panel a. Fund versus Industrial Benchmark**

NO	Reksa Dana	Rata-rata Selection Return per bulan	Standar Deviasi per bulan	t-value	Signifikan pada $\alpha = 5\%$ ?
1	Bahana Dana Prima	-0,141%	0,088%	-0,259	tidak
2	BNI Berkembang	-2,894%	0,159%	-3,979	signifikan
3	Fortis Ekuitas	0,793%	0,059%	1,785	tidak
4	Dana Sentosa	-1,324%	0,218%	-1,555	tidak
5	Manulife Dana Saham	0,514%	0,036%	1,493	tidak
6	Master Dinamis	0,241%	0,120%	0,38	tidak
7	Mawar Danareksa	0,216%	0,086%	0,404	tidak
8	TRIM Kapital	0,118%	0,085%	0,221	tidak
9	Nikko Saham Nusantara	-0,641%	0,300%	-0,641	tidak
10	Panin Dana Maksima	0,143%	0,144%	0,206	tidak
11	Phinisi Dana Saham	0,460%	0,090%	0,839	tidak
12	Rencana Cerdas	0,642%	0,096%	1,133	tidak
13	Schroder Dana Prestasi Plus	0,527%	0,043%	1,387	tidak
14	Si Dana Saham	-0,374%	0,122%	-0,586	tidak
15	Platinum Saham	-0,949%	0,137%	-1,406	tidak
<b>Rata-Rata</b>		<b>-0,178%</b>	<b>0,119%</b>		

**Panel b. Fund versus Board Benchmark**

NO	Reksa Dana	Rata-rata Selection Return per bulan	Standar Deviasi per bulan	t-value	Signifikan pada $\alpha = 5\%$ ?
1	Bahana Dana Prima	0,030%	0,141%	0,044	tidak
2	BNI Berkembang	-3,815%	0,157%	-5,272	signifikan
3	Fortis Ekuitas	0,932%	0,109%	1,547	tidak
4	Dana Sentosa	-2,125%	0,219%	-2,487	signifikan
5	Manulife Dana Saham	0,439%	0,055%	1,023	tidak
6	Master Dinamis	0,280%	0,127%	0,43	tidak
7	Mawar Danareksa	0,174%	0,088%	0,32	tidak
8	TRIM Kapital	0,631%	0,100%	1,092	tidak
9	Nikko Saham Nusantara	-1,387%	0,261%	-1,489	tidak
10	Panin Dana Maksima	-0,561%	0,207%	-0,676	tidak
11	Phinisi Dana Saham	0,307%	0,175%	0,402	tidak
12	Rencana Cerdas	0,437%	0,122%	0,686	tidak
13	Schroder Dana Prestasi Plus	0,259%	0,082%	0,497	tidak
14	Si Dana Saham	-0,276%	0,148%	-0,394	tidak
15	Platinum Saham	-1,033%	0,173%	-1,361	tidak
<b>Rata-Rata</b>		<b>-0,381%</b>	<b>0,144%</b>		

Pada pembahasan *rolling window*, dua belas Reksa Dana diduga menjalankan strategi pasif. Namun, tabel 4.4 menunjukkan bahwa ke-12 Reksa Dana tersebut memiliki rata-rata *selection return* yang tidak sama dengan nol, menunjukkan bahwa para manajer tersebut tidak sepenuhnya menjalankan strategi pasif, tapi juga menjalankan strategi aktif, walau dengan porsi yang minor.

Dari panel *fund versus industrial benchmark*, terlihat sembilan Reksa Dana berhasil mengungguli *style*-nya, menandakan sebagian besar manajer investasi sudah mampu membaca arah pergerakan pasar. Namun demikian, berdasarkan *t-value* dengan *confidence level* 95%, selisih *return* Reksa Dana dengan *style* reksa dana itu tidak signifikan. Nilai statistik *t* yang diasosiasikan dengan perbedaan rata-rata ternyata kecil, menyatakan bahwa perbedaan rata-rata tersebut secara statistik dan secara signifikan tidak berbeda dari nilai nol. Hal ini berarti masih ada kemungkinan kinerja *return* Reksa Dana akan memburuk di masa depan, namun tak menutup kemungkinan Reksa Dana itu melebihi *style*-nya.

Dari panel A, enam Reksa Dana memiliki kinerja di bawah *style*-nya. Namun demikian, berdasarkan *t-value* dengan *confidence level* 95%, selisih *return* Reksa Dana dengan *style* Reksa Dana itu tidak signifikan. Hal ini berarti masih ada kemungkinan *return* Reksa Dana melebihi *style*-nya. Hanya BNI Berkembang yang memiliki selisih *return* yang signifikan. Nilai yang tidak berbeda dari nol ini menandakan sebagian besar manajer lebih memilih strategi pasif. Sedangkan panel *fund versus board benchmark* memberikan hasil yang tidak jauh berbeda. Reksa Dana yang kinerjanya melebihi *style* industri cenderung mampu melebihi *style* papan pencatatan. Demikian juga sebaliknya. Ada sembilan Reksa Dana berhasil mengungguli *style*-nya, tapi tidak signifikan. Dan ada enam Reksa Dana berkinerja di bawah *style*, dua di antaranya memiliki *t value* yang signifikan.

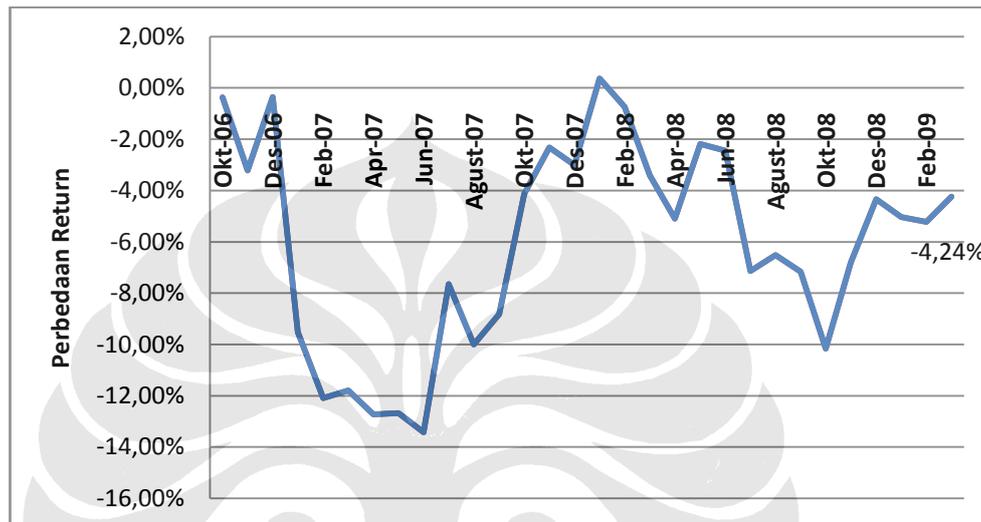
Mengutip dari Surachmat (2002), jika *return* Reksa Dana tidak dapat melebihi pola *return* yang sama menurut strategi, maka pemilihan strategi pasif adalah lebih baik. Hal ini disebabkan karena bagi investor biaya transaksi pembelian dan penjualan saham lebih kecil dibandingkan biaya pembelian atau penjualan kembali sebuah Reksa Dana. Oleh karena itu, manajer investasi yang memiliki akses informasi yang lebih luas dan pengetahuan yang cukup mengenai strategi investasi, seharusnya mampu mengalahkan strategi pasif.

#### 4. 4. 1. Kinerja Bahana Dana Prima

Gambar 4. 16. *Cumulative Return Difference*

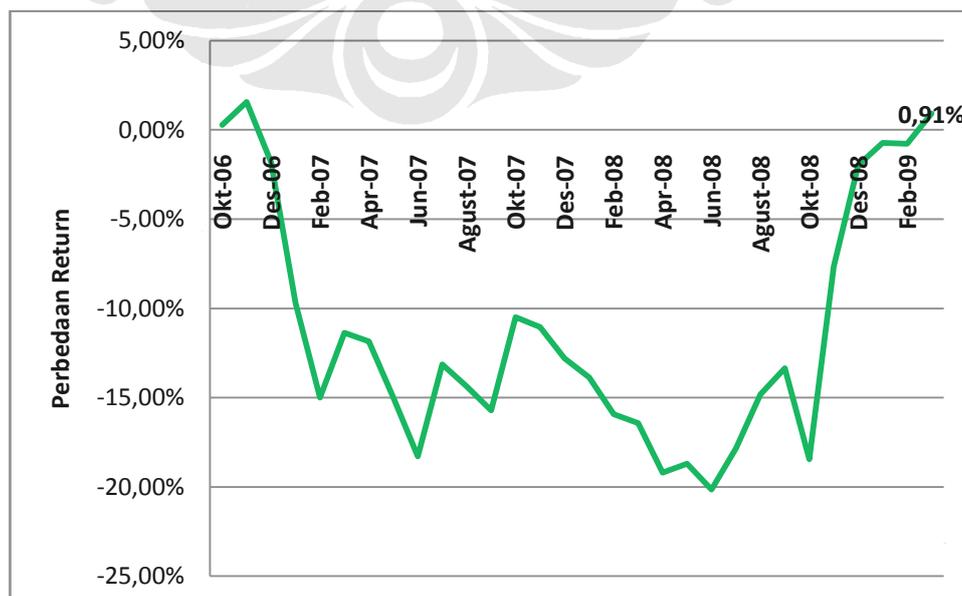
##### Panel a. *Fund versus Industrial Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *industrial benchmark*. Yang dimaksud dengan *industrial benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel indeks industri. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



##### Panel b. *Fund versus Board Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *board benchmark*. Yang dimaksud dengan *board benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel kelompok papan pencatatan. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



Berdasarkan tabel 4.4, bila dibandingkan dengan *benchmark* sektoral, hasil pengujian beda rerata bulanan menunjukkan Bahana Dana Prima tidak berhasil mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* Reksa Dana terhadap *style* industri mencapai -0,141% dengan nilai *t* sebesar -0,259. *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah -4,24%. Sedangkan bila dibandingkan dengan *benchmark* papan pencatatan, hasil pengujian beda rerata bulanan menunjukkan Bahana Dana Prima hampir tidak berhasil mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* Reksa Dana dengan *style* papan pencatatan mencapai 0,030% dengan *t* sebesar 0,044. *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah 0,91%. Grafik selisih *return* kumulatif pada kedua panel selama periode pengamatan sama-sama memperlihatkan tren *return* yang dibawah nol. Akan tetapi nilai absolut *t* yang kecil dari kedua model menunjukkan bahwa secara statistik perbedaan *return* itu tidak signifikan (tolak  $H_1$ ), artinya *selection return* dari bulan ke bulan-nya secara statistik dan secara signifikan tidak berbeda dengan nilai nol. Hal ini berarti masih ada kemungkinan Bahana akan menunjukkan kinerja yang berlawanan di masa datang.

Bahana Dana Prima belum mampu mengalahkan *style*. Artinya, manajer investasi Reksa Dana tersebut belum mampu mengalahkan pasar dan kurang cepat dalam melakukan penyesuaian-penyesuaian yang terjadi di pasar. Walaupun rata-rata selisih *return* Reksa Dana Bahana Dana Prima dengan *style*-nya tidak signifikan berbeda secara statistik, namun dilihat dari sudut *opportunity cost* dalam berinvestasi, perbedaan tersebut signifikan secara keuangan.

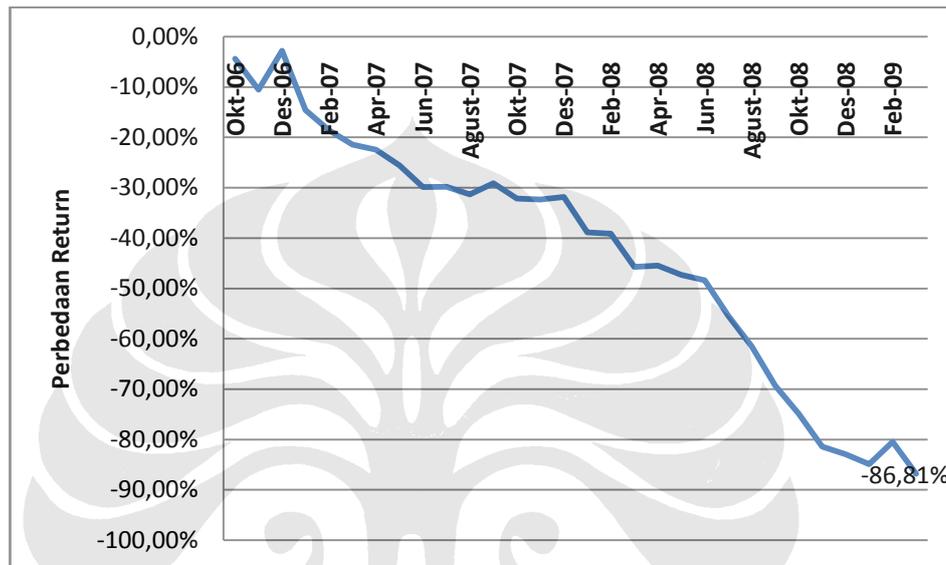
Hasil pengukuran kinerja dengan metode *return-based style analysis* ini mengindikasikan strategi *selection* yang digunakan oleh manajer investasi Bahana Dana Prima ini kurang tepat sehingga tidak dapat meningkatkan *return* Reksa Dana ini di atas *return style*-nya yang bersifat *low cost*. Akan lebih menguntungkan bagi para investor untuk berinvestasi pada *style* Reksa Dana ini.

