

BAB 4

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini akan mencoba menganalisis hasil dari pengolahan data yang telah dilakukan. Analisis dan pembahasan pada bagian ini akan terbagi ke dalam empat subbab besar antara lain :

4.1 Analisa Kinerja Reksa Dana Keseluruhan Periode Penelitian

Tabel di bawah ini merupakan rangkuman dari hasil perhitungan dengan model Henrikson Merton pada keseluruhan periode penelitian.

Tabel 4. 1 : Perhitungan Kinerja Reksa Dana Keseluruhan Periode

Kode Reksa Dana	Koefisien						Selectivity Ability		Market Timing Ability		Signifikansi (5%)		
	α	Prob.	B	Prob.	γ	Prob.	$\alpha > 0$	$\alpha < 0$	$\gamma > 0$	$\gamma < 0$	α	γ	
BDP	0,00010	0,55660	1,09413	0,00000	-0,01546	0,67260	v			v	tidak	tidak	
BNIB	0,00045	0,37350	1,14509	0,00000	-0,22845	0,04850	v			v	tidak	signifikan	
DS	0,00033	0,35290	0,80114	0,00000	-0,19317	0,01050	v			v	tidak	signifikan	
DM	-0,00021	0,27580	0,96780	0,00000	0,04047	0,31540		v	v		tidak	tidak	
FE	0,00018	0,38110	1,07591	0,00000	0,01305	0,74440	v		v		tidak	tidak	
MD	-0,00015	0,48700	0,98823	0,00000	0,01127	0,82080		v	v		tidak	tidak	
MDS	0,00008	0,53420	0,97624	0,00000	0,02578	0,18470	v		v		tidak	tidak	
NSN	0,00016	0,61340	0,76180	0,00000	-0,08629	0,11270	v			v	tidak	tidak	
PDM	0,00034	0,30260	0,81846	0,00000	-0,02495	0,72510	v			v	tidak	tidak	
PDS	0,00005	0,67840	1,04218	0,00000	0,02308	0,23240	v		v		tidak	tidak	
RC	0,00001	0,97180	1,02441	0,00000	0,03288	0,22370	v		v		tidak	tidak	
SDPP	-0,00015	0,25520	0,93274	0,00000	0,07849	0,00320		v	v		tidak	signifikan	
TK	0,00028	0,26750	1,16087	0,00000	-0,01021	0,84760	v			v	tidak	tidak	
Rata-rata	0,00011		0,98377		-0,02565								
Jumlah reksa dana							10	3	7	6	0	3	
Korelasi													-0,7648

Sumber : hasil pengolahan data penulis

Berdasarkan perhitungan dengan model Henrikson Merton dari keseluruhan periode, terdapat sepuluh reksa dana saham yang dapat dikatakan sudah memiliki kemampuan penyeleksian sekuritas (*selectivity*) yang superior dan mampu menghasilkan *abnormal return* bagi investor, hal ini tercermin dari nilai α_p yang dihasilkan bernilai positif. Kesepuluh reksa dana itu antara lain Bahana Dana Prima (0,00010), BNI Berkembang (0,00045), Dana Sentosa (0,00033), Fortis Ekuitas (0,00018), Manulife Dana Saham (0,00008), Nikko Saham Nusantara (0,00016), Panin Dana Maksima (0,00034), Phinisi Dana Saham

(0,00005), Rencana Cerdas (0,00001), Trim Kapital (0,00028). Sedangkan tiga reksa dana lainnya yaitu Danareksa Mawar (-0,00021), Maestro Dinamis (-0,00015), dan Schroder Dana Prestasi Plus (-0,00015) menghasilkan α_p yang bernilai negatif. Implikasi dari nilai tersebut adalah ketiga reksa dana tersebut memiliki kemampuan *selectivity* yang inferior atau dengan kata lain kemampuan yang ada belum dapat memberikan kontribusi dalam bentuk *abnormal return* yang dapat meningkatkan *value* bagi investornya. Hasil perhitungan dari rata-rata α_p dari sampel penelitian bernilai sebesar 0,00011, nilai ini menunjukkan bahwa dari keseluruhan periode penelitian rata-rata manajer investasi memiliki kemampuan untuk mengidentifikasi saham yang *undervalued* di pasar dan mampu memberikan kontribusi kepada investornya berupa *abnormal return*. Namun hasil estimasi secara keseluruhan dari penelitian ini belum dapat dibuktikan melalui signifikansi statistik.

Kemudian dari hasil perhitungan keseluruhan periode, terdapat enam reksa dana saham yang memiliki nilai β_p lebih besar dari satu ($\beta_p > 1$), reksa dana tersebut antara lain Bahana Dana Prima (1,09413), BNI Berkembang (1,14509), Fortis Ekuitas (1,07591), Phinisi Dana Saham (1,04218), Rencana Cerdas (1,02441), Trim Kapital (1,16087). Nilai ini memiliki implikasi bahwa keenam reksa dana ini memiliki alokasi portofolio pada saham-saham yang memiliki beta (β) yang lebih tinggi dari pasar. Sedangkan ketujuh reksa dana lainnya memiliki β_p yang lebih kecil dari satu ($\beta_p < 1$) yang berarti bahwa ketujuh reksa dana lainnya memiliki alokasi portofolio pada saham-saham yang memiliki beta (β) lebih rendah dari pasar ataupun pada aset bebas risiko. Sedangkan nilai rata-rata dari β_p seluruh periode bernilai sebesar 0,98377, berarti rata-rata portofolio sampel reksa dana penelitian mengalokasikan dananya pada saham-saham dengan β yang lebih rendah dari pasar atau pada aset bebas risiko. Sedangkan hasil estimasi dapat juga diinterpretasikan bahwa setiap *excess return* (*market return-risk free asset*) sebesar 1% akan meningkatkan *excess return* portofolio rata-rata reksa dana sebesar 0,98377% pada keseluruhan periode. Hasil perhitungan dari β_p dari keseluruhan periode terbukti signifikan secara statistik.

Kemampuan *market timing* yang dicerminkan dengan simbol gamma (γ) menunjukkan terdapat tujuh reksa dana yang memiliki nilai γ_p positif, reksa dana

tersebut antara lain Danareksa Mawar (0,04047), Fortis Ekuitas (0,01305), Maestro Dinamis (0,01127), Manulife Dana Saham (0,02578), Phinisi Dana Saham (0,02308), Rencana Cerdas (0,03288), Schroder Dana Prestasi Plus (0,07849). Manajer investasi dari ketujuh reksa dana tersebut dapat dikatakan telah memiliki kemampuan *market timing* yang superior, sehingga dapat menyesuaikan alokasi aset portofolionya dengan kondisi pasar dan mampu memberikan tambahan *return* yang positif bagi investor dengan kemampuan tersebut. Sedangkan keenam sampel reksa dana lainnya memiliki kemampuan *market timing* yang inferior, hal tersebut tercermin dari nilai γ_p yang negatif. Kemampuan *market timing* yang inferior mengimplikasikan bahwa kemampuan yang dimiliki belum dapat meningkatkan kontribusi positif terhadap *return* reksa dana tersebut. Rata-rata dari γ_p dari sampel penelitian adalah sebesar -0,02565. Dengan kata lain rata-rata reksa dana dari keseluruhan periode masih memiliki kemampuan *market timing* yang inferior atau kemampuan yang dimiliki manajer investasi belum dapat memberikan kontribusi positif terhadap *return* reksa dana tersebut. Jika melihat signifikansi dari hasil perhitungan hanya terdapat tiga reksa dana yang terbukti signifikan secara statistik antara lain reksa dana BNI Berkembang (BNIB), Dana Sentosa (DS), dan Schroder Dana Prestasi Plus (SDPP), sedangkan sampel reksa dana lainnya belum dapat dinyatakan signifikan secara statistik.

Hasil penelitian dari kinerja sampel reksa dana keseluruhan periode juga memperlihatkan hasil perhitungan koefisien korelasi antara kemampuan *selectivity* dan *market timing* adalah sebesar -0,7648, besaran ini dapat mengimplikasikan bahwa seorang manajer investasi yang memiliki kemampuan *selectivity* ternyata bukan seorang *market timer* yang baik dan begitu pula sebaliknya. Korelasi ini diperkuat dengan data yang menjelaskan 69% (9 dari 13) sampel reksa dana penelitian memiliki tanda berlawanan untuk hasil dari perhitungan α dan γ . Hubungan negatif ini konsisten dengan hasil pengujian-pengujian yang dilakukan sebelumnya yang juga menggunakan model Henrikson Merton.