#### 4. 4. 2. Kinerja BNI Berkembang

Gambar 4. 17. *Cumulative Return Difference*

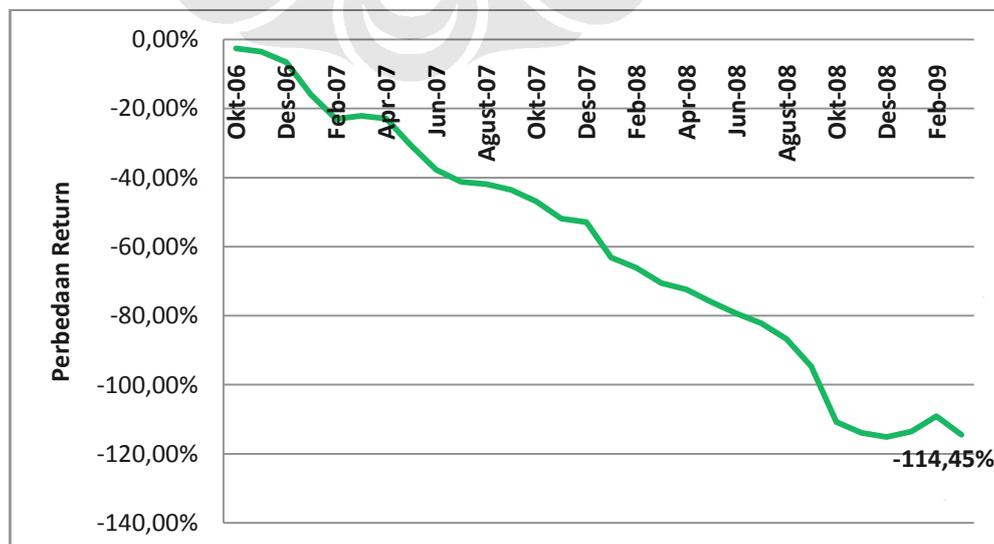
##### Panel a. *Fund versus Industrial Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *industrial benchmark*. Yang dimaksud dengan *industrial benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel indeks industri. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



##### Panel b. *Fund versus Board Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *board benchmark*. Yang dimaksud dengan *board benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel kelompok papan pencatatan. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



Berdasarkan tabel 4.4, bila dibandingkan dengan *benchmark* sektoral, hasil pengujian beda rerata menunjukkan BNI Berkembang tidak berhasil mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* bulanan Reksa Dana dengan *style* industri mencapai -2,894%, terendah di antara seluruh Reksa Dana dengan nilai  $t$  sebesar -3,979. *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah -86,81%. Sedangkan bila dibandingkan dengan *benchmark* papan pencatatan, hasil pengujian beda rerata menunjukkan BNI Berkembang juga tidak berhasil mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* bulanan Reksa Dana dengan *style* papan pencatatan yang paling rendah, mencapai -3,815% dengan nilai  $t$  sebesar -5,272. *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah -114,45%. Grafik selisih *return* kumulatif pada kedua panel selama periode pengamatan sama-sama memperlihatkan tren *return* yang dibawah nol dan terus menurun. Nilai absolut  $t$  yang besar dari kedua model menunjukkan bahwa secara statistik perbedaan *return* itu signifikan (tolak  $H_0$ ), artinya *selection return* dari bulan ke bulan-nya secara statistik dan secara signifikan berbeda dengan nilai nol.

BNI Berkembang yang menurut *rolling window* tergolong berstrategi aktif ternyata belum mampu mengalahkan *style*. Artinya, manajer investasi Reksa Dana tersebut belum mampu mengalahkan pasar dan kurang cepat dalam melakukan penyesuaian-penyesuaian yang terjadi di pasar. Kinerja BNI Berkembang yang di bawah *style* bisa jadi akibat tingginya proporsi investasi pada sektor perdagangan dan jasa. Dari hasil pemantauan nilai  $R^2$  pada *rolling window*, terlihat bahwa nilai *selection* Reksa Dana ini makin menurun. Artinya, manajer investasi BNI Berkembang cenderung semakin mengurangi strategi aktif dan memakai strategi pasif. Namun, perubahan strategi itu belum bisa menaikkan *return* kumulatif.

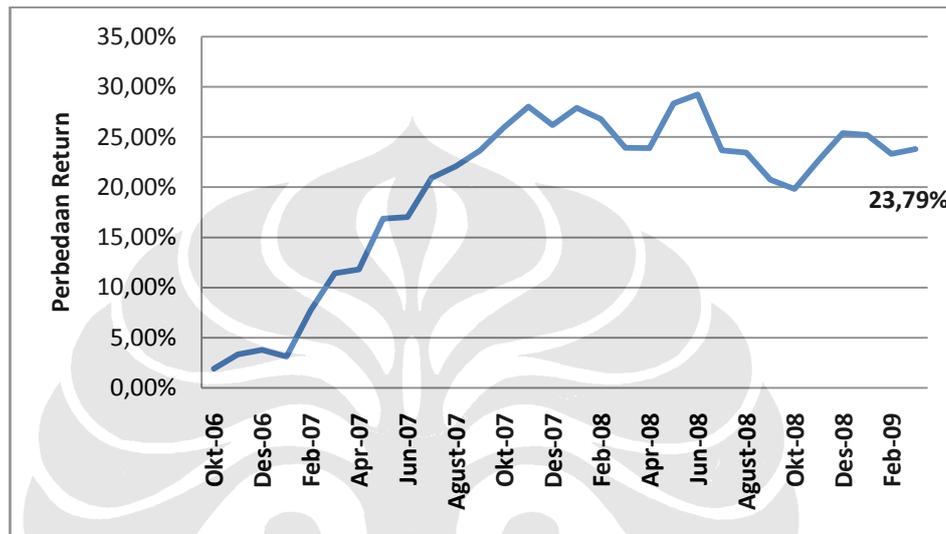
Hasil pengukuran kinerja ini mengindikasikan strategi *selection* yang digunakan oleh manajer investasi BNI Berkembang ini kurang tepat sehingga tidak dapat meningkatkan *return* Reksa Dana ini di atas *return style*-nya yang bersifat *low cost*. Akan lebih menguntungkan bagi para investor untuk berinvestasi pada *style* Reksa Dana ini.

#### 4. 4. 3. Kinerja Fortis Ekuitas

Gambar 4. 18. *Cumulative Return Difference*

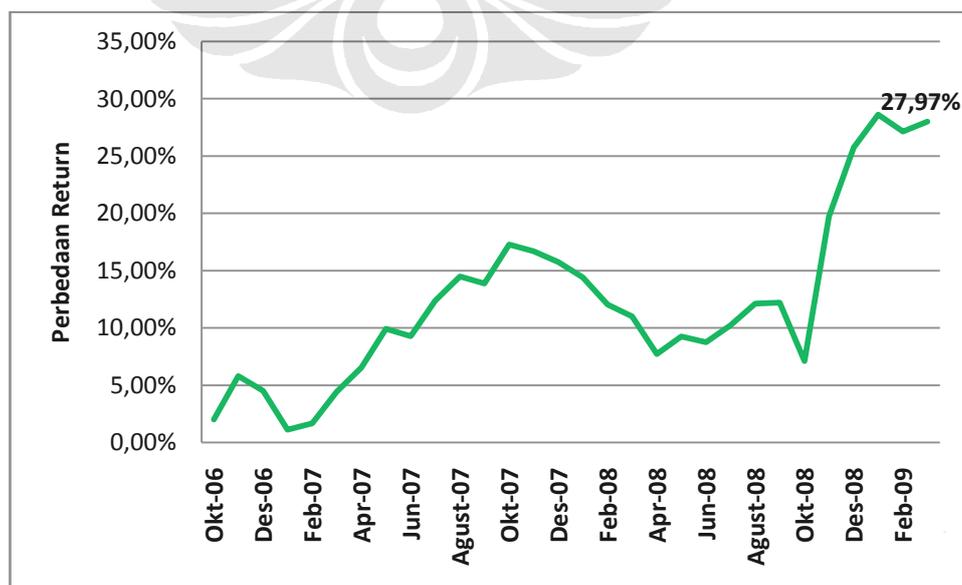
##### Panel a. *Fund versus Industrial Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *industrial benchmark*. Yang dimaksud dengan *industrial benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel indeks industri. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



##### Panel b. *Fund versus Board Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *board benchmark*. Yang dimaksud dengan *board benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel kelompok papan pencatatan. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



Berdasarkan tabel 4.4, bila dibandingkan dengan *benchmark* sektoral, hasil pengujian beda rerata menunjukkan Fortis Ekuitas tidak gagal mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* bulanan Reksa Dana terhadap *style* industri mencapai 0,793%, terbaik di antara seluruh Reksa Dana dengan nilai  $t$  sebesar 1,785. *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah 23,79%. Sedangkan bila dibandingkan dengan *benchmark* papan pencatatan, hasil pengujian beda rerata menunjukkan Fortis Ekuitas juga tidak gagal mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* bulanan Reksa Dana dengan *style* papan pencatatan mencapai 0,932%, juga terbaik di antara semuanya, dengan  $t$  sebesar 1,547. *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah 27,97%. Grafik selisih *return* kumulatif pada kedua panel selama periode pengamatan sama-sama memperlihatkan tren *return* yang di atas nol. Akan tetapi nilai absolut  $t$  yang kecil dari kedua model menunjukkan bahwa secara statistik perbedaan *return* itu tidak signifikan (tolak  $H_1$ ), artinya *selection return* dari bulan ke bulan-nya secara statistik dan secara signifikan tidak berbeda dengan nilai nol. Hal ini berarti masih ada kemungkinan Fortis akan menunjukkan kinerja yang berlawanan di masa datang.

Fortis Ekuitas cukup mampu mengalahkan *style*. Artinya, manajer investasi Reksa Dana tersebut cukup mampu mengalahkan pasar dan tanggap dalam melakukan penyesuaian-penyesuaian yang terjadi di pasar. Kinerja Fortis Ekuitas yang menjadi terbaik di antara semuanya bisa jadi akibat proporsi investasi yang tepat pada sektor infrastruktur. Walaupun rata-rata selisih *return* Reksa Dana Fortis Ekuitas dengan *style*-nya tidak signifikan berbeda secara statistik, namun dilihat dari sudut *opportunity cost* dalam berinvestasi, perbedaan tersebut signifikan secara keuangan.

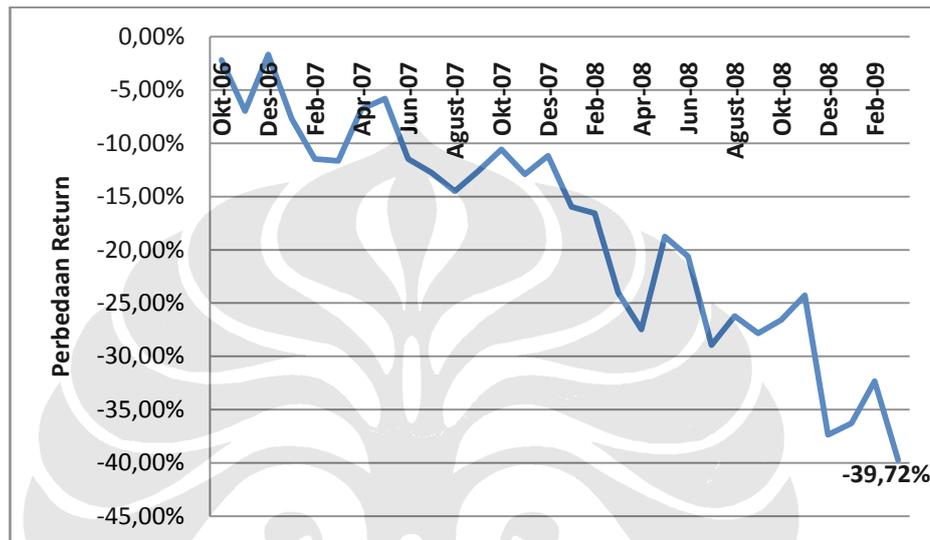
Hasil pengukuran kinerja dengan metode *Return-Based Style Analysis* ini mengindikasikan strategi *selection* yang digunakan oleh manajer investasi Bahana Dana Prima ini cukup tepat karena dapat meningkatkan *return* Reksa Dana ini di atas *return style*-nya yang bersifat *low cost*.

#### 4. 4. 4. Kinerja Dana Sentosa

Gambar 4. 19. *Cumulative Return Difference*

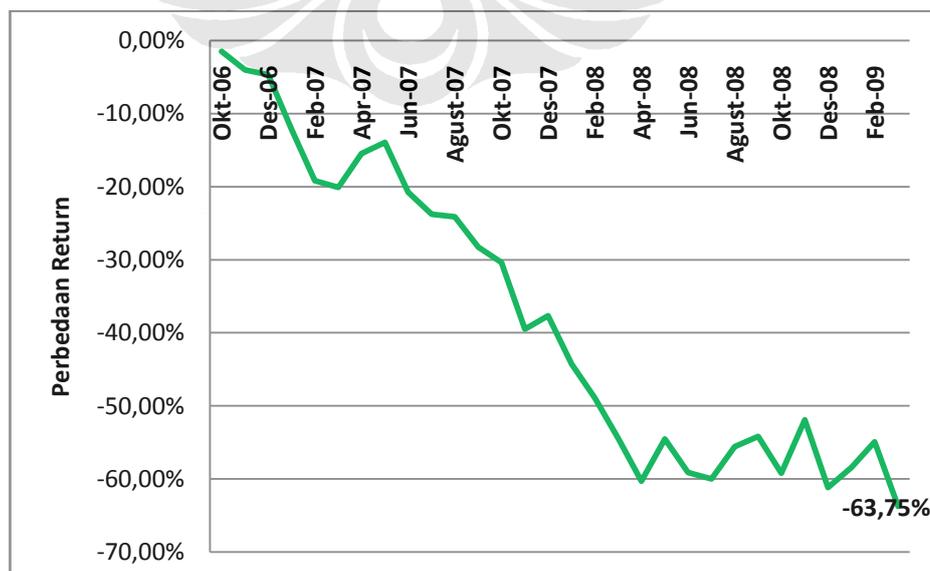
##### Panel a. *Fund versus Industrial Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *industrial benchmark*. Yang dimaksud dengan *industrial benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel indeks industri. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



##### Panel b. *Fund versus Board Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *board benchmark*. Yang dimaksud dengan *board benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel kelompok papan pencatatan. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



Berdasarkan tabel 4.4, bila dibandingkan dengan *benchmark* sektoral, hasil pengujian beda rerata menunjukkan Dana Sentosa tidak berhasil mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* bulanan Reksa Dana terhadap *style* industri mencapai -1,324%, terendah kedua dari semua Reksa Dana, dengan nilai  $t$  sebesar -1,555 (tidak signifikan). *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah -39,72%. Sedangkan bila dibandingkan dengan *benchmark* papan pencatatan, hasil pengujian beda rerata menunjukkan Dana Sentosa juga tidak berhasil mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* bulanan Reksa Dana dengan *style* papan pencatatan mencapai -2,125% dengan  $t$  sebesar -2,487 (signifikan). *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah -63,75%. Grafik selisih *return* kumulatif pada kedua panel selama periode pengamatan sama-sama memperlihatkan tren *return* yang dibawah nol. Akan tetapi nilai absolut  $t$  yang kecil dari model industri menunjukkan bahwa secara statistik perbedaan *return* itu tidak signifikan (tolak  $H_1$ ), artinya *selection return* dari bulan ke bulan-nya secara statistik dan secara signifikan tidak berbeda dengan nilai nol. Hal ini berarti masih ada kemungkinan Dana Sentosa akan menunjukkan kinerja yang berlawanan di masa datang.

Dana Sentosa belum mampu mengalahkan *style*. Artinya, manajer investasi Reksa Dana tersebut belum mampu mengalahkan pasar dan kurang cepat dalam melakukan penyesuaian-penyesuaian yang terjadi di pasar. Kinerja Dana Sentosa yang di bawah *style* bisa jadi akibat tingginya proporsi investasi pada sektor properti dan perdagangan dan jasa. Walaupun rata-rata selisih *return* Dana Sentosa dengan *style*-nya tidak signifikan berbeda secara statistik, namun dilihat dari sudut *opportunity cost* dalam berinvestasi, perbedaan tersebut signifikan secara keuangan.

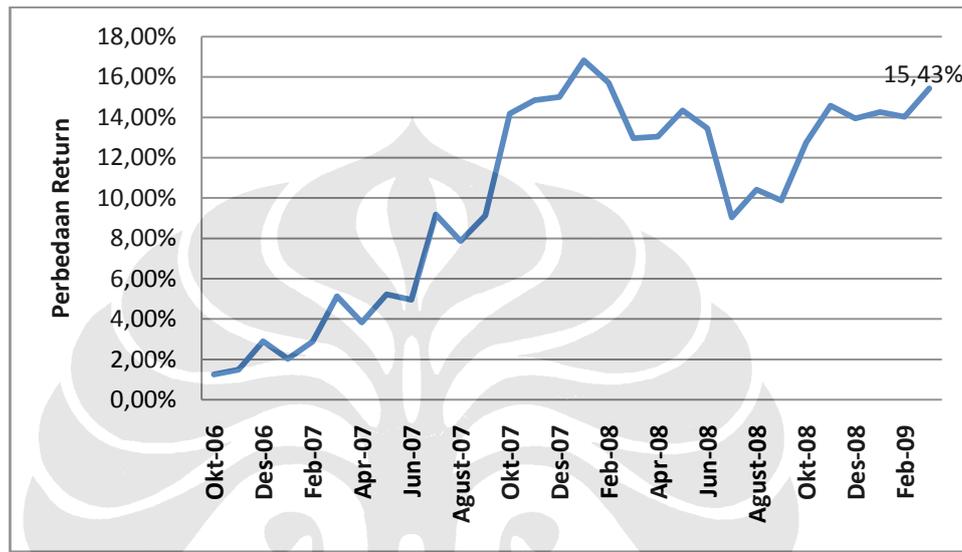
Hasil pengukuran kinerja dengan metode *Return-Based Style Analysis* ini mengindikasikan strategi *selection* yang digunakan oleh manajer investasi Dana Sentosa ini kurang tepat sehingga tidak dapat meningkatkan *return* Reksa Dana ini di atas *return style*-nya yang bersifat *low cost*. Akan lebih menguntungkan bagi para investor untuk berinvestasi pada *style* Reksa Dana ini.

#### 4. 4. 5. Kinerja Manulife Dana Saham

Gambar 4. 20. *Cumulative Return Difference*

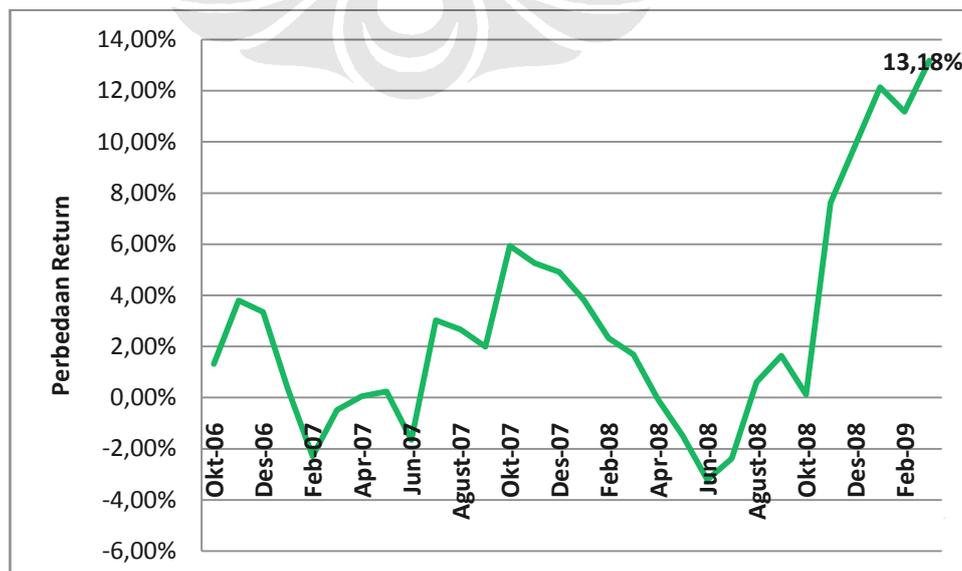
##### Panel a. *Fund versus Industrial Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *industrial benchmark*. Yang dimaksud dengan *industrial benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel indeks industri. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



##### Panel b. *Fund versus Board Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *board benchmark*. Yang dimaksud dengan *board benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel kelompok papan pencatatan. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



Berdasarkan tabel 4.4, bila dibandingkan dengan *benchmark* sektoral, hasil pengujian beda rerata menunjukkan Manulife Dana Saham tidak gagal mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* bulanan Reksa Dana terhadap *style* industri mencapai 0,514%, dengan nilai  $t$  sebesar 1,493. *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah 15,4%. Sedangkan bila dibandingkan dengan *benchmark* papan pencatatan, hasil pengujian beda rerata menunjukkan Manulife Dana Saham juga tidak gagal mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* bulanan Reksa Dana dengan *style* papan pencatatan mencapai 0,439% dengan  $t$  sebesar 1,023. *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah 13,18%. Grafik selisih *return* kumulatif pada kedua panel selama periode pengamatan sama-sama memperlihatkan tren *return* yang di atas nol. Akan tetapi nilai absolut  $t$  yang kecil dari kedua model menunjukkan bahwa secara statistik perbedaan *return* itu tidak signifikan (tolak  $H_1$ ), artinya *selection return* dari bulan ke bulan-nya secara statistik dan secara signifikan tidak berbeda dengan nilai nol. Hal ini berarti masih ada kemungkinan Manulife akan menunjukkan kinerja yang berlawanan di masa datang.

Manulife Dana Saham cukup mampu mengalahkan *style*. Artinya, manajer investasi Reksa Dana tersebut cukup mampu mengalahkan pasar dan tanggap dalam melakukan penyesuaian-penyesuaian yang terjadi di pasar. Walaupun rata-rata selisih *return* Reksa Dana Manulife Dana Saham dengan *style*-nya tidak signifikan berbeda secara statistik, namun dilihat dari sudut *opportunity cost* dalam berinvestasi, perbedaan tersebut signifikan secara keuangan.

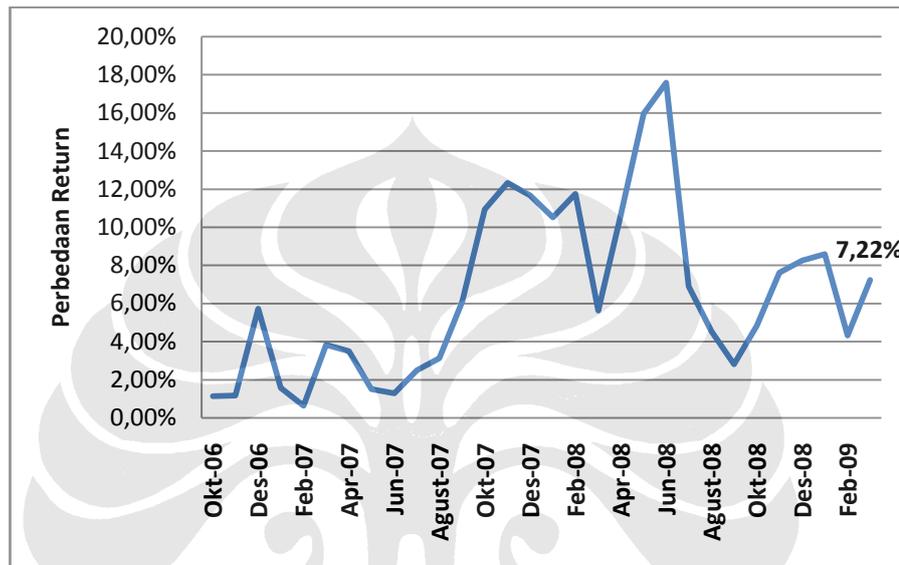
Hasil pengukuran kinerja dengan metode *Return-Based Style Analysis* ini mengindikasikan strategi *selection* yang digunakan oleh manajer investasi Manulife Dana Saham ini cukup tepat karena dapat meningkatkan *return* Reksa Dana ini di atas *return style*-nya yang bersifat *low cost*.

#### 4. 4. 6. Kinerja Master Dinamis

Gambar 4. 21. *Cumulative Return Difference*

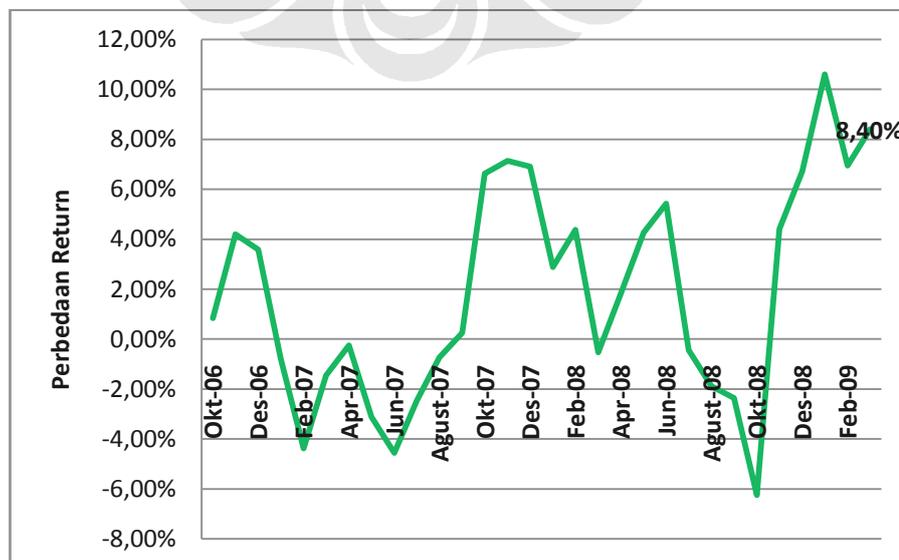
##### Panel a. *Fund versus Industrial Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *industrial benchmark*. Yang dimaksud dengan *industrial benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel indeks industri. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



##### Panel b. *Fund versus Board Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *board benchmark*. Yang dimaksud dengan *board benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel kelompok papan pencatatan. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



Berdasarkan tabel 4.4, bila dibandingkan dengan *benchmark* sektoral, hasil pengujian beda rerata menunjukkan Master Dinamis tidak gagal mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* bulanan Reksa Dana terhadap *style* industri mencapai 0,241% dengan nilai  $t$  sebesar 0,38. *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah 7,22%. Sedangkan bila dibandingkan dengan *benchmark* papan pencatatan, hasil pengujian beda rerata menunjukkan Master Dinamis juga tidak gagal mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* Reksa Dana bulanan dengan *style* papan pencatatan mencapai 0,280% dengan  $t$  sebesar 0,43. *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah 8,40%. Grafik selisih *return* kumulatif pada kedua panel selama periode pengamatan sama-sama memperlihatkan tren *return* yang di atas nol. Akan tetapi nilai absolut  $t$  yang kecil dari kedua model menunjukkan bahwa secara statistik perbedaan *return* itu tidak signifikan (tolak  $H_1$ ), artinya *selection return* dari bulan ke bulan-nya secara statistik dan secara signifikan tidak berbeda dengan nilai nol. Hal ini berarti masih ada kemungkinan Master Dinamis akan menunjukkan kinerja yang berlawanan di masa datang.