4. 2 Analisa Kinerja Reksa Dana Pada Periode *Bullish* dan *Bearish*

Analisis tahap kedua ini bertujuan untuk mengidentifikasi kemampuan dari *selectivity* dan *market timing* yang dimiliki oleh manajer investasi pada bulan-bulan *bullish* dan *bearish* yang terjadi selama periode penelitian. Penetapan bulan *bullish* dan *bearish* dilakukan sesuai dengan tinjauan literatur yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya. Analisis dari masing-masing periode akan dibuat secara lebih mendalam pada subbab berikut ini :

4. 2. 1 Analisis Kinerja Reksa Dana Pada Periode *Bullish*

Tabel 4. 2 : Perhitungan Kinerja Reksa Dana Pada Periode *Bullish*

Kode Reksa Dana	Koefisien						Selectivity Ability		Market Timing Ability		Signifikansi (5%)		
	α	Prob.	B	Prob.	γ	Prob.	$\alpha > 0$	$\alpha < 0$	$\gamma > 0$	$\gamma < 0$	α	γ	
BDP	-0,00005	0,8610	1,05527	0,0000	0,03621	0,5991		v	v		tidak	tidak	
BNIB	-0,00039	0,3488	0,85443	0,0000	0,02877	0,7774		v	v		tidak	tidak	
DS	0,00135	0,0336	0,65705	0,0000	-0,20801	0,1785	v			v	Signifikan	tidak	
DM	-,00026	0,3462	0,97546	0,0000	0,04341	0,5163		v	v		tidak	tidak	
FE	0,00024	0,3909	1,04108	0,0000	0,02105	0,6685	v		v		tidak	tidak	
MD	-0,00013	0,6460	0,93993	0,0000	0,01297	0,8640		v	v		tidak	tidak	
MDS	0,00015	0,4590	0,99308	0,0000	0,01788	0,6161	v		v		tidak	tidak	
NSN	0,00035	0,5184	0,57344	0,0000	0,03748	0,7004	v		v		tidak	tidak	
PDM	0,00073	0,0278	0,77916	0,0000	-0,06700	0,2593	v			v	signifikan	tidak	
PDS	0,00003	0,8781	1,04854	0,0000	-0,00006	0,9987	v			v	tidak	tidak	
RC	-0,00033	0,2674	0,96033	0,0000	0,09243	0,1915		v	v		tidak	tidak	
SDPP	-0,00018	0,3473	0,96092	0,0000	0,06652	0,1676		v	v		tidak	tidak	
TK	0,00046	0,3032	1,18943	0,0000	-0,11602	0,3300	v			v	tidak	tidak	
Rata-rata	0,00015		0,92524		-0,00264								
Jumlah reksa dana							7	6	9	4	2	0	
Korelasi													-0,8882

Sumber : hasil pengolahan data penulis

Pada periode *bulish* hasil perhitungan menunjukkan bahwa terdapat tujuh reksa dana yang dapat dikatakan sudah memiliki kemampuan penyeleksian sekuritas (*selectivity*) yang superior dan dapat memberikan kontribusi positif bagi *return* yang akan diterima oleh investor, kemampuan ini tercermin dari nilai estimasi α_p yang dihasilkan bernilai positif. Ketujuh reksa dana tersebut antara lain Dana Sentosa (0,00135), Fortis Ekuitas (0,00024), Manulife Dana Saham (0,00015), Nikko Saham Nusantara (0,00035), Panin Dana Maksima (0,00073), Phinisi Dana Saham (0,00003), Trim Kapital (0,00046). Sedangkan keenam

sampel reksa dana saham lainnya masih memiliki α_p yang negatif, keenam reksa dana tersebut antara lain Bahana Dana Prima (-0,00005), BNI Berkembang (0,00039), Danareksa Mawar (-0,00026), Maestro Dinamis (-0,00013), Manulife Dana Saham (0,01788), Rencana Cerdas (0,00033), Schroder Dana Prestasi Plus (-0,00018). Implikasi dari nilai estimasi α_p negatif tersebut adalah bahwa kemampuan *selectivity* dari keenam reksa dana tersebut masih bersifat inferior atau dengan kata lain kemampuan yang ada belum dapat meningkatkan *value* bagi investornya. Nilai rata-rata α_p dari sampel penelitian bernilai sebesar 0,00015 yang menjelaskan bahwa rata-rata manajer investasi memiliki kemampuan untuk mengidentifikasi saham yang *undervalued* di pasar dan sudah dapat memberikan kontribusi kepada investornya berupa *abnormal return* pada periode pasar dalam kondisi *bullish*. Namun tidak semua nilai estimasi dari α_p sampel reksa dana saham dapat dinyatakan signifikan secara statistik, hanya reksa dana saham Dana Sentosa dan Panin Dana Maksima yang tingkat signifikansinya sudah dapat dibuktikan secara statistik.

Hasil penelitian selanjutnya menjelaskan bahwa hanya empat reksa dana saham yang memiliki nilai β_p lebih besar dari satu ($\beta_p > 1$), reksa dana tersebut antara lain Bahana Dana Prima (1,05527), Fortis Ekuitas (1,04108), Phinisi Dana Saham (1,04854), Trim Kapital (1,18943). Implikasi nilai tersebut adalah bahwa keempat reksa dana ini memiliki alokasi portofolio pada saham-saham yang memiliki beta (β) yang lebih tinggi dari pasar. Sedangkan sembilan reksa dana lainnya masih memiliki β_p yang lebih kecil dari satu ($\beta_p < 1$) atau yang memiliki alokasi portofolio pada saham-saham yang memiliki beta (β) lebih rendah dari pasar ataupun pada aset bebas risiko. Selain itu nilai rata-rata dari β_p seluruh sebesar 0,92524 berarti rata-rata portofolio reksa dana sampel mengalokasikan dananya pada saham-saham dengan β yang lebih rendah dari pasar atau pada aset bebas risiko pada saat pasar dalam kondisi *bullish*. Hasil estimasi dapat juga diinterpretasikan bahwa setiap *excess return* (*market return-risk free asset*) sebesar 1% akan meningkatkan *excess return* portofolio rata-rata reksa dana sebesar 0,92524% pada saat periode pasar dalam kondisi *bullish*. Hasil perhitungan dari β_p secara keseluruhan dari pada periode *bullish* ini juga sudah dapat dibuktikan signifikan secara statistik.

Simbol gamma (γ) yang mencerminkan kemampuan *market timing* dari manajer investasi mengindikasikan terdapat sembilan reksa dana saham yang memiliki nilai γ_p positif, reksa dana tersebut antara lain Bahana Dana Prima (0,03621), BNI Berkembang (0,02877), Danareksa Mawar (0,04341), Fortis Ekuitas (0,02105), Maestro Dinamis (0,01297), Manulife Dana Saham (0,01788), Nikko Saham Nusantara (0,03748), Rencana Cerdas (0,09243), Schroder Dana Prestasi Plus (0,06652). Manajer investasi dari sembilan reksa dana tersebut dapat dinyatakan telah memiliki kemampuan *market timing* yang superior, sehingga dapat menyesuaikan alokasi aset portofolionya dengan kondisi pasar dan mampu memberikan tambahan *return* yang positif bagi investor dengan kemampuannya tersebut. Sedangkan empat sampel reksa dana lainnya masih memiliki kemampuan *market timing* yang inferior, hal tersebut tercermin dari nilai γ_p yang negatif. Kemampuan *market timing* yang inferior mengimplikasikan kemampuan yang ada belum mampu memberikan kontribusi positif terhadap *return* reksa dana tersebut. Rata-rata dari γ_p dari sampel penelitian adalah sebesar -0,00264 atau dengan kata lain rata-rata reksa dana pada periode *bullish* masih memiliki kemampuan *market timing* yang inferior dan belum mampu meningkatkan *return* yang diterima oleh investor. Namun nilai estimasi dari kemampuan *market timing* pada periode *bullish* ini belum dapat dibuktikan seluruhnya secara statistik.