Master Dinamis cukup mampu mengalahkan *style*. Artinya, manajer investasi Reksa Dana tersebut cukup mampu mengalahkan pasar dan tanggap dalam melakukan penyesuaian-penyesuaian yang terjadi di pasar. Walaupun rata-rata selisih *return* Reksa Dana Master Dinamis dengan *style*-nya tidak signifikan berbeda secara statistik, namun dilihat dari sudut *opportunity cost* dalam berinvestasi, perbedaan tersebut signifikan secara keuangan.

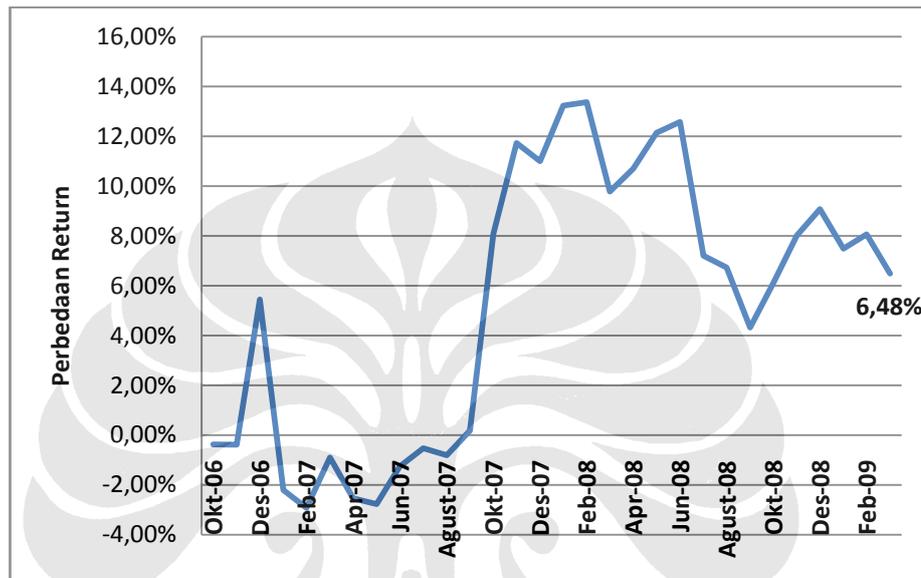
Hasil pengukuran kinerja dengan metode *Return-Based Style Analysis* ini mengindikasikan strategi *selection* yang digunakan oleh manajer investasi Master Dinamis ini cukup tepat karena dapat meningkatkan *return* Reksa Dana ini di atas *return style*-nya yang bersifat *low cost*.

#### 4. 4. 7. Kinerja Mawar Danareksa

Gambar 4. 22. *Cumulative Return Difference*

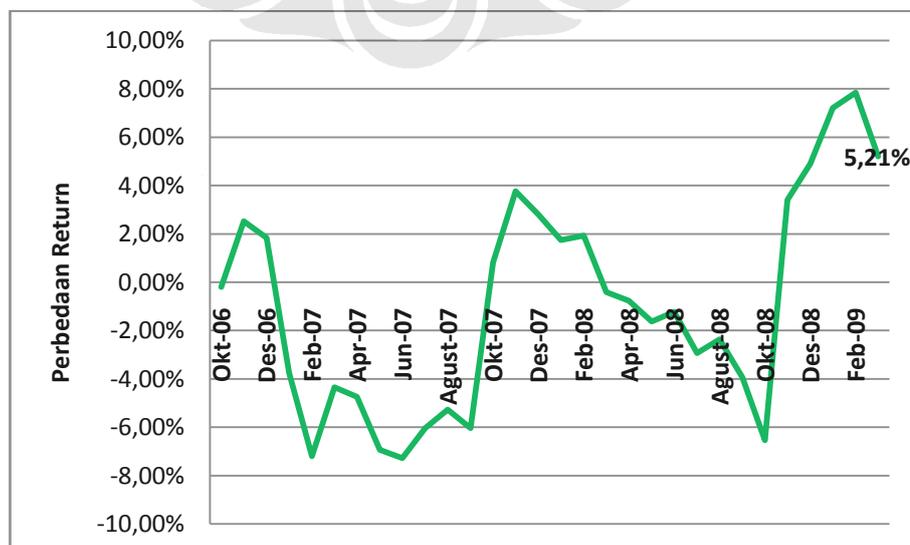
##### Panel a. *Fund versus Industrial Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *industrial benchmark*. Yang dimaksud dengan *industrial benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel indeks industri. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



##### Panel b. *Fund versus Board Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *board benchmark*. Yang dimaksud dengan *board benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel kelompok papan pencatatan. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



Berdasarkan tabel 4.4, bila dibandingkan dengan *benchmark* sektoral, hasil pengujian beda rerata menunjukkan Mawar Danareksa tidak gagal mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* bulanan Reksa Dana terhadap *style* industri mencapai 0,216% dengan nilai  $t$  sebesar 0,404. *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah 6,48%. Sedangkan bila dibandingkan dengan *benchmark* papan pencatatan, hasil pengujian beda rerata menunjukkan Mawar Danareksa juga tidak gagal mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* bulanan Reksa Dana dengan *style* papan pencatatan mencapai 0,174% dengan  $t$  sebesar 0,32. *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah 5,21%. Grafik selisih *return* kumulatif pada kedua panel selama periode pengamatan sama-sama memperlihatkan tren *return* yang fluktuatif tapi cenderung di atas nol. Terlihat begitu masuk krisis global, kinerja Mawar menurun tapi manajer cepat tanggap dan langsung melakukan *recovery* sehingga *return*-nya kemudian meningkat. Akan tetapi nilai absolut  $t$  yang kecil dari kedua model menunjukkan bahwa secara statistik perbedaan *return* itu tidak signifikan (tolak  $H_1$ ), artinya *selection return* dari bulan ke bulan-nya secara statistik dan secara signifikan tidak berbeda dengan nilai nol. Hal ini berarti masih ada kemungkinan Mawar Danareksa akan menunjukkan kinerja yang berlawanan di masa datang.

Mawar Danareksa cukup mampu mengalahkan *style*. Artinya, manajer investasi Reksa Dana tersebut cukup mampu mengalahkan pasar dan tanggap dalam melakukan penyesuaian-penyesuaian yang terjadi di pasar. Walaupun rata-rata selisih *return* Reksa Dana Mawar Danareksa dengan *style*-nya tidak signifikan berbeda secara statistik, namun dilihat dari sudut *opportunity cost* dalam berinvestasi, perbedaan tersebut signifikan secara keuangan.

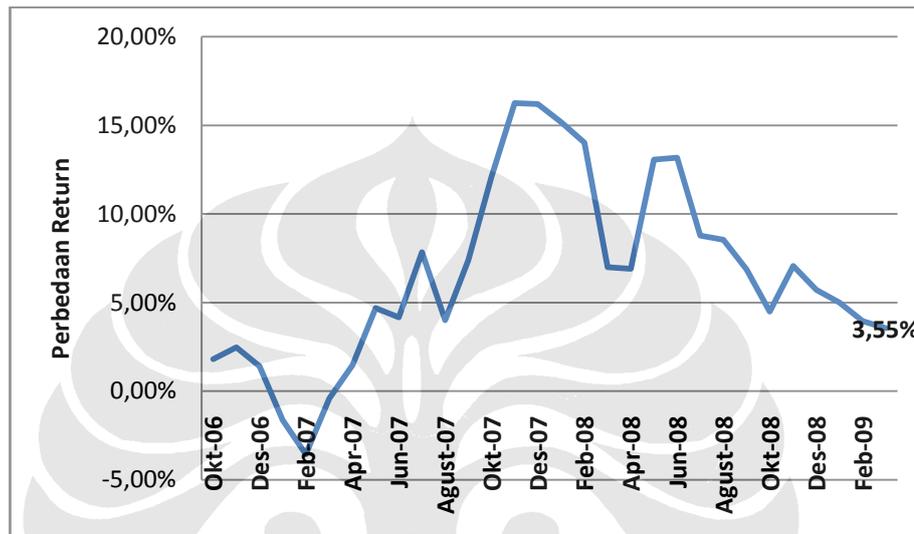
Hasil pengukuran kinerja dengan metode *Return-Based Style Analysis* ini mengindikasikan strategi *selection* yang digunakan oleh manajer investasi Mawar Danareksa ini cukup tepat karena dapat meningkatkan *return* Reksa Dana ini di atas *return style*-nya yang bersifat *low cost*.

#### 4. 4. 8. Kinerja TRIM Kapital

Gambar 4. 23. *Cumulative Return Difference*

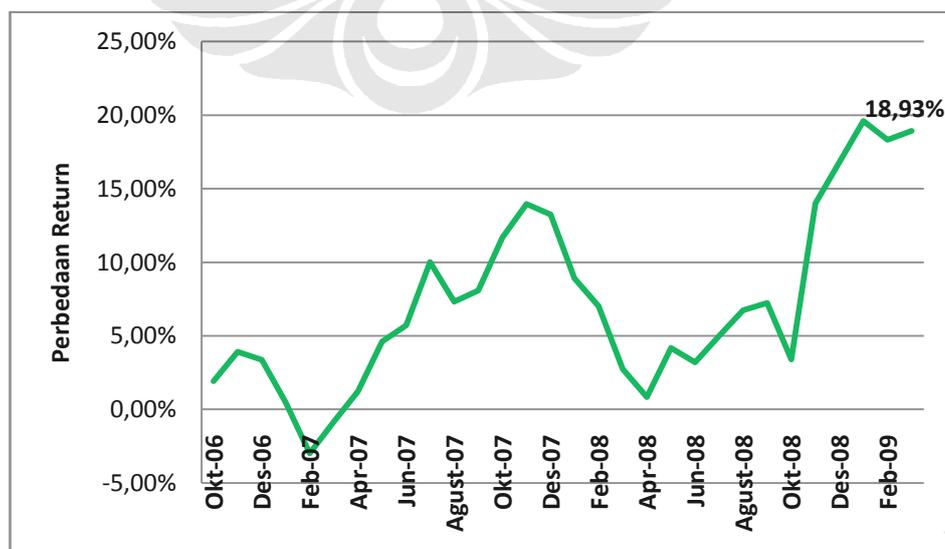
##### Panel a. *Fund versus Industrial Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *industrial benchmark*. Yang dimaksud dengan *industrial benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel indeks industri. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



##### Panel b. *Fund versus Board Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *board benchmark*. Yang dimaksud dengan *board benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel kelompok papan pencatatan. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



Berdasarkan tabel 4.4, bila dibandingkan dengan *benchmark* sektoral, hasil pengujian beda rerata menunjukkan TRIM Kapital tidak gagal mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* bulanan Reksa Dana terhadap *style* industri mencapai 0,118% dengan nilai *t* sebesar 0,221. *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah 3,55%. Sedangkan bila dibandingkan dengan *benchmark* papan pencatatan, hasil pengujian beda rerata bulanan menunjukkan TRIM Kapital juga tidak gagal mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* Reksa Dana dengan *style* papan pencatatan mencapai 0,631% dengan *t* sebesar 1,092. *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah 18,93%. Grafik selisih *return* kumulatif pada kedua panel selama periode pengamatan sama-sama memperlihatkan tren *return* yang di atas nol. Akan tetapi nilai absolut *t* yang kecil dari kedua model menunjukkan bahwa secara statistik perbedaan *return* itu tidak signifikan (tolak  $H_1$ ), artinya *selection return* dari bulan ke bulan-nya secara statistik dan secara signifikan tidak berbeda dengan nilai nol. Hal ini berarti masih ada kemungkinan TRIM Kapital akan menunjukkan kinerja yang berlawanan di masa datang.

TRIM Kapital cukup mampu mengalahkan *style*. Artinya, manajer investasi Reksa Dana tersebut cukup mampu mengalahkan pasar dan tanggap dalam melakukan penyesuaian-penyesuaian yang terjadi di pasar. Walaupun rata-rata selisih *return* Reksa Dana TRIM Kapital dengan *style*-nya tidak signifikan berbeda secara statistik, namun dilihat dari sudut *opportunity cost* dalam berinvestasi, perbedaan tersebut signifikan secara keuangan.

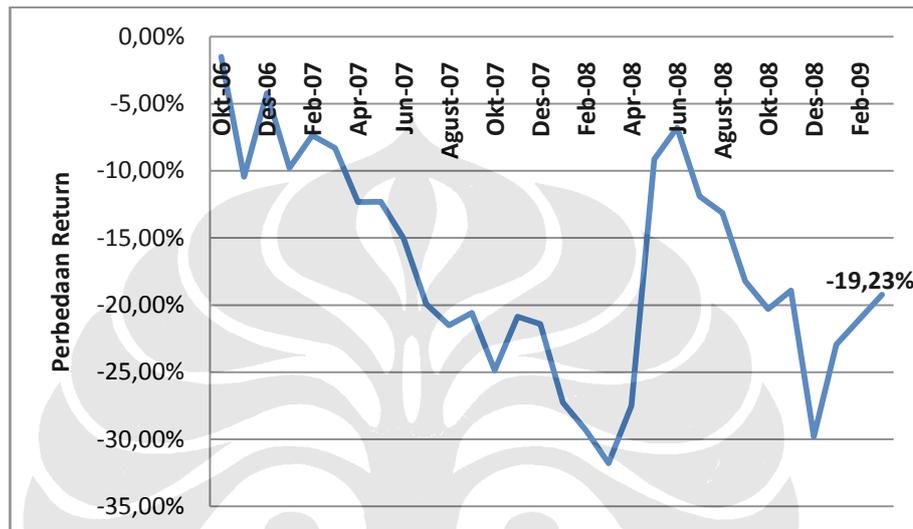
Hasil pengukuran kinerja dengan metode *Return-Based Style Analysis* ini mengindikasikan strategi *selection* yang digunakan oleh manajer investasi TRIM Kapital ini cukup tepat karena dapat meningkatkan *return* Reksa Dana ini di atas *return style*-nya yang bersifat *low cost*.

#### 4. 4. 9. Kinerja Nikko Saham Nusantara

##### Gambar 4. 24. *Cumulative Return Difference*

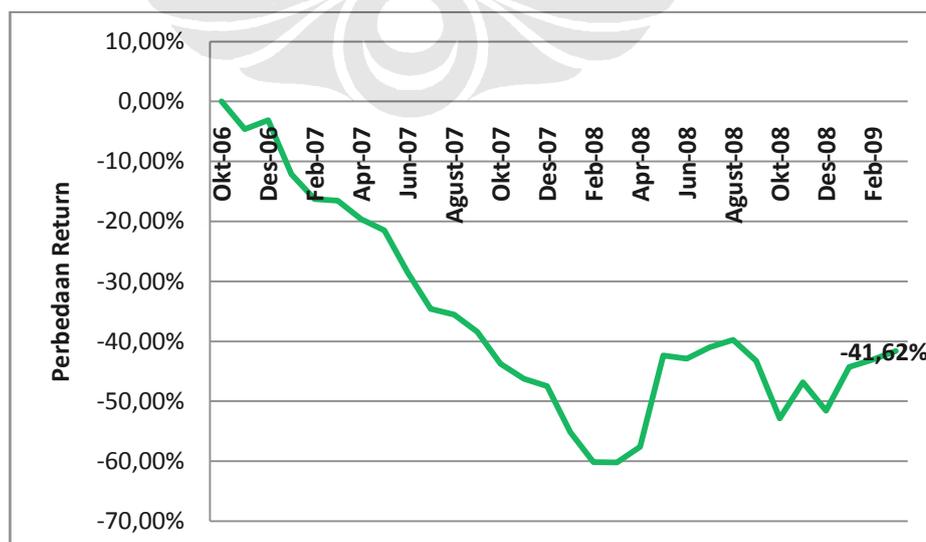
###### Panel a. *Fund versus Industrial Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *industrial benchmark*. Yang dimaksud dengan *industrial benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel indeks industri. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



###### Panel b. *Fund versus Board Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *board benchmark*. Yang dimaksud dengan *board benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel kelompok papan pencatatan. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



Berdasarkan tabel 4.4, bila dibandingkan dengan *benchmark* sektoral, hasil pengujian beda rerata bulanan menunjukkan Nikko Saham Nusantara tidak berhasil mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* Reksa Dana terhadap *style* industri mencapai -0,641% dengan nilai *t* sebesar -0,641. *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah -19,23%. Sedangkan bila dibandingkan dengan *benchmark* papan pencatatan, hasil pengujian beda rerata bulanan menunjukkan Nikko Saham Nusantara hampir tidak berhasil mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* Reksa Dana dengan *style* papan pencatatan mencapai -1,387% dengan *t* sebesar -1,489. *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah -41,62%. Grafik selisih *return* kumulatif pada kedua panel selama periode pengamatan sama-sama memperlihatkan tren *return* yang dibawah nol. Akan tetapi nilai absolut *t* yang kecil dari kedua model menunjukkan bahwa secara statistik perbedaan *return* itu tidak signifikan (tolak  $H_1$ ), artinya *selection return* dari bulan ke bulan-nya secara statistik dan secara signifikan tidak berbeda dengan nilai nol. Hal ini berarti masih ada kemungkinan Nikko Saham Nusantara akan menunjukkan kinerja yang berlawanan di masa datang.

Nikko Saham Nusantara belum mampu mengalahkan *style*. Artinya, manajer investasi Reksa Dana tersebut belum mampu mengalahkan pasar dan kurang cepat dalam melakukan penyesuaian-penyesuaian yang terjadi di pasar. Atau bisa jadi karena Nikko Saham Nusantara berorientasi pada saham-saham papan pengembangan yang cenderung fluktuatif. Walaupun rata-rata selisih *return* Nikko Saham Nusantara dengan *style*-nya tidak signifikan berbeda secara statistik, namun dilihat dari sudut *opportunity cost* dalam berinvestasi, perbedaan tersebut signifikan secara keuangan.

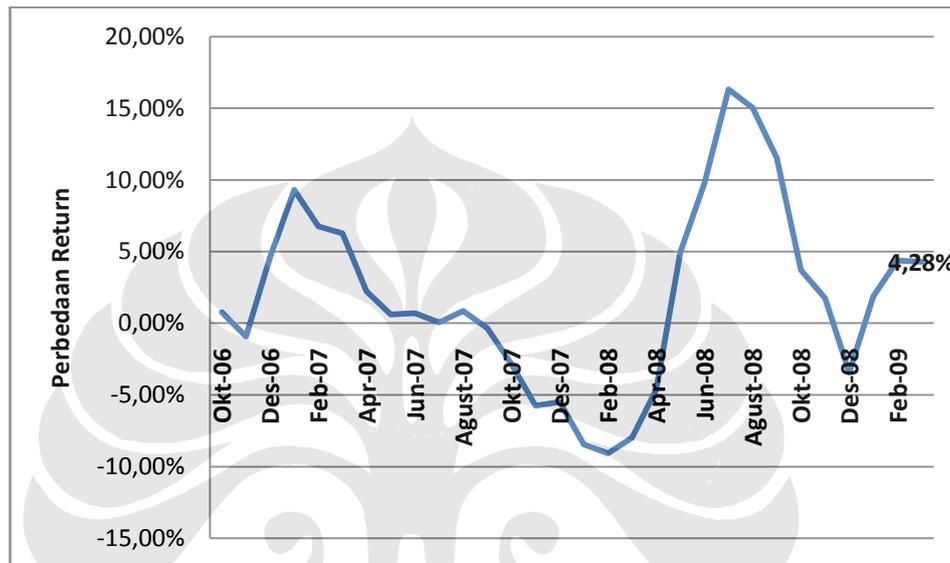
Hasil pengukuran kinerja dengan metode *Return-Based Style Analysis* ini mengindikasikan strategi *selection* yang digunakan oleh manajer investasi Nikko Saham Nusantara ini kurang tepat sehingga tidak dapat meningkatkan *return* Reksa Dana ini di atas *return style*-nya yang bersifat *low cost*. Akan lebih menguntungkan bagi para investor untuk berinvestasi pada *style* Reksa Dana ini.

#### 4. 4. 10. Kinerja Panin Dana Maksima

Gambar 4. 25. *Cumulative Return Difference*

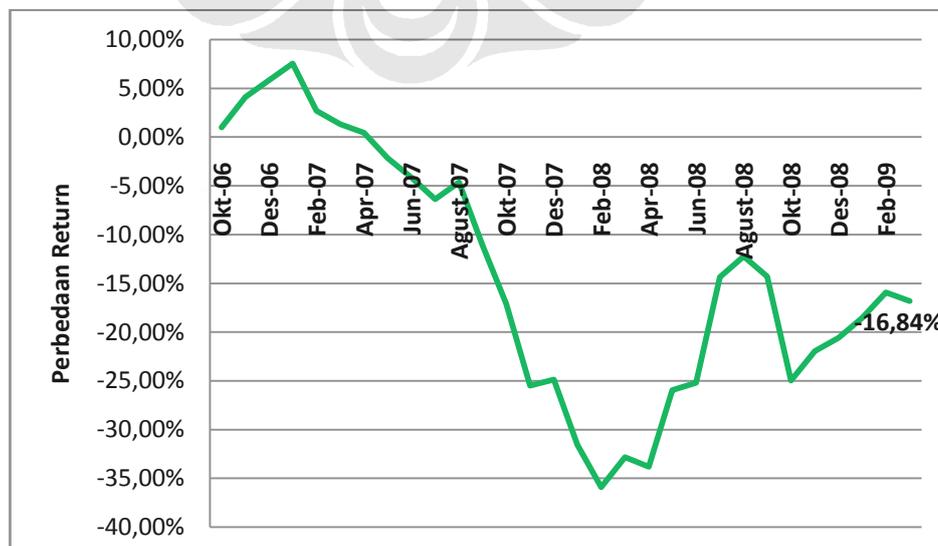
##### Panel a. *Fund versus Industrial Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *industrial benchmark*. Yang dimaksud dengan *industrial benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel indeks industri. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



##### Panel b. *Fund versus Board Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *board benchmark*. Yang dimaksud dengan *board benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel kelompok papan pencatatan. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



Berdasarkan tabel 4.4, bila dibandingkan dengan *benchmark* sektoral, hasil pengujian beda rerata menunjukkan Panin Dana Maksima tidak gagal mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* bulanan Reksa Dana terhadap *style* industri mencapai 0,143% dengan nilai  $t$  sebesar 0,206. *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah 4,28%. Tapi, bila dibandingkan dengan *benchmark* papan pencatatan, hasil pengujian beda rerata menunjukkan Panin Dana Maksima juga tidak berhasil mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* bulanan Reksa Dana dengan *style* papan pencatatan mencapai (0,561%) dengan  $t$  sebesar -0,676. *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah -16,84%. Grafik selisih *return* kumulatif pada masing-masing panel selama periode pengamatan sama-sama memperlihatkan tren *return* yang berbeda-beda. Akan tetapi nilai absolut  $t$  yang kecil dari kedua model menunjukkan bahwa secara statistik perbedaan *return* itu tidak signifikan (tolak  $H_1$ ), artinya *selection return* dari bulan ke bulan-nya secara statistik dan secara signifikan tidak berbeda dengan nilai nol. Hal ini berarti masih ada kemungkinan Panin Dana Maksima akan menunjukkan kinerja yang berlawanan di masa datang.

Tapi, dari sudut pandang *benchmark* yang lebih akurat, yaitu *benchmark* industri, Panin Dana Maksima cukup mampu mengalahkan *style*. Artinya, manajer investasi Reksa Dana tersebut cukup mampu mengalahkan pasar dan tanggap dalam melakukan penyesuaian-penyesuaian yang terjadi di pasar. Walaupun rata-rata selisih *return* Reksa Dana Panin Dana Maksima dengan *style*-nya tidak signifikan berbeda secara statistik, namun dilihat dari sudut *opportunity cost* dalam berinvestasi, perbedaan tersebut signifikan secara keuangan.