Hasil penelitian dari kinerja sampel reksa dana pada periode *bullish* juga memperlihatkan hasil perhitungan koefisien korelasi antara kemampuan *selectivity* dan *market timing* yang bernilai negatif adalah sebesar -0,8882, besaran ini dapat menjelaskan bahwa seorang manajer investasi yang memiliki kemampuan *selectivity* ternyata bukan seorang *market timer* yang baik dan begitu pula sebaliknya. Korelasi ini diperlihatkan juga dari data yang menjelaskan 69% (9 dari 13) sampel reksa dana penelitian memiliki tanda berlawanan untuk hasil dari perhitungan α dan γ . Hubungan negatif ini konsisten dengan hasil pengujian-pengujian yang dilakukan sebelumnya yang juga menggunakan model Henrikson Merton.

4. 2. 2 Analisis Kinerja Reksa Dana Pada Periode *Bearish*

Tabel 4. 3 : Perhitungan Kinerja Reksa Dana Pada Periode *Bearish*

Kode Reksa Dana	Koefisien						Selectivity Ability		Market Timing Ability		Signifikansi (5%)		
	α	Prob.	β	Prob.	γ	Prob.	$\alpha > 0$	$\alpha < 0$	$\gamma > 0$	$\gamma < 0$	α	γ	
BDP	0,00021	0,5716	1,12264	0,0000	-0,01501	0,7598	v			v	tidak	tidak	
BNIB	0,00103	0,4435	1,24305	0,0000	-0,21630	0,2427	v			v	tidak	tidak	
DS	-0,00082	0,3631	0,83373	0,0000	-0,07460	0,3302		v		v	tidak	tidak	
DM	-0,00013	0,7908	0,97956	0,0000	0,03125	0,6267		v	v		tidak	tidak	
FE	-0,00017	0,7132	1,08422	0,0000	0,03456	0,5696		v	v		tidak	tidak	
MD	0,00010	0,8498	1,02581	0,0000	0,03172	0,6575	v		v		tidak	tidak	
MDS	0,00018	0,4903	0,98435	0,0000	0,01445	0,5679	v		v		tidak	tidak	
NSN	-0,00002	0,9708	0,82189	0,0000	-0,04818	0,4489		v		v	tidak	tidak	
PDM	-0,00021	0,7525	0,82725	0,0000	-0,00450	0,9618		v		v	tidak	tidak	
PDS	0,00046	0,1154	1,05940	0,0000	0,02580	0,2994	v		v		tidak	tidak	
RC	0,00026	0,4646	1,05198	0,0000	0,03073	0,4364	v		v		tidak	tidak	
SDPP	-0,00002	0,9485	0,93477	0,0000	0,05934	0,1392		v	v		tidak	tidak	
TK	0,00027	0,6084	1,18456	0,0000	0,02914	0,6802	v		v		tidak	tidak	
Rata-rata	0,00009		1,01179		-0,00781								
Jumlah reksa dana							7	6	8	5	0	0	
Korelasi													-0,3551

Sumber : hasil pengolahan data penulis

Hasil perhitungan pada periode *bearish* yang juga menggunakan model Henrikson Merton menunjukkan bahwa terdapat tujuh manajer investasi dari reksa dana sudah memiliki kemampuan penyeleksian sekuritas (*selectivity*) yang superior dan dapat memberikan kontribusi positif bagi *return* yang akan diterima oleh investor, kemampuan ini tercermin dari nilai estimasi α_p yang dihasilkan bernilai positif. Ketujuh reksa dana tersebut antara lain Bahana Dana Prima (0,00021), BNI Berkembang (0,00103), Maestro Dinamis (0,00010), Manulife Dana Saham (0,00018), Phinisi Dana Saham (0,00046), Rencana Cerdas (0,00026), Trim Kapital (0,00027). Sedangkan hasil perhitungan dari enam reksa dana saham sampel lainnya yaitu Dana Sentosa (-0,00082), Danareksa Mawar (-0,00013), Fortis Ekuitas (-0,00017), Nikko Saham Nusantara (-0,00002), Panin Dana Maksima (-0,00021), dan Schroder Dana Prestasi Plus (-0,00002) menghasilkan α_p yang negatif. Implikasi dari nilai estimasi α_p negatif tersebut adalah bahwa kemampuan *selectivity* dari manajer investasi dari keenam reksa dana tersebut masih bersifat inferior atau dengan kata lain kemampuan yang ada belum dapat meningkatkan *value* bagi investornya. Nilai rata-rata α_p dari sampel

penelitian bernilai sebesar 0,00009 memperlihatkan rata-rata manajer investasi memiliki kemampuan untuk mengidentifikasi saham yang *undervalued* di pasar dan masih mampu memberikan kontribusi kepada investornya berupa *abnormal return* meskipun pasar dalam periode *bearish*. Namun secara keseluruhan hasil dari penelitian ini belum dapat dibuktikan melalui signifikansi statistik.

Hasil penelitian selanjutnya menjelaskan bahwa terdapat tujuh reksa dana saham yang memiliki nilai β_p lebih besar dari satu ($\beta_p > 1$), reksa dana tersebut antara lain Bahana Dana Prima (1,12264), BNI Berkembang (1,24305), Fortis Ekuitas (1,08422), Maestro Dinamis (1,02581), Phinisi Dana Saham (1,05940), Rencana Cerdas (1,05198), Trim Kapital (1,18456). Implikasi dari nilai tersebut adalah bahwa ketujuh reksa dana ini memiliki alokasi portofolio pada saham-saham yang memiliki beta (β) yang lebih tinggi dari pasar. Sedangkan enam reksa dana lainnya masih memiliki β_p yang lebih kecil dari satu ($\beta_p < 1$) yang berarti bahwa ketujuh reksa dana lainnya memiliki alokasi portofolio pada saham-saham yang memiliki beta (β) lebih rendah dari pasar ataupun pada aset bebas risiko. Selain itu nilai rata-rata dari β_p seluruh sebesar 1,01179 berarti rata-rata portofolio reksa dana sampel mengalokasikan dananya pada saham-saham dengan β yang sedikit lebih tinggi dari pasar atau pada aset bebas risiko ketika pasar dalam kondisi *bearish*. Hasil estimasi dapat juga diinterpretasikan bahwa setiap *excess return* (*market return-risk free asset*) sebesar 1% akan meningkatkan *excess return* portofolio rata-rata reksa dana sebesar 1,01179 % pada saat periode pasar dalam kondisi *bearish*. Hasil perhitungan dari β_p secara keseluruhan dari pada periode *bearish* ini juga sudah dapat dibuktikan signifikan secara statistik.

Kemampuan *market timing* dari manajer investasi yang dicerminkan dengan simbol gamma (γ) memperlihatkan terdapat delapan reksa dana saham yang memiliki nilai γ_p positif, reksa dana tersebut antara lain Danareksa Mawar (0,03125), Fortis Ekuitas (0,03456), Maestro Dinamis (0,03172), Manulife Dana Saham (0,01445), Phinisi Dana Saham (0,02580), Rencana Cerdas (0,03073), Schroder Dana Prestasi Plus (0,05934), Trim Kapital (0,02914). Manajer investasi dari delapan reksa dana tersebut dapat dikatakan telah memiliki kemampuan *market timing* yang superior, sehingga dapat menyesuaikan alokasi aset portofolionya dengan kondisi pasar dan mampu memberikan tambahan *return*

yang positif bagi investor dengan kemampuan tersebut. Sedangkan kelima sampel reksa dana lainnya masih memiliki kemampuan *market timing* yang inferior, hal tersebut tercermin dari nilai γ_p yang negatif. Kemampuan *market timing* yang inferior mengimplikasikan kemampuan yang ada belum mampu memberikan kontribusi positif terhadap *return* reksa dana tersebut. Rata-rata dari γ_p dari sampel penelitian adalah sebesar -0,00781. Dengan kata lain rata-rata sampel reksa dana masih memiliki kemampuan *market timing* yang inferior yang belum mampu meningkatkan *return* yang diterima oleh investor ketika pasar dalam kondisi *bearish*. Namun nilai estimasi keseluruhan dari kemampuan *market timing* pada periode *bearish* ini belum dapat dibuktikan secara statistik.