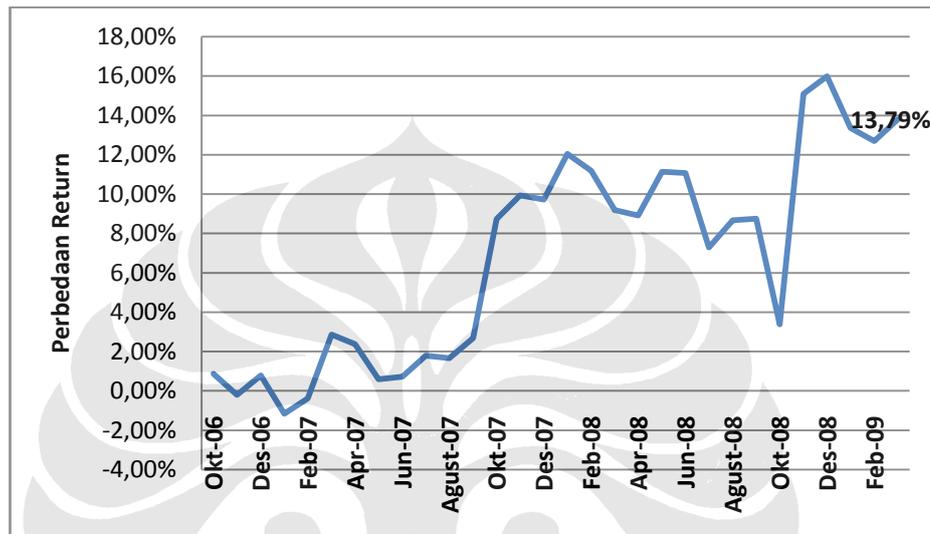
Hasil pengukuran kinerja dengan metode *Return-Based Style Analysis* ini mengindikasikan strategi *selection* yang digunakan oleh manajer investasi Panin Dana Maksima ini cukup tepat karena dapat meningkatkan *return* Reksa Dana ini di atas *return style*-nya yang bersifat *low cost*.

#### 4. 4. 11. Kinerja Phinisi Dana Saham

Gambar 4. 26. *Cumulative Return Difference*

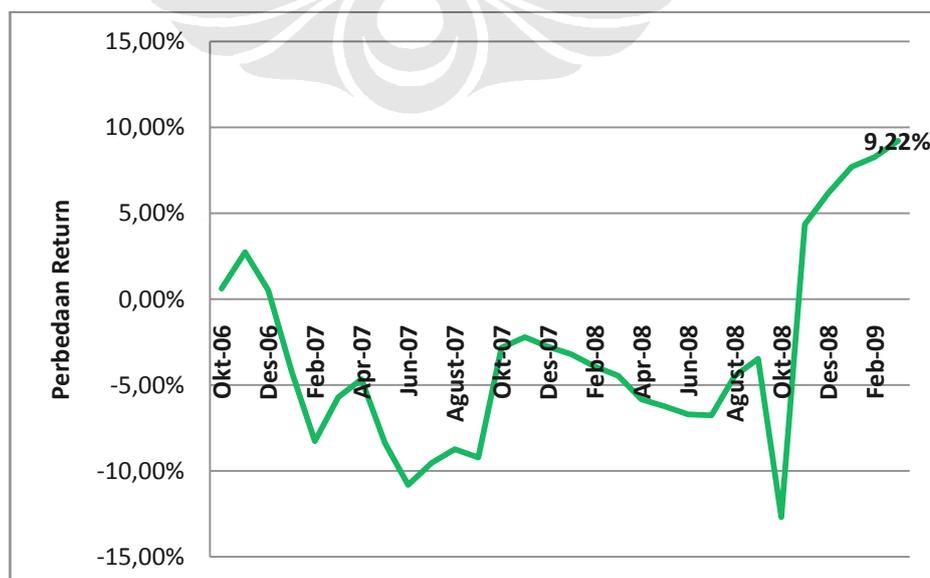
##### Panel a. *Fund versus Industrial Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *industrial benchmark*. Yang dimaksud dengan *industrial benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel indeks industri. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



##### Panel b. *Fund versus Board Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *board benchmark*. Yang dimaksud dengan *board benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel kelompok papan pencatatan. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



Berdasarkan tabel 4.4, bila dibandingkan dengan *benchmark* sektoral, hasil pengujian beda rerata menunjukkan Phinisi Dana Saham tidak gagal mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* bulanan Reksa Dana terhadap *style* industri mencapai 0,460% dengan nilai  $t$  sebesar 0,839. *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah 13,79%. Sedangkan bila dibandingkan dengan *benchmark* papan pencatatan, hasil pengujian beda rerata bulanan menunjukkan Phinisi juga tidak gagal mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* Reksa Dana dengan *style* papan pencatatan mencapai 0,307% dengan  $t$  sebesar 0,402. *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah 9,22%. Grafik selisih *return* kumulatif pada masing-masing panel selama periode pengamatan memperlihatkan tren *return* yang berbeda-beda. Tapi, fokus akan diarahkan pada *benchmark* industri saja karena *benchmark* ini lebih akurat dalam menjelaskan *style* Reksa Dana. Dari sisi *fund versus industrial benchmark*, perbedaan *return* menunjukkan tren di atas nol. Akan tetapi, nilai absolut  $t$  yang kecil dari kedua model menunjukkan bahwa secara statistik perbedaan *return* itu tidak signifikan (tolak  $H_1$ ), artinya *selection return* dari bulan ke bulan-nya secara statistik dan secara signifikan tidak berbeda dengan nilai nol. Hal ini berarti masih ada kemungkinan Phinisi Dana Saham akan menunjukkan kinerja yang berlawanan di masa datang.

Tapi, dari sudut pandang *benchmark* yang lebih akurat, yaitu *benchmark* industri, Phinisi Dana Saham cukup mampu mengalahkan *style*. Artinya, manajer investasi Reksa Dana tersebut cukup mampu mengalahkan pasar dan tanggap dalam melakukan penyesuaian-penyesuaian yang terjadi di pasar. Walaupun rata-rata selisih *return* Reksa Dana Phinisi Dana Saham dengan *style*-nya tidak signifikan berbeda secara statistik, namun dilihat dari sudut *opportunity cost* dalam berinvestasi, perbedaan tersebut signifikan secara keuangan.

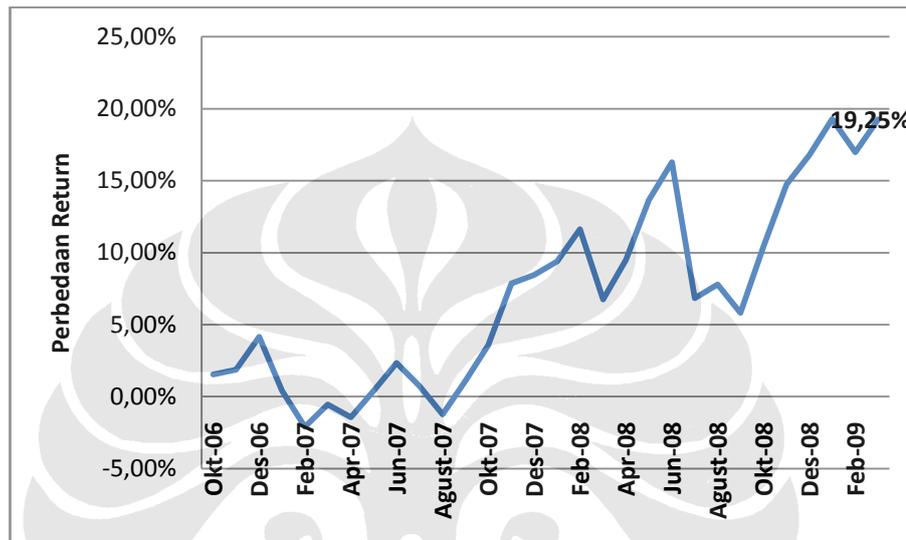
Hasil pengukuran kinerja dengan metode *Return-Based Style Analysis* ini mengindikasikan strategi *selection* yang digunakan oleh manajer investasi Phinisi Dana Saham ini cukup tepat karena dapat meningkatkan *return* Reksa Dana ini di atas *return style*-nya yang bersifat *low cost*.

#### 4. 4. 12. Kinerja Rencana Cerdas

Gambar 4. 27. *Cumulative Return Difference*

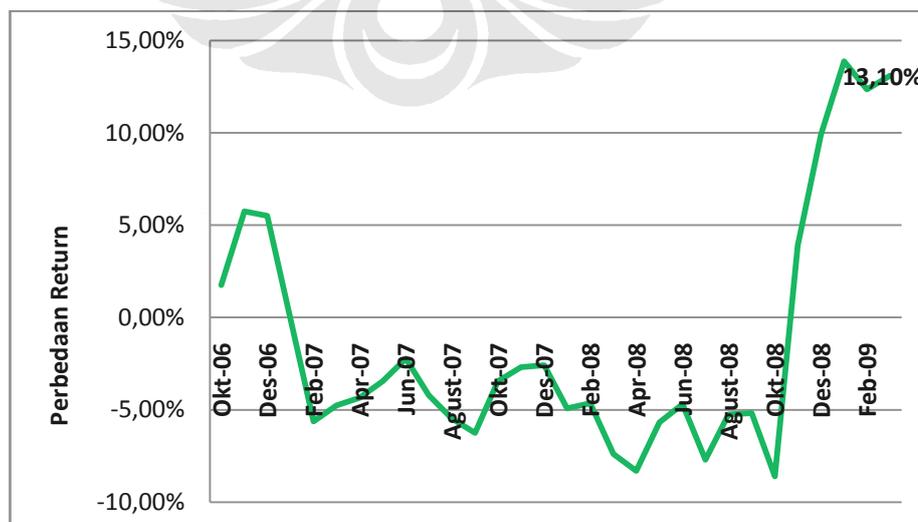
##### Panel a. *Fund versus Industrial Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *industrial benchmark*. Yang dimaksud dengan *industrial benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel indeks industri. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



##### Panel b. *Fund versus Board Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *board benchmark*. Yang dimaksud dengan *board benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel kelompok papan pencatatan. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



Berdasarkan tabel 4.4, bila dibandingkan dengan *benchmark* sektoral, hasil pengujian beda rerata menunjukkan Rencana Cerdas tidak gagal mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* bulanan Reksa Dana terhadap *style* industri mencapai 0,642%, tertinggi kedua di antara seluruh Reksa Dana, dengan nilai  $t$  sebesar 1,133. *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah 19,25%. Sedangkan bila dibandingkan dengan *benchmark* papan pencatatan, hasil pengujian beda rerata bulanan menunjukkan Rencana Cerdas juga tidak gagal mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* Reksa Dana dengan *style* papan pencatatan mencapai 0,437% dengan  $t$  sebesar 0,686. *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah 9,22%. Grafik selisih *return* kumulatif pada masing-masing panel selama periode pengamatan sama-sama memperlihatkan tren *return* yang berbeda-beda tapi sama-sama fluktuatif dan menunjukkan kemajuan pesat pada akhir tahun 2008. Fokus akan diarahkan pada *benchmark* industri saja karena *benchmark* ini lebih akurat dalam menjelaskan *style* Reksa Dana. Dari sisi *fund versus industrial benchmark*, perbedaan *return* menunjukkan tren di atas nol. Akan tetapi, nilai absolut  $t$  yang kecil dari kedua model menunjukkan bahwa secara statistik perbedaan *return* itu tidak signifikan (tolak  $H_1$ ), artinya *selection return* dari bulan ke bulan-nya secara statistik dan secara signifikan tidak berbeda dengan nilai nol. Hal ini berarti masih ada kemungkinan Rencana Cerdas akan menunjukkan kinerja yang berlawanan di masa datang.

Dari sudut pandang *benchmark* yang lebih akurat, yaitu *benchmark* industri, Rencana Cerdas cukup mampu mengalahkan *style*. Artinya, manajer investasi Reksa Dana tersebut cukup mampu mengalahkan pasar dan tanggap dalam melakukan penyesuaian-penyesuaian yang terjadi di pasar. Walaupun rata-rata selisih *return* Reksa Dana Rencana Cerdas dengan *style*-nya tidak signifikan berbeda secara statistik, namun dilihat dari sudut *opportunity cost* dalam berinvestasi, perbedaan tersebut signifikan secara keuangan.

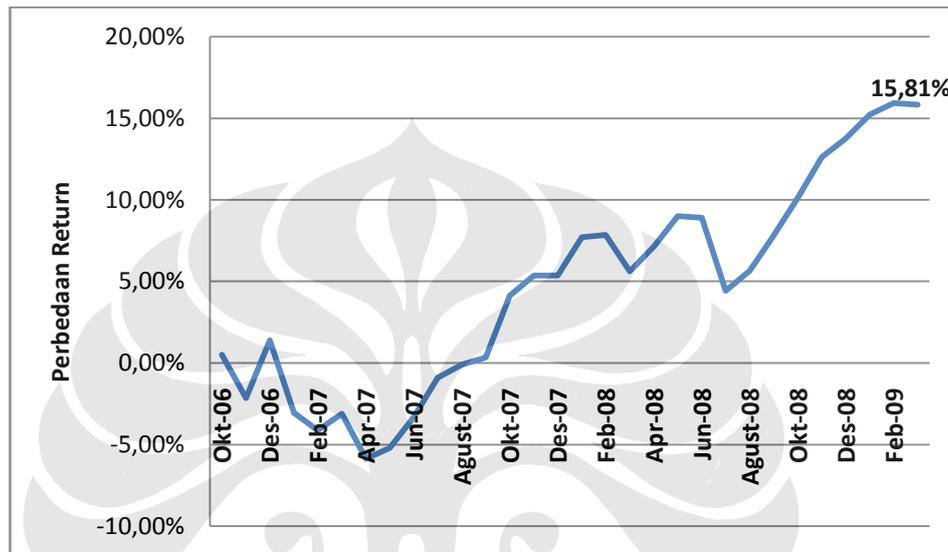
Hasil pengukuran kinerja dengan metode *Return-Based Style Analysis* ini mengindikasikan strategi *selection* yang digunakan oleh manajer investasi Rencana Cerdas ini cukup tepat karena dapat meningkatkan *return* Reksa Dana ini di atas *return style*-nya yang bersifat *low cost*.