Hasil penelitian dari kinerja sampel reksa dana pada periode *bearish* juga memperlihatkan hasil perhitungan koefisien korelasi yang negatif antara kemampuan *selectivity* dan *market timing* sebesar -0.3551, namun hubungan korelasi pada periode ini belum memperlihatkan korelasi negatif yang kuat.

4.3 Analisis Hasil Output Per Sampel Reksa Dana Saham

Pada subbab ini akan dijelaskan secara lebih mendalam mengenai kinerja dari setiap sampel reksa dana saham yang digunakan di dalam penelitian ini. Analisis kinerja dari masing-masing reksa dana akan ditinjau dari tiga periode penelitian yaitu secara keseluruhan periode, periode *bullish*, dan periode *bearish*. Berikut ini adalah analisis terhadap tiga belas sampel reksa dana penelitian yang digunakan.

1. Bahana Dana Prima (BDP)

Tabel 4.4 : Rangkuman Output BDP

Bahana Dana Prima (BDP)						
Keterangan	Keseluruhan Periode		<i>Bullish</i>		<i>Bearish</i>	
	Koefisien	Prob.	Koefisien	Prob.	Koefisien	Prob.
α	0,000104	0,5566	-0,000048	0,8610	0,000211	0,5716
β	1,094125	0,0000	1,055265	0,0000	1,122636	0,0000
γ	-0,015461	0,6726	0,036213	0,5991	-0,01501	0,7598
R-squared	0,9478		0,9170		0,9760	
S.E. of Regression	0,0040		0,0037		0,0044	

Sumber : hasil pengolahan data penulis

Reksa dana Bahana Dana Prima (BDP) memiliki nilai α yang positif sebesar 0,0001 dan 0,0002 pada periode keseluruhan penelitian dan periode *bearish*, nilai ini mengimplikasikan bahwa terdapat kemampuan pemilihan sekuritas (*selectivity*) yang superior dari PT. Bahana TWC Investment Management selaku manajer investasi dan telah mampu memberikan *abnormal return* bagi investornya pada kedua periode tersebut. Sedangkan pada periode *bullish* nilai α yang dimiliki reksa dana BDP bernilai negatif sebesar -0,000048, nilai ini mengimplikasikan bahwa pada periode *bullish* kemampuan *selectivity* dari reksa dana BDP bersifat inferior dan belum dapat memberikan kontribusi positif bagi peningkatan *return*. Dari segi alokasi portofolio, BDP cenderung untuk selalu memilih saham-saham yang memiliki beta (β) lebih besar dari pasar (1,0941, 1,0552, dan 1,1226). Kemampuan *market timing* (γ) yang superior hanya dimiliki BDP pada periode penelitian *bullish* sebesar 0,0362, sedangkan pada dua periode lainnya masih bersifat inferior (-0,0155 dan -0,0150). Hal ini mengimplikasikan hanya pada periode *bullish* saja kemampuan *market timing* dari manajer investasi sudah dapat memberikan kontribusi positif bagi *return* yang akan diterima investor.

Secara keseluruhan persamaan regresi yang digunakan pada ketiga periode penelitian sudah dapat dikatakan baik, hal ini tercermin dari nilai *R-squared* yang besar (0,9478, 0,9170, dan 0,9760). Hal ini mengindikasikan variabel independen telah mampu menjelaskan pengaruhnya terhadap variabel dependennya sebesar 94,78% (periode keseluruhan), 91,70% (periode *bullish*), dan 97,60% (periode *bearish*). Selain itu *standard error* dari persamaan relatif kecil hanya berkisar pada nilai 0,4% pada ketiga periode. Namun secara signifikansi nilai estimasi dari kemampuan *selectivity* dan *market timing* yang dihasilkan belum dapat terbukti secara statistik.

2. BNI Berkembang (BNIB)

Tabel 4. 5 : Rangkuman Output BNIB

BNI Berkembang (BNIB)						
Keterangan	Keseluruhan Periode		<i>Bullish</i>		<i>Bearish</i>	
	Koefisien	Prob.	Koefisien	Prob.	Koefisien	Prob.
α	0,000454	0,3735	-0,000386	0,3488	0,001027	0,4435
β	1,145088	0,0000	0,854433	0,0000	1,243054	0,0000
γ	-0,228446	0,0485	0,028765	0,7774	-0,216295	0,2427
R-squared	0,8438		0,7845		0,8802	
S.E. of Regression	0,0072		0,0053		0,0110	

Sumber : hasil pengolahan data penulis

Reksa dana BNI Berkembang (BNIB) memiliki nilai α yang positif pada periode keseluruhan penelitian dan periode *bearish* (0,0005 dan 0,0010), nilai ini mengimplikasikan bahwa terdapat kemampuan pemilihan sekuritas (*selectivity*) yang superior dari PT. BNI Securities selaku manajer investasi dan telah mampu memberikan *abnormal return* bagi investornya pada kedua periode tersebut. Sedangkan pada periode *bullish* nilai α yang dimiliki reksa dana BNIB bernilai negatif sebesar -0,0004, nilai ini mengimplikasikan bahwa pada periode *bullish* kemampuan *selectivity* dari reksa dana BNIB bersifat inferior dan belum dapat memberikan kontribusi positif bagi peningkatan *return* reksa dana tersebut. Alokasi portofolio BNIB pada periode keseluruhan dan *bearish* cenderung terdapat pada saham-saham yang memiliki beta (β) lebih besar dari pasar (1,1451 dan 1,2430). Namun sebaliknya pada periode *bullish*, alokasi portofolio BNIB cenderung kepada saham-saham yang berbeta lebih rendah pasar (0,8544). Kemampuan *market timing* (γ) yang superior dimiliki BNIB hanya pada periode penelitian *bullish* (0,0288), sedangkan pada dua periode lainnya bersifat inferior (-0,2284 dan -0,2163). Jadi, hanya pada periode *bullish* saja kemampuan *market timing* dari manajer investasi sudah dapat memberikan kontribusi positif bagi *return* yang akan diterima investor.

Secara keseluruhan persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian sudah dapat dikatakan baik, hal ini tercermin dari nilai *R-squared* yang cukup besar (0,8438, 0,7845, 0,8802). Nilai *R-squared* ini mengimplikasikan variabel independen dari model telah mampu menjelaskan pengaruhnya terhadap variabel dependennya sebesar 84,38% (periode keseluruhan), 78,45% (periode *bullish*),

dan 88,02% (periode *bearish*). Selain itu *standard error* model dari ketiga periode juga relatif kecil hanya sebesar 0,7%, 0,5%, dan 1%. Namun signifikansi nilai estimasi dari kemampuan *selectivity* dan *market timing* yang dihasilkan belum dapat dibuktikan seluruhnya secara statistik, hanya kemampuan *market timing* dari manajer investasi pada periode keseluruhan yang sudah dapat dinyatakan signifikan secara statistik.

3. Dana Sentosa (DS)

Tabel 4. 6 : Rangkuman Output DS

Dana Sentosa (DS)						
Keterangan	Keseluruhan Periode		<i>Bullish</i>		<i>Bearish</i>	
	Koefisien	Prob.	Koefisien	Prob.	Koefisien	Prob.
α	0,000327	0,3529	0,001351	0,0336	-0,000823	0,3631
β	0,801142	0,0000	0,657050	0,0000	0,833734	0,0000
γ	-0,193174	0,0105	-0,208008	0,1785	-0,074597	0,3302
R-squared	0,6790		0,4505		0,7848	
S.E. of Regression	0,0079		0,0068		0,0107	

Sumber : hasil pengolahan data penulis

Reksa dana Dana Sentosa (DS) memiliki nilai α yang positif pada periode keseluruhan penelitian dan periode *bullish* (0,0003 dan 0,0014), nilai ini mengimplikasikan bahwa terdapat kemampuan pemilihan sekuritas (*selectivity*) yang superior dari PT. Equity Development Securities selaku manajer investasi dan telah mampu memberikan *abnormal return* bagi investornya pada kedua periode tersebut. Sedangkan pada periode *bearish* nilai α yang dimiliki reksa dana DS bernilai negatif sebesar -0,0008, nilai ini mengimplikasikan bahwa pada periode *bearish* kemampuan *selectivity* dari reksa dana DS masih bersifat inferior dan belum dapat memberikan kontribusi positif bagi peningkatan *return* reksa dana tersebut. Portofolio DS memiliki kecenderungan pengalokasian pada saham-saham yang memiliki beta (β) rendah dari pasar (0,8011, 0,6570, dan 0,8337). Selain itu kemampuan *market timing* dari reksa dana DS dapat dikatakan masih bersifat inferior, sehingga belum mampu memberikan kontribusi bagi peningkatan *return* reksa dana tersebut, hal ini tercermin dari nilai estimasi γ yang dihasilkan bernilai negatif (-0,1931, -0,2080, -0,0746) pada ketiga periode penelitian.

Berdasarkan hasil output, persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian sudah dapat dikatakan baik pada periode keseluruhan dan periode *bearish*, hal ini tercermin dari nilai *R-squared* yang cukup besar (0,6790 dan 0,7848). Nilai *R-squared* ini mengimplikasikan variabel independen dari model telah mampu menjelaskan pengaruhnya terhadap variabel dependennya sebesar 57,90% (periode keseluruhan) dan 78,48% (periode *bearish*), namun nilai *R-squared* pada periode *bullish* sebesar 0,4505 mengindikasikan bahwa variabel independen yang digunakan belum memiliki kekuatan yang cukup besar untuk menjelaskan variabel dependennya. Jika melihat *standard error* model dari ketiga periode masih relatif kecil hanya sebesar 0,7%, 0,5%, dan 1%. Namun signifikansi nilai estimasi dari kemampuan *selectivity* dan *market timing* yang dihasilkan belum dapat dibuktikan seluruhnya secara statistik, pada reksa dana DS hanya kemampuan *selectivity* pada periode *bullish* dan kemampuan *market timing* dari manajer investasi pada periode keseluruhan yang sudah dapat dinyatakan signifikan secara statistik.

4. Danareksa Mawar (DM)

Tabel 4. 7 : Rangkuman Output DM

Danareksa Mawar (DM)						
Keterangan	Keseluruhan Periode		<i>Bullish</i>		<i>Bearish</i>	
	Koefisien	Prob.	Koefisien	Prob.	Koefisien	Prob.
α	-0,000207	0,2758	-0,00026	0,3462	-0,000127	0,7908
β	0,967799	0,0000	0,975462	0,0000	0,979555	0,0000
γ	0,040472	0,3154	0,043405	0,5163	0,031251	0,6267
R-squared	0,9341		0,9218		0,9505	
S.E. of Regression	0,0042		0,0034		0,0057	

Sumber : hasil pengolahan data penulis

PT. Danareksa Investment Management selaku manajer investasi reksa dana Danareksa Mawar (DM) dapat dikatakan belum memiliki kemampuan pemilihan sekuritas (*selectivity*) yang superior karena dari ketiga periode penelitian nilai estimasi α yang dihasilkan masih bernilai negatif (-0,0002, -0,0002, dan -0,0001). Alokasi portofolio DM juga selalu cenderung untuk memilih saham-saham yang memiliki beta (β) yang lebih rendah dari pasar (0,9678, 0,9754, dan 0,9755). Namun kemampuan pengukuran waktu pasar

(*market timing*) dari manajer investasi DM sudah bersifat superior, hal ini tercermin dari nilai γ yang selalu positif pada ketiga periode penelitian (0,0405, 0,0434, dan 0,0313). Jika melihat hasil yang ada terdapat indikasi bahwa reksa dana DM melakukan spesialisasi pada kemampuan pengukuran waktu pasar dibandingkan kemampuan penyeleksian saham.

Secara keseluruhan persamaan regresi yang digunakan dapat dikatakan sudah sangat bagus, hal ini tercermin dari nilai *R-squared* yang selalu besar pada ketiga periode (0,9341, 0,9218, 0,9505). Nilai *R-squared* ini mengimplikasikan kemampuan variabel independen dari model dapat menjelaskan pengaruhnya terhadap variabel dependennya sebesar 93,41% pada periode keseluruhan, 92,18% pada periode *bullish*, dan 95,05 pada periode *bearish*. Selain itu nilai *standard error* dari model juga relatif kecil sebesar 0,4%, 0,3%, dan 0,5%. Namun kekurangan dari hasil regresi ini adalah nilai estimasi dari kemampuan *selectivity* dan *market timing* yang dihasilkan belum dapat terbukti signifikan secara statistik.

5. Fortis Ekuitas (FE)

Tabel 4. 8 : Rangkuman Output FE

Fortis Ekuitas (FE)						
Keterangan	Keseluruhan Periode		<i>Bullish</i>		<i>Bearish</i>	
	Koefisien	Prob.	Koefisien	Prob.	Koefisien	Prob.
α	0,000176	0,3811	0,000236	0,3909	-0,00017	0,7132
β	1,075912	0,0000	1,041075	0,0000	1,08422	0,0000
γ	0,013047	0,7444	0,021051	0,6685	0,034563	0,5696
R-squared	0,9328		0,8859		0,9680	
S.E. of Regression	0,0046		0,0044		0,0051	

Sumber : hasil pengolahan data penulis

Reksa dana Fortis Ekuitas (FE) memiliki nilai α yang positif pada periode keseluruhan penelitian dan periode *bullish* (0,0002 dan 0,0002), nilai ini mengimplikasikan bahwa terdapat kemampuan pemilihan sekuritas (*selectivity*) yang superior dari PT. Fortis Investment selaku manajer investasi dan telah mampu memberikan *abnormal return* bagi investornya pada kedua periode tersebut. Sedangkan pada periode *bearish* nilai α reksa dana FE bernilai negatif sebesar -0,00017, nilai ini mengimplikasikan bahwa pada periode *bearish*

kemampuan *selectivity* dari reksa dana FE masih bersifat inferior dan belum dapat memberikan kontribusi positif bagi peningkatan *return* reksa dana tersebut. Portofolio FE memiliki kecenderungan pengalokasian pada saham-saham yang memiliki beta (β) lebih tinggi dari pasar (1,076, 1,0411, dan 1,0842). Kemampuan *market timing* dari reksa dana FE pada ketiga periode menunjukkan bahwa manajer investasi sudah memiliki kemampuan *market timing* yang superior, tercermin dari nilai estimasi γ yang dihasilkan seluruhnya bernilai positif (0,0130, 0,0210, 0,0346).

Berdasarkan hasil output regresi, persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian sudah dapat dikatakan baik pada periode keseluruhan penelitian, hal ini tercermin dari nilai *R-squared* yang besar (0,9328, 0,8859, 0,9680). Nilai *R-squared* ini mengimplikasikan variabel independen dari model telah mampu menjelaskan pengaruhnya terhadap variabel dependennya sebesar 93,28% (periode keseluruhan), 88,59% (periode *bullish*), dan 96,80% (periode *bearish*). Selain itu nilai dari *standard error* model dari ketiga periode masih relatif kecil hanya berkisar antara 4%-5%. Namun dari signifikansi nilai estimasi dari kemampuan *selectivity* dan *market timing* yang dihasilkan belum dapat dibuktikan seluruhnya secara statistik.

6. Maestro Dinamis (MD)

Tabel 4. 9 : Rangkuman Output MD

Maestro Dinamis (MD)						
Keterangan	Keseluruhan Periode		<i>Bullish</i>		<i>Bearish</i>	
	Koefisien	Prob.	Koefisien	Prob.	Koefisien	Prob.
α	-0,00015	0,4870	-0,00013	0,6460	0,000102	0,8498
β	0,988234	0,0000	0,939925	0,0000	1,025812	0,0000
γ	0,011267	0,8208	0,012971	0,8640	0,031722	0,6575
R-squared	0,9122		0,8947		0,9354	
S.E. of Regression	0,0049		0,0038		0,0069	

Sumber : hasil pengolahan data penulis

Reksa dana Maestro Dinamis (MD) memiliki α_p yang negatif pada dua periode penelitian yaitu sebesar -0,0002 pada keseluruhan periode dan -0,0001 pada periode *bullish*, nilai ini mengimplikasikan bahwa kemampuan pemilihan sekuritas (*selectivity*) dari PT. AXA Asset Management sebagai manajer investasi

masih bersifat inferior dan belum dapat memberikan kontribusi positif terhadap *return* yang dihasilkan. Sedangkan pada kondisi *bearish*. Alokasi portofolio MD terlihat lebih dominan kepada saham-saham yang memiliki beta (β) yang lebih kecil dari pasar yaitu sebesar 0,9882 pada periode keseluruhan dan 0,8947 pada periode *bullish*, hanya pada periode *bearish* manajer investasi mengalokasikan pada saham-saham yang berbета sedikit lebih tinggi dari pasar (1,0258). Kemampuan *market timing* dari manajer investasi pada ketiga periode penelitian memiliki nilai yang positif (0,01127, 0,0130, dan 0,0317), nilai ini mengindikasikan adanya kemampuan pengukuran waktu pasar (*market timing*) dari manajer investasi yang superior yang dapat memberikan *abnormal return* kepada investor.