#### 4. 4. 13. Kinerja Schroder Dana Prestasi Plus

Gambar 4. 28. *Cumulative Return Difference*

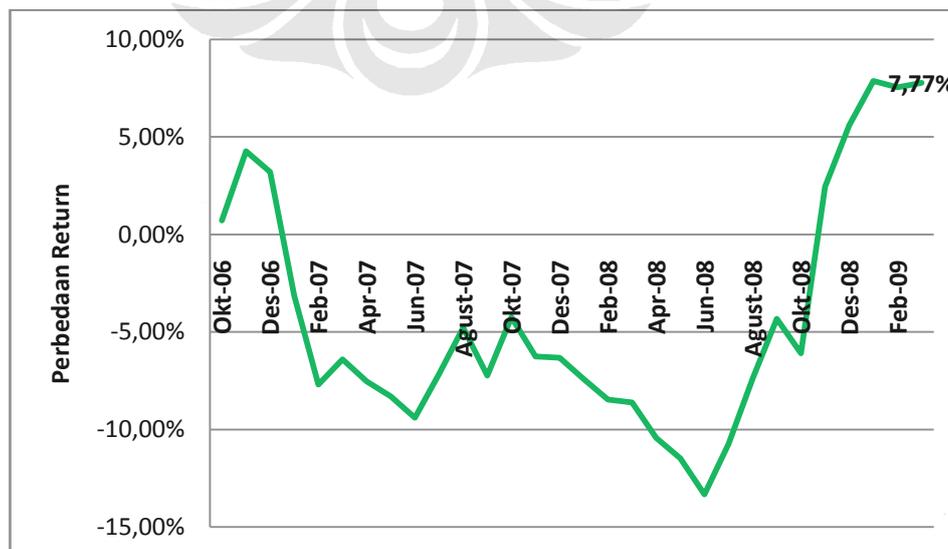
##### Panel a. *Fund versus Industrial Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *industrial benchmark*. Yang dimaksud dengan *industrial benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel indeks industri. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



##### Panel b. *Fund versus Board Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *board benchmark*. Yang dimaksud dengan *board benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel kelompok papan pencatatan. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



Berdasarkan tabel 4.4, bila dibandingkan dengan *benchmark* sektoral, hasil pengujian beda rerata menunjukkan Schroder Dana Prestasi Plus tidak gagal mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* bulanan Reksa Dana terhadap *style* industri mencapai 0,527% dengan nilai  $t$  sebesar 1,387. *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah 15,81%. Sedangkan bila dibandingkan dengan *benchmark* papan pencatatan, hasil pengujian beda rerata bulanan menunjukkan Schroder juga tidak gagal mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* Reksa Dana dengan *style* papan pencatatan mencapai 0,259% dengan  $t$  sebesar 0,497. *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah 7,77%. Grafik selisih *return* kumulatif pada masing-masing panel selama periode pengamatan memperlihatkan tren *return* yang berbeda-beda tapi menunjukkan kemajuan pada akhir tahun 2008. Fokus akan diarahkan pada *benchmark* industri karena *benchmark* ini lebih akurat dalam menjelaskan *style* Reksa Dana. Dari sisi *fund versus industrial benchmark*, perbedaan *return* menunjukkan tren di atas nol. Akan tetapi, nilai absolut  $t$  yang kecil dari kedua model menunjukkan bahwa secara statistik perbedaan *return* itu tidak signifikan (tolak  $H_1$ ), artinya *selection return* dari bulan ke bulan-nya secara statistik dan secara signifikan tidak berbeda dengan nilai nol. Hal ini berarti masih ada kemungkinan Schroder akan menunjukkan kinerja yang berlawanan di masa datang.

Tapi, dari sudut pandang *benchmark* yang lebih akurat, yaitu *benchmark* industri, Schroder cukup mampu mengalahkan *style*. Artinya, manajer investasi Reksa Dana tersebut cukup mampu mengalahkan pasar dan tanggap dalam melakukan penyesuaian-penyesuaian yang terjadi di pasar. Walaupun rata-rata selisih *return* Reksa Dana Schroder dengan *style*-nya tidak signifikan berbeda secara statistik, namun dilihat dari sudut *opportunity cost* dalam berinvestasi, perbedaan tersebut signifikan secara keuangan.

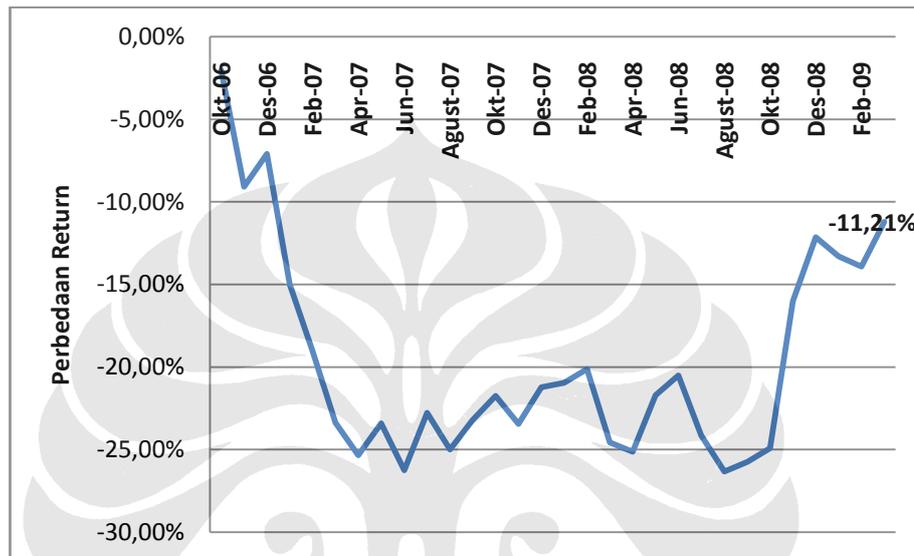
Hasil pengukuran kinerja dengan metode *Return-Based Style Analysis* ini mengindikasikan strategi *selection* yang digunakan oleh manajer investasi Schroder Dana Prestasi Plus ini cukup tepat karena dapat meningkatkan *return* Reksa Dana ini di atas *return style*-nya yang bersifat *low cost*.

#### 4. 4. 14. Kinerja Si Dana Saham

Gambar 4. 29. *Cumulative Return Difference*

##### Panel a. *Fund versus Industrial Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *industrial benchmark*. Yang dimaksud dengan *industrial benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel indeks industri. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



##### Panel b. *Fund versus Board Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *board benchmark*. Yang dimaksud dengan *board benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel kelompok papan pencatatan. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



Berdasarkan tabel 4.4, bila dibandingkan dengan *benchmark* sektoral, hasil pengujian beda rerata menunjukkan Si Dana Saham tidak berhasil mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* bulanan Reksa Dana dengan *style* industri mencapai -0,374% dengan *t* sebesar -0,586. *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah -11,21%. Sedangkan bila dibandingkan dengan *benchmark* industri, hasil pengujian beda rerata menunjukkan Si Dana Saham juga tidak berhasil mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* bulanan Reksa Dana dengan *style* industri mencapai -0,276% dengan nilai *t* sebesar -0,394. *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah -8,29%. Grafik selisih *return* kumulatif pada kedua panel selama periode pengamatan sama-sama memperlihatkan tren *return* yang di bawah nol. Akan tetapi nilai absolut *t* yang kecil dari kedua model menunjukkan bahwa secara statistik perbedaan *return* itu tidak signifikan (tolak  $H_1$ ), artinya *selection return* dari bulan ke bulan-nya secara statistik dan secara signifikan tidak berbeda dengan nilai nol. Hal ini berarti masih ada kemungkinan Si Dana Saham akan menunjukkan kinerja yang berlawanan di masa datang.

Secara keseluruhan, Si Dana Saham belum mampu mengalahkan *style*. Artinya, manajer investasi Reksa Dana tersebut belum mampu mengalahkan pasar dan kurang cepat dalam melakukan penyesuaian-penyesuaian yang terjadi di pasar. Alasan lain diduga karena manajer Reksa Dana ini memberikan proporsi yang cukup besar untuk berinvestasi pada sektor properti. *Rolling window* menunjukkan nilai *selection* Reksa Dana itu semakin kecil, yang artinya manajer investasi menjadi semakin mengikuti strategi pasif untuk mengambil posisi aman. Walaupun rata-rata selisih *return* reksa dana Si Dana Saham dengan *style*-nya tidak signifikan berbeda secara statistik, namun dilihat dari sudut *opportunity cost* dalam berinvestasi, perbedaan tersebut signifikan secara keuangan.

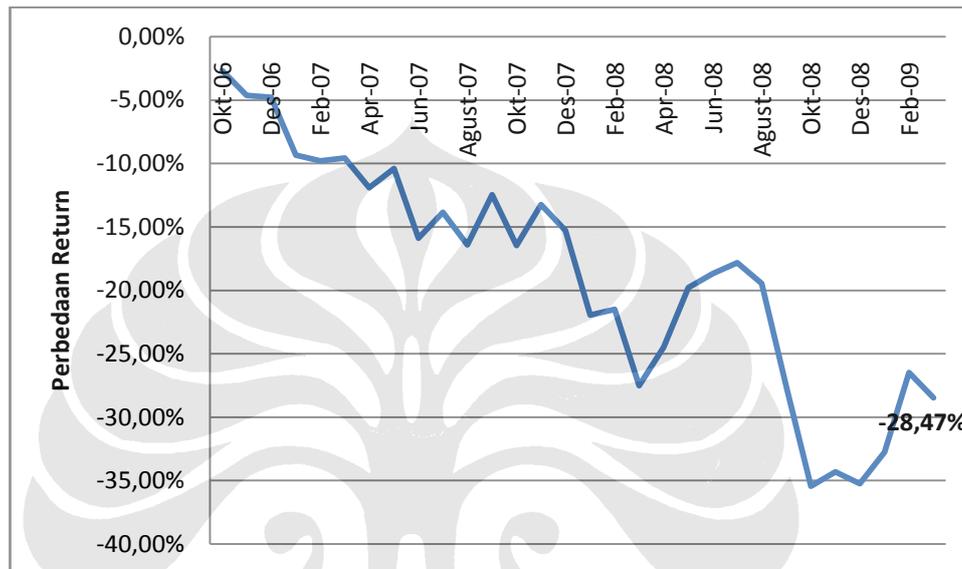
Hasil pengukuran kinerja ini mengindikasikan strategi *selection* yang digunakan oleh manajer investasi Si Dana Saham ini kurang tepat sehingga tidak dapat meningkatkan *return* reksa dana ini di atas *return style*-nya yang bersifat *low cost*. Akan lebih menguntungkan bagi para investor untuk berinvestasi pada *style* Reksa Dana ini.

#### 4. 4. 15. Kinerja Platinum Saham

Gambar 4. 30. *Cumulative Return Difference*

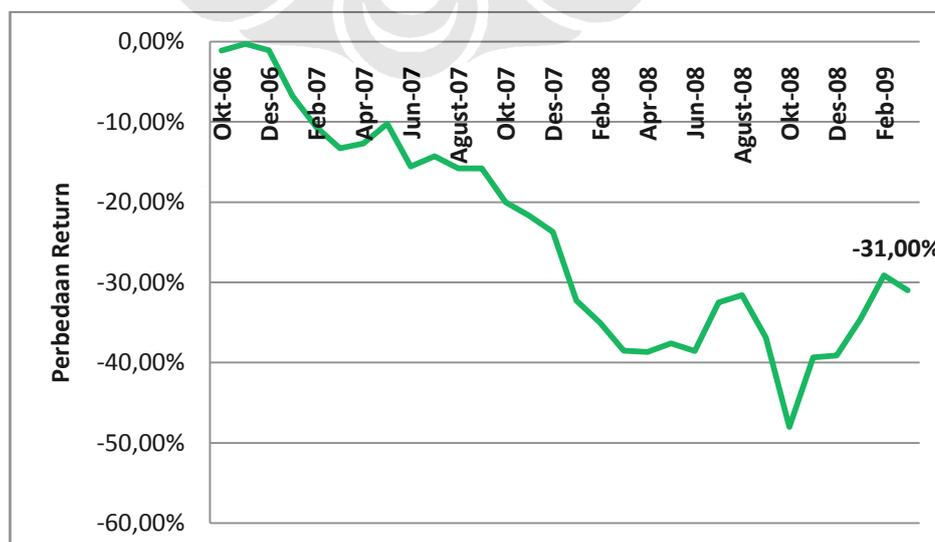
##### Panel a. *Fund versus Industrial Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *industrial benchmark*. Yang dimaksud dengan *industrial benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel indeks industri. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



##### Panel b. *Fund versus Board Benchmark*

Grafik ini menunjukkan *selection return* kumulatif bulanan periode Oktober 2006-Maret 2009. *Selection return* merupakan selisih *return* aktual Reksa Dana dan *estimated return* yang diberikan *board benchmark*. Yang dimaksud dengan *board benchmark* adalah patokan investasi yang dihasilkan dari model *style* dengan variabel kelompok papan pencatatan. Estimasi *style* per bulan diukur dengan menggunakan *returns* dari bulan t-1 sampai t-30.