Nilai *R-squared* yang besar pada ketiga periode penelitian (0,9122, 0,8947, 0,9354) mengimplikasikan variabel independen dari model telah mampu menjelaskan pengaruhnya terhadap variabel dependennya sebesar 91,22% (periode keseluruhan), 89,47% (periode *bullish*), dan 93,54% (periode *bearish*). Nilai *standard error* dari model juga relatif kecil berkisar antara 0,4%-0,6% pada keseluruhan periode. Namun dari segi signifikansi parameter α dan γ belum dapat dinyatakan signifikan secara statistik pada keseluruhan periode penelitian.

7. Manulife Dana Saham (MDS)

Tabel 4. 10 : Rangkuman Output MDS

Manulife Dana Saham (MDS)						
Keterangan	Keseluruhan Periode		<i>Bullish</i>		<i>Bearish</i>	
	Koefisien	Prob.	Koefisien	Prob.	Koefisien	Prob.
α	0,000082	0,5342	0,000147	0,459	0,000175	0,4903
β	0,976239	0,0000	0,993077	0,0000	0,984351	0,0000
γ	0,025777	0,1847	0,017884	0,6161	0,014452	0,5679
R-squared	0,8903		0,9305		0,9835	
S.E. of Regression	0,0055		0,0032		0,0033	

Sumber : hasil pengolahan data penulis

Reksa dana Manulife Dana Saham (MDS) sudah memiliki nilai α_p yang positif pada ketiga periode penelitian (0,000082, 0,0001, 0,0002), nilai ini mengimplikasikan bahwa sudah terdapat kemampuan pemilihan sekuritas (*selectivity*) yang superior dari PT. Manulife Aset Manajemen Indonesia sebagai

manajer investasi dan telah mampu memberikan *abnormal return* bagi investornya. Alokasi portofolio MDS cenderung memilih saham-saham yang memiliki beta (β) yang lebih rendah dari beta pasar (0,9762, 0,9930, 0,9843). Nilai γ reksa dana sebesar 0,0258 pada keseluruhan periode, 0,0179 pada periode *bullish*, dan 0,0145 pada periode *bearish*, mengimplikasikan bahwa MDS sudah memiliki kemampuan pengukuran waktu pasar (*market timing*) yang superior atau kemampuan yang ada sudah dapat memberikan kontribusi positif bagi *return* reksa dana tersebut.

Jika melihat hasil output dapat dikatakan persamaan regresi yang digunakan sudah cukup baik, hal ini tercermin dari nilai *R-squared* yang besar pada setiap periode penelitian (0,8903, 0,9305, 0,9835) yang mengindikasikan variabel independen telah mampu menjelaskan pengaruhnya terhadap variabel dependennya sebesar 89,03% (periode keseluruhan), 93,05% (periode *bullish*), dan 98,35% (periode *bearish*). Nilai *standard error* dari persamaan juga relatif kecil hanya berkisar antara 0,3%-0,6%. Namun besaran koefisien dari parameter α dan γ yang diukur belum dapat dinyatakan signifikan secara statistik.

8. Nikko Saham Nusantara (NSN)

Tabel 4. 11 : Rangkuman Output NSN

Nikko Saham Nusantara (NSN)						
Keterangan	Keseluruhan Periode		<i>Bullish</i>		<i>Bearish</i>	
	Koefisien	Prob.	Koefisien	Prob.	Koefisien	Prob.
α	0,000157	0,6134	0,000351	0,5184	-0,000021	0,9708
β	0,761796	0,0000	0,573444	0,0000	0,821889	0,0000
γ	-0,08629	0,1127	0,037483	0,7004	-0,048175	0,4489
R-squared	0,6998		0,3881		0,8916	
S.E. of Regression	0,0075		0,0087		0,0071	

Sumber : hasil pengolahan data penulis

Reksa dana saham Nikko Saham Nusantara (NSN) memiliki nilai yang positif pada keseluruhan periode (0,0002) dan periode *bullish* (0,0004), nilai ini mengimplikasikan bahwa terdapat kemampuan pemilihan sekuritas (*selectivity*) yang superior dari PT. Nikko Securities Indonesia sebagai manajer investasi yang telah mampu memberikan *abnormal return* bagi investornya pada kedua periode tersebut, sedangkan pada periode *bearish* NSN memiliki nilai α yang negatif,

yang mengimplikasikan pada periode tersebut kemampuan *selectivity* dari manajer investasi NSN masih bersifat inferior. Alokasi portofolio NSN cenderung pada saham-saham yang memiliki beta (β) yang lebih rendah dari pasar (0,7618, 0,5734, 0,8219). Pada periode keseluruhan dan periode *bearish* nilai γ dari reksa dana bersifat inferior mengimplikasikan bahwa NSN kemampuan pengukuran waktu pasar (*market timing*) yang ada belum dapat memberikan kontribusi positif bagi *return* reksa dana NSN, namun pada periode *bullish* reksa dana NSN memiliki kemampuan *market timing* yang superior (0,0375).

Persamaan regresi yang digunakan sudah cukup baik pada periode keseluruhan dan periode *bearish*, hal ini tercermin dari nilai *R-squared* sebesar 0,6998 dan 0,8916 yang mengimplikasikan bahwa variabel independen telah mampu menjelaskan pengaruhnya terhadap variabel dependennya sebesar 70% pada periode keseluruhan dan 89% pada periode *bearish*, namun nilai *R-squared* pada periode *bullish* sangat kecil (0,3881) sehingga variabel independen pada periode tersebut belum mampu dengan baik menjelaskan pengaruh terhadap variabel dependennya. *Standard error* dari model dapat dikatakan relatif kecil hanya berkisar antara 0,7%-0,9%. Namun secara signifikansi parameter dari α dan γ belum dapat dibuktikan secara statistik.

9. Panin Dana Maksima (PDM)

Tabel 4. 12 : Rangkuman Output PDM

Panin Dana Maksima (PDM)						
Keterangan	Keseluruhan Periode		<i>Bullish</i>		<i>Bearish</i>	
	Koefisien	Prob.	Koefisien	Prob.	Koefisien	Prob.
α	0,000342	0,3026	0,000731	0,0278	-0,000205	0,7525
β	0,818458	0,0000	0,779158	0,0000	0,827253	0,0000
γ	-0,024946	0,7251	-0,066996	0,2593	-0,004503	0,9618
R-squared	0,8085		0,7229		0,8836	
S.E. of Regression	0,0062		0,0053		0,0076	

Sumber : hasil pengolahan data penulis

Reksa dana Panin Dana Maksima (PDM) memiliki nilai α yang positif sebesar 0,0004 pada keseluruhan periode dan 0,0007 pada periode *bullish*. Nilai ini mengimplikasikan bahwa terdapat kemampuan pemilihan sekuritas (*selectivity*) yang superior dari PT. Panin Sekuritas selaku manajer investasi yang

telah mampu memberikan kontribusi positif terhadap *return* reksa dana pada dua periode penelitian tersebut. PDM juga cenderung mengalokasikan portofolionya yang terdiri dari saham-saham yang memiliki beta (β) yang lebih rendah dari pasar pada ketiga periode penelitian (0,8184, 0,7792, dan 0,8272). Pada keseluruhan periode PDM memiliki kemampuan pengukuran waktu pasar (*market timing*) yang masih bersifat inferior atau kemampuan yang ada belum dapat memberikan kontribusi positif bagi *return* reksa dana PDM.

Persamaan regresi yang digunakan sudah cukup baik, hal ini tercermin dari nilai *R-squared* yang cukup besar pada ketiga periode penelitian (0,8085, 0,7229, dan 0,8836) mengimplikasikan bahwa variabel independen telah mampu menjelaskan pengaruhnya terhadap variabel dependennya sebesar 80,85% (periode keseluruhan), 72,29% (periode *bullish*), dan 88,39% (periode *bearish*). Selain itu *standard error* dari persamaan ini juga relatif kecil hanya sebesar 0,5%-0,8%. Pada persamaan ini tidak semua parameter α dan γ dapat dinyatakan signifikan secara statistik, hanya nilai dari parameter α pada periode *bullish* yang dapat dinyatakan signifikan secara statistik.

10. Phinisi Dana Saham (PDS)

Tabel 4. 13 : Rangkuman Output PDS

Phinisi Dana Saham (PDS)						
Keterangan	Keseluruhan Periode		<i>Bullish</i>		<i>Bearish</i>	
	Koefisien	Prob.	Koefisien	Prob.	Koefisien	Prob.
α	0,000051	0,6784	0,000033	0,8781	0,000463	0,1154
β	1,042176	0,0000	1,048538	0,0000	1,059403	0,0000
γ	0,023078	0,2324	-0,000064	0,9987	0,025799	0,2994
R-squared	0,9600		0,9272		0,9837	
S.E. of Regression	0,0034		0,0034		0,0035	

Sumber : hasil pengolahan data penulis

Pada keseluruhan periode penelitian reksa dana Phinisi Dana Saham (PDS) memiliki nilai α yang positif (0,000051, 0,000033, 0,000463), nilai ini mengimplikasikan bahwa terdapat kemampuan pemilihan sekuritas (*selectivity*) dari PT. Manulife Aset Manajemen Indonesia sebagai manajer investasi yang superior dan telah mampu memberikan kontribusi positif terhadap *return* reksa dana. Pengalokasian portofolio PDS cenderung pada saham-saham yang memiliki

beta (β) yang lebih tinggi dari pasar (1,0422, 1,0485, dan 1,0594). Jika melihat kemampuan *market timing* (γ) dari reksa dana, hanya pada periode *bullish* kemampuan manajer bersifat inferior yaitu sebesar -0,000064, sedangkan pada dua periode lainnya kemampuan *market timing* sudah dapat memberikan kontribusi positif pada *return* reksa dana PDS karena sudah memiliki kemampuan yang superior.

Jika melihat hasil output regresi yang dihasilkan dapat dikatakan persamaan regresi yang digunakan pada keseluruhan periode penelitian sudah baik, hal ini tercermin dari nilai *R-squared* besar pada setiap periodenya (0,9600, 0,9272, dan 0,9837), nilai ini mengimplikasikan bahwa variabel independen yang digunakan telah mampu menjelaskan pengaruhnya terhadap variabel dependennya sebesar 96% (periode keseluruhan), 92% (periode *bullish*), dan 98% (periode *bearish*). *Standard error* dari persamaan juga relatif kecil hanya 0,3% pada keseluruhan periode penelitian. Namun hasil output penelitian memperlihatkan nilai estimasi dari parameter α dan γ yang didapat belum dapat dinyatakan signifikan secara statistik.

11. Rencana Cerdas (RC)

Tabel 4. 14 : Rangkuman Output RC

Rencana Cerdas (RC)						
Keterangan	Keseluruhan Periode		<i>Bullish</i>		<i>Bearish</i>	
	Koefisien	Prob.	Koefisien	Prob.	Koefisien	Prob.
α	0,000006	0,9718	-0,00033	0,2674	0,000263	0,4646
β	1,024405	0,0000	0,960325	0,0000	1,051980	0,0000
γ	0,032882	0,2237	0,092429	0,1915	0,030728	0,4364
R-squared	0,9375		0,8888		0,9703	
S.E. of Regression	0,0043		0,0042		0,0047	

Sumber : hasil pengolahan data penulis

Reksa dana Rencana Cerdas (RC) memiliki nilai α_p yang positif pada dua periode penelitian yaitu sebesar 0,000006 pada keseluruhan periode dan 0,000263 pada periode *bearish*, nilai ini mengimplikasikan bahwa terdapat kemampuan pemilihan sekuritas (*selectivity*) yang superior dari PT. Ciptadana Aset Manajemen sebagai manajer investasi telah mampu memberikan *abnormal return* bagi investornya, namun pada periode *bullish* kemampuan *selectivity* dari manajer

masih bersifat inferior (-0,00033). RC mengalokasikan portofolio RC cenderung pada saham-saham yang memiliki beta (β) yang lebih tinggi dari pasar pada keseluruhan periode (1,0244) dan periode *bearish* (1,0520), pada periode *bullish*. Kemampuan *market timing* dari RC sudah dapat dikatakan superior pada seluruh periode penelitian, tercermin dari nilai γ yang dihasilkan bernilai positif (0,0329, 0,0924, dan 0,0307).

Jika melihat hasil output regresi ketiga periode penelitian dapat dikatakan persamaan regresi yang digunakan sudah baik, hal ini tercermin dari nilai *R-squared* yang besar pada ketiga periode tersebut (0,9375, 0,8888, 0,9703) dimana nilai tersebut mengindikasikan variabel independen telah mampu menjelaskan pengaruhnya terhadap variabel dependennya sebesar 93,75% (keseluruhan periode, 88,88% (periode *bullish*), dan 97,03% (periode *bearish*). Selain itu nilai *standard error* dari persamaan ini juga relatif kecil hanya sebesar 0,5% pada setiap periodenya. Namun pada perhitungan ini semua parameter α dan γ yang diukur belum dapat dinyatakan signifikan secara statistik.

12. Schroder Dana Prestasi Plus (SDPP)

Tabel 4. 15 : Rangkuman Output SDPP

Schroder Dana Prestasi Plus (SDPP)						
Keterangan	Keseluruhan Periode		<i>Bullish</i>		<i>Bearish</i>	
	Koefisien	Prob.	Koefisien	Prob.	Koefisien	Prob.
α	-0,000148	0,2552	-0,000175	0,3473	-0,000021	0,9485
β	0,932739	0,0000	0,960915	0,0000	0,934773	0,0000
γ	0,078488	0,0032	0,066519	0,1676	0,059342	0,1392
R-squared	0,9607		0,9408		0,9811	
S.E. of Regression	0,0031		0,0029		0,0034	

Sumber : hasil pengolahan data penulis

Reksa dana Schroder Dana Prestasi Plus (SDPP) memiliki nilai α yang negatif pada keseluruhan periode (-0,0002, -0,0002, dan -0,000021), nilai ini mengimplikasikan bahwa terdapat kemampuan pemilihan sekuritas (*selectivity*) yang masih inferior dari PT. Schroder Investment Management Indonesia sebagai manajer investasi atau dengan kata lain kemampuan yang ada belum dapat memberikan kontribusi positif pada peningkatan *return* yang akan diterima investornya. SDPP pada seluruh periode penelitian cenderung mengalokasikan

pada saham-saham yang memiliki beta (β) lebih kecil dari beta pasar (0,9327, 0,9609, 0,9347). Sedangkan jika melihat nilai γ pada semua periode penelitian, dapat terlihat bahwa terdapat kemampuan pengukuran waktu pasar (*market timing*) dari manajer investasi SDPP bersifat superior, atau dengan kata lain kemampuan yang ada sudah dapat menghasilkan *abnormal return* positif bagi reksa dana tersebut. Dari hasil estimasi nilai α dan γ pada tiga periode berbeda terdapat indikasi spesialisasi kemampuan *market timing* yang dilakukan oleh manajer investasi dari SDPP untuk menghasilkan *abnormal return* bagi reksa dana tersebut.

Berdasarkan hasil output persamaan regresi yang digunakan dapat dikatakan sudah baik, hal ini tercermin dari nilai *R-squared* besar pada setiap periode penelitiannya (0,9607, 0,9408, dan 0,9811) dimana nilai ini memiliki arti bahwa variabel independen dari model telah mampu menjelaskan pengaruhnya terhadap variabel dependennya sebesar 96,07% (keseluruhan periode), 94,08% (periode *bullish*), dan 98,11% (periode *bearish*). Selain itu nilai dari *standard error* dari model yang digunakan juga relatif kecil hanya berkisar antara 0,3%-0,4%. Namun secara statistik nilai estimasi dari parameter α belum dapat dinyatakan signifikan pada seluruh periode penelitian, sedangkan hanya nilai estimasi dari γ pada keseluruhan periode yang dapat dinyatakan signifikan secara statistik.