Berdasarkan tabel 4.4, bila dibandingkan dengan *benchmark* sektoral, hasil pengujian beda rerata menunjukkan Platinum Saham tidak berhasil mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* bulanan Reksa Dana dengan *style* industri mencapai -0,949% dengan *t* sebesar -1,406. *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah -28,47%. Sedangkan bila dibandingkan dengan *benchmark* industri, hasil pengujian beda rerata menunjukkan Platinum Saham juga tidak berhasil mengungguli *style*-nya dengan rata-rata selisih antara *return* bulanan Reksa Dana dengan *style* industri mencapai -1,033% dengan nilai *t* sebesar -1,361. *Return* kumulatif pada akhir Maret 2009 adalah -31,00%. Grafik selisih *return* kumulatif pada kedua panel selama periode pengamatan sama-sama memperlihatkan tren *return* yang di bawah nol. Akan tetapi nilai absolut *t* yang kecil dari kedua model menunjukkan bahwa secara statistik perbedaan *return* itu tidak signifikan (tolak  $H_1$ ), artinya *selection return* dari bulan ke bulan-nya secara statistik dan secara signifikan tidak berbeda dengan nilai nol. Hal ini berarti masih ada kemungkinan Platinum Saham akan menunjukkan kinerja yang berlawanan di masa datang.

Secara keseluruhan, Platinum Saham belum mampu mengalahkan *style*. Artinya, manajer investasi Reksa Dana tersebut belum mampu mengalahkan pasar dan kurang cepat dalam melakukan penyesuaian-penyesuaian yang terjadi di pasar. Alasan lain diduga karena manajer Reksa Dana ini memberikan proporsi yang cukup besar untuk berinvestasi pada sektor properti. *Rolling window* menunjukkan nilai *selection* Reksa Dana itu semakin kecil, yang artinya manajer investasi menjadi semakin mengikuti strategi pasif untuk mengambil posisi aman. Walaupun rata-rata selisih *return* reksa dana Platinum Saham dengan *style*-nya tidak signifikan berbeda secara statistik, namun dilihat dari sudut *opportunity cost* dalam berinvestasi, perbedaan tersebut signifikan secara keuangan.

Hasil pengukuran kinerja ini mengindikasikan strategi *selection* yang digunakan oleh manajer investasi Platinum Saham ini kurang tepat sehingga tidak dapat meningkatkan *return* reksa dana ini di atas *return style*-nya yang bersifat *low cost*. Akan lebih menguntungkan bagi para investor untuk berinvestasi pada *style* Reksa Dana ini.

#### 4. 5. Komparasi Kinerja Reksa Dana Saham

Analisis terakhir adalah komparasi hasil evaluasi kinerja dan pemeringkatan Reksa Dana dengan dua pendekatan yang berbeda. Dua tabel berikut ini menampilkan peringkat Reksa Dana dengan pendekatan berbeda, yaitu pemeringkatan Reksa Dana berdasarkan *style* investasi (Tabel 4.5) dan pemeringkatan Reksa Dana dengan metode konvensional yang dikenal dengan nama *Risk-Adjusted Performance* (Tabel 4.6).

**Tabel 4. 5. Peringkat Reksa Dana dengan pendekatan *Return-Based Style Analysis***

NO	Reksa Dana	Industrial-Based Selection Return	Ranking	Board-Based Selection Return	Ranking
1	Bahana Dana Prima	-0,141%	10	0,030%	9
2	BNI Berkembang	-2,894%	15	-3,815%	15
3	Fortis Ekuitas	0,793%	1	0,932%	1
4	Dana Sentosa	-1,324%	14	-2,125%	14
5	Manulife Dana Saham	0,514%	4	0,439%	3
6	Master Dinamis	0,241%	6	0,280%	6
7	Mawar Danareksa	0,216%	7	0,174%	8
8	TRIM Kapital	0,118%	9	0,631%	2
9	Nikko Saham Nusantara	-0,641%	12	-1,387%	13
10	Panin Dana Maksima	0,143%	8	-0,561%	11
11	Phinisi Dana Saham	0,460%	5	0,307%	5
12	Rencana Cerdas	0,642%	2	0,437%	4
13	Schroder Dana Prestasi Plus	0,527%	3	0,259%	7
14	Si Dana Saham	-0,374%	11	-0,276%	10
15	Platinum Saham	-0,949%	13	-1,033%	12

**Tabel 4. 6. Peringkat Reksa Dana dengan pendekatan *Risk-adjusted Performance***

NO	Reksa Dana	Jensen's Alpha	Ranking	Treynor	Ranking	Sharpe	Ranking
1	Bahana Dana Prima	0,179%	8	0,01309	6	0,13671	7
2	BNI Berkembang	-2,634%	15	-0,01333	15	-0,14519	15
3	Fortis Ekuitas	0,452%	3	0,01554	3	0,16354	3
4	Dana Sentosa	-1,331%	14	-0,00386	14	-0,03953	14
5	Manulife Dana Saham	0,287%	5	0,01429	5	0,15630	5
6	Master Dinamis	-0,252%	11	0,00900	11	0,09438	11
7	Mawar Danareksa	-0,024%	9	0,01122	9	0,12081	9
8	TRIM Kapital	-0,105%	10	0,01051	10	0,10902	10
9	Nikko Saham Nusantara	-0,617%	12	0,00435	13	0,04377	13
10	Panin Dana Maksima	0,554%	2	0,01775	2	0,18788	2
11	Phinisi Dana Saham	0,434%	4	0,01553	4	0,16170	4
12	Rencana Cerdas	0,165%	6	0,01309	7	0,14019	6
13	Schroder Dana Prestasi Plus	0,664%	1	0,01842	1	0,20483	1
14	Si Dana Saham	0,101%	7	0,01253	8	0,13329	8
15	Platinum Saham	-0,636%	13	0,00560	12	0,05865	12

Seperti yang diketahui bersama, metode klasik seperti *Risk-Adjusted Performance* menggunakan *benchmark* pasar (IHSG misalnya) sebagai parameter utama. Sedangkan inovasinya, *style analysis* berparameterkan variabel *style benchmark*. Tujuan dari komparasi ini adalah untuk melihat apakah Reksa Dana yang memiliki kinerja terbaik versi pendekatan *risk-adjusted* juga menunjukkan kinerja yang serupa pada pendekatan *style* investasi, demikian juga sebaliknya. Tujuan komparasi pemeringkatan ini dilakukan demi memberikan informasi selengkap-lengkapnyanya kepada investor.

Penelitian ini menduga *style analysis* memberikan evaluasi kinerja yang lebih akurat. Hal ini disebabkan *risk-adjusted method* hanya menggunakan satu variabel, yaitu *return* pasar yang menjadi *benchmark* umum bagi semua Reksa Dana, dengan hasil akhir tanpa menjelaskan bagaimana proses itu berlangsung. Sedangkan *style analysis* pada dasarnya merupakan model multi-faktor, di mana faktor yang diukur lebih banyak sehingga tingkat keakuratan model dapat bernilai lebih tinggi. Selain itu, *style analysis* memberikan setiap Reksa Dana mempunyai *benchmark* tersendiri, mampu menampilkan output yang lebih detail, serta menampilkan proses keputusan manajer investasi dalam alokasi aset sehingga preferensi investor dapat dicocokkan dengan preferensi manajer.

Dari tabel 4.5 dan 4.6 terlihat bahwa sebagian besar Reksa Dana memiliki peringkat yang tidak jauh berbeda antara *risk-adjusted performance* dan *style analysis*. Reksa Dana yang *outperformed* terhadap *benchmark style* masing-masing umumnya juga *outperformed* terhadap pasar. Demikian juga sebaliknya.

Reksa Dana yang berperingkat kinerja terbagus menurut *style* umumnya juga berada dalam peringkat yang teratas menurut *risk-adjusted performance*. Reksa Dana tersebut adalah Fortis Ekuitas, Schroder Dana Prestasi Plus, dan Manulife Dana Saham. Reksa Dana yang berperingkat menengah menurut *style* sebagian besar juga berada pada peringkat menengah menurut *risk-adjusted performance*. Reksa Dana berperingkat menengah menurut *style* dan *risk-adjusted performance* adalah Bahana Dana Prima, Master Dinamis, Danareksa Mawar, TRIM Kapital, Phinisi Dana Saham, dan Si Dana Saham. Sedangkan Reksa Dana yang berperingkat terbawah baik menurut *style* investasi dan *risk-adjusted performance* ialah BNI Berkembang, Dana Sentosa, Nikko, dan Platinum Saham.

Untuk Panin Dana Maksima dan Rencana Cerdas yang diberikan peringkat yang berbeda dari kedua metode, investor sebaiknya lebih memakai hasil pengukuran kinerja dari sisi *style* karena parameter yang dipakai lebih spesifik dan mencerminkan proses investasi. Dalam memberikan informasi seputar kinerja Reksa Dana seperti di media massa misalnya, investor biasanya hanya diberikan hasil akhir berupa indeks Sharpe. Akan tetapi, dengan diberikannya nilai *selection return*, investor dapat melihat kinerja Reksa Dana yang lebih spesifik, sehingga pada akhirnya, investor dapat menentukan pilihan Reksa Dana-nya.

Seperti yang telah ditampilkan tabel 4.5 dan 4.6, sebagian besar Reksa Dana memiliki peringkat yang tidak jauh berbeda antara *risk-adjusted performance* dan *style* investasi. Hal ini diperkuat dengan uji korelasi antara skor yang didapat dari evaluasi kinerja dengan pendekatan *style* sektoral/industrial dan skor yang diperoleh dari metode evaluasi yang lain. Tabel 4.7 memuat hasil dari pengujian korelasi ini.

**Tabel 4. 7. Tabel Korelasi antara *Style* dan Metode Pengukuran Kinerja Lain**

Tabel ini menunjukkan korelasi antara skor kinerja berdasarkan *style* investasi (rata-rata *selection return* bulanan) dan skor kinerja berdasarkan *risk-adjusted performance* dengan memakai *Spearman Correlation Tests*. Nilai korelasi pada tabel menunjukkan adanya korelasi positif antara skor dari metode *style* terhadap skor dari metode *risk-adjusted return*. Artinya, Reksa Dana yang memiliki nilai *selection return* yang lebih baik cenderung juga memiliki nilai Jensen, Sharpe, dan Treynor yang lebih tinggi juga.

No	Tabel Korelasi	Nilai	Signifikan pada $\alpha = 1\%$
1	Style Industrial Model-Style Board Model	0,850	Signifikan
2	Style Industrial Model-Jensen's Alpha	0,775	Signifikan
3	Style Industrial Model-Treynor Index	0,786	Signifikan
4	Style Industrial Model-Sharpe Index	0,800	Signifikan

Tabel 4.7 menunjukkan adanya korelasi positif yang tergolong tinggi (*similar relationships*) antara skor dari metode *style* investasi terhadap skor dari metode *risk-adjusted return*. Artinya, Reksa Dana yang memiliki nilai rata-rata *selection return* yang lebih baik berdasarkan *style* investasi sektoral cenderung juga memiliki nilai Jensen, Sharpe, dan Treynor yang lebih tinggi juga. Sedangkan Reksa Dana yang memiliki nilai rata-rata *selection return* yang lebih rendah berdasarkan *style* sektoral cenderung memiliki nilai yang lebih rendah juga berdasarkan metode-metode evaluasi kinerja lain.

Korelasi yang positif ini juga menunjukkan bahwa evaluasi kinerja dengan pendekatan *style* investasi dapat digunakan sebagai metode alternatif dalam mengukur kinerja portofolio, terutama Reksa Dana saham. tapi, untuk mengukur portofolio bertipe pendapatan tetap, pasar uang, atau campuran, diperlukan riset yang lebih jauh.

Berdasarkan perbandingan pada ketiga tabel di atas, Reksa Dana yang patut direkomendasikan ialah Reksa Dana yang mampu mengalahkan pasar sekaligus *benchmark* indeks, yaitu Fortis Ekuitas, Schroder Dana Prestasi Plus, dan Manulife Dana Saham. Sedangkan Reksa Dana yang tidak direkomendasikan karena tidak mampu mengungguli pasar maupun *style*-nya adalah BNI Berkembang, Dana Sentosa, Nikko Saham Nusantara, dan Platinum Saham. Sebagai informasi, BNI Berkembang, Dana Sentosa, dan Nikko Saham tergolong Reksa Dana yang menerapkan strategi aktif berdasarkan nilai *selection*-nya. Hasil akhir berupa peringkat terbawah yang didapatkan ketiga Reksa Dana tersebut mengindikasikan bahwa strategi aktif yang dilakukan oleh ketiga manajer *funds* tersebut ternyata belum berhasil dijalankan. Oleh karena itu, rekomendasi yang sesuai adalah investor sebaiknya lebih memilih manajer investasi yang memakai strategi pasif untuk mengambil posisi aman karena manajer investasi di Indonesia diduga belum mampu menjalankan strategi aktif.