13. Trim Kapital (TK)

Tabel 4. 16: Rangkuman Output TK

Trim Kapital (TK)						
Keterangan	Keseluruhan Periode		<i>Bullish</i>		<i>Bearish</i>	
	Koefisien	Prob.	Koefisien	Prob.	Koefisien	Prob.
α	0,000277	0,2675	0,000457	0,3032	0,000266	0,6084
β	1,160869	0,0000	1,189425	0,0000	1,184560	0,0000
γ	-0,10207	0,8476	-0,116017	0,3300	0,029139	0,6802
R-squared	0,9170		0,8579		0,9581	
S.E. of Regression	0,0055		0,0053		0,0063	

Sumber : hasil pengolahan data penulis

Reksa dana Trim Kapital (TK) memiliki nilai α yang positif pada seluruh periode penelitian (0,000277, 0,000457, dan 0,000266), nilai ini

mengimplikasikan bahwa terdapat kemampuan pemilihan sekuritas (*selectivity*) yang superior dari PT. Trimegah Securities Tbk sebagai manajer investasi dan telah mampu memberikan kontribusi positif terhadap *return* reksa dana. Dari segi alokasi portofolio TK lebih memilih pada saham-saham yang memiliki beta (β) yang lebih tinggi dari pasar (1,1609, 1,1894, 1,1846). Pada keseluruhan periode penelitian dan periode *bullish*, nilai γ reksa dana bernilai negatif (-0,1020 dan -0,1160). Hal ini mengimplikasikan bahwa TK masih memiliki kemampuan pengukuran waktu pasar (*market timing*) yang inferior atau kemampuan yang ada belum dapat memberikan kontribusi positif bagi *return* reksa dana TK pada periode tersebut, namun pada periode *bearish* terdapat kemampuan *market timing* yang superior yang dimiliki oleh TK sebesar 0,0291.

Hasil output memperlihatkan persamaan regresi yang digunakan sudah dapat dikatakan baik, hal ini tercermin dari nilai *R-squared* yang besar pada setiap periodenya (0,9170, 0,8579, 0,9581), nilai ini mengimplikasikan bahwa variabel independen telah mampu menjelaskan pengaruhnya terhadap variabel dependennya sebesar 91,70% (keseluruhan periode), 85,79% (periode *bullish*), dan 95,81% (periode *bearish*). Selain itu *standard error* dari persamaan ini juga relatif kecil hanya berkisar antara 0,5%-0,6%. Namun pada hasil output ini parameter α dan γ belum dapat dinyatakan signifikan secara statistik.

4.4 Peringkat Kinerja Sampel Reksa Dana Penelitian

Pemeringkatan reksa dana ini dibuat berdasarkan dua kategori yaitu berdasarkan kemampuan *selectivity* dan *market timing* dari manajer investasi. Kategori pertama dibuat berdasarkan kemampuan *selectivity*, kategori ini melihat apakah terdapat kemampuan penyeleksian sekuritas (*selectivity*) yang baik yang dapat memberikan *abnormal return* positif bagi para investornya. Semakin baik kemampuan dari *selectivity* manajer investasi yang tercermin dari nilai α yang besar dan bernilai positif, maka akan semakin baik pula peringkat yang dimiliki reksa dana tersebut. Sedangkan kategori kedua didasarkan kepada kemampuan pengukuran waktu pasar (*market timing*) yang dimiliki para manajer investasi. Semakin baik kemampuan dari *market timing* manajer investasi yang tercermin dari nilai γ yang besar dan positif, maka akan semakin baik pula peringkat yang

dimiliki reksa dana tersebut. Pemingkatan ini juga merefleksikan kinerja dari setiap reksa dana saham yang menjadi sampel penelitian.

4. 4. 1 Peringkat Kinerja Reksa Dana Berdasarkan Kemampuan *Selectivity*

Tabel 4.17 menunjukkan peringkat kinerja dari sampel reksa dana penelitian berdasarkan kemampuan dari *selectivity* yang dimiliki oleh para manajer investasi pada keseluruhan periode, periode bulan *bullish*, dan periode bulan *bearish*. Pemingkatan ini dilakukan berdasarkan besaran koefisien dari kemampuan *selectivity* yang ditunjukkan dari nilai alpha (α) masing-masing reksa dana. Semakin besar nilai koefisien α dan bernilai positif, maka peringkat dari reksa dana tersebut akan semakin baik. Hal ini dikarenakan semakin tinggi nilai positif dari α akan mengimplikasikan bahwa manajer investasi dari reksa dana tersebut memiliki kemampuan penyeleksian sekuritas (*selectivity*) yang superior yang dapat meningkatkan *abnormal return* bagi investor dibandingkan dengan reksa dana lainnya.

Tabel 4.17 : Peringkat Reksa Dana Berdasarkan Kemampuan *Selectivity*

<i>SELECTIVITY ABILITY</i>						
NO	Keseluruhan Periode		<i>Bullish</i>		<i>Bearish</i>	
	Kode	α	Kode	α	Kode	α
1	BNIB	0,000454	DS	0,00135	BNIB	0,001027
2	PDM	0,000342	PDM	0,00073	PDS	0,000463
3	DS	0,000327	TK	0,00046	TK	0,000266
4	TK	0,000277	NSN	0,00035	RC	0,000263
5	FE	0,000176	FE	0,00024	BDP	0,000211
6	NSN	0,000157	MDS	0,00015	MDS	0,000175
7	BDP	0,000104	PDS	0,00003	MD	0,000102
8	MDS	0,000082	BDP	-0,00005	SDPP	-0,000021
9	PDS	0,000051	MD	-0,00013	NSN	-0,000021
10	RC	0,000006	SDPP	-0,00018	DM	-0,000127
11	SDPP	-0,000148	DM	-0,00026	FE	-0,000165
12	MD	-0,000154	RC	-0,00033	PDM	-0,000205
13	DM	-0,000207	BNIB	-0,00039	DS	-0,000823

Sumber : hasil pengolahan data penulis

4. 4. 2 Peringkat Kinerja Reksa Dana Berdasarkan Kemampuan *Market Timing*

Tabel 4.18 menggambarkan kemampuan pengukuran waktu pasar (*market timing*) yang dimiliki para manajer investasi dari reksa dana yang menjadi sampel penelitian pada tiga periode penelitian (keseluruhan periode, periode *bullish*, dan periode *bearish*). Kemampuan *market timing* tersebut terlihat dari besaran koefisien gamma (γ) yang dihasilkan. Koefisien γ yang bernilai positif menunjukkan adanya kemampuan *market timing* dari manajer investasi yang dapat meningkatkan *return* yang akan diterima oleh investor. Semakin besar nilai γ dan bernilai positif, maka akan semakin baik peringkat yang diberikan kepada manajer investasi tersebut.

Tabel 4.18 : Peringkat Reksa Dana Berdasarkan Kemampuan *Market Timing*

<i>MARKET TIMING ABILITY</i>						
NO	Keseluruhan Periode		<i>Bullish</i>		<i>Bearish</i>	
	Kode	γ	Kode	γ	Kode	γ
1	SDPP	0,07849	RC	0,09243	SDPP	0,05934
2	DM	0,04047	SDPP	0,06652	FE	0,03456
3	RC	0,03288	DM	0,04341	MD	0,03172
4	MDS	0,02578	NSN	0,03748	DM	0,03125
5	PDS	0,02308	BDP	0,03621	RC	0,03073
6	FE	0,01305	BNIB	0,02877	TK	0,02914
7	MD	0,01127	FE	0,02105	PDS	0,02580
8	TK	-0,01021	MDS	0,01788	MDS	0,01445
9	BDP	-0,01546	MD	0,01297	PDM	-0,00450
10	PDM	-0,02495	PDS	-0,00006	BDP	-0,01501
11	NSN	-0,08629	PDM	-0,06700	NSN	-0,04818
12	DS	-0,19317	TK	-0,11602	DS	-0,07460
13	BNIB	-0,22845	DS	-0,20801	BNIB	-0,21630

Sumber : hasil pengolahan data penulis

4. 1. 2. 3 Reksa Dana Dengan Kinerja Terbaik Berdasarkan Kemampuan *Selectivity* Dan *Market Timing*

Tabel 4.19 : Rangkuman Peringkat Kinerja Sampel Reksa Dana Penelitian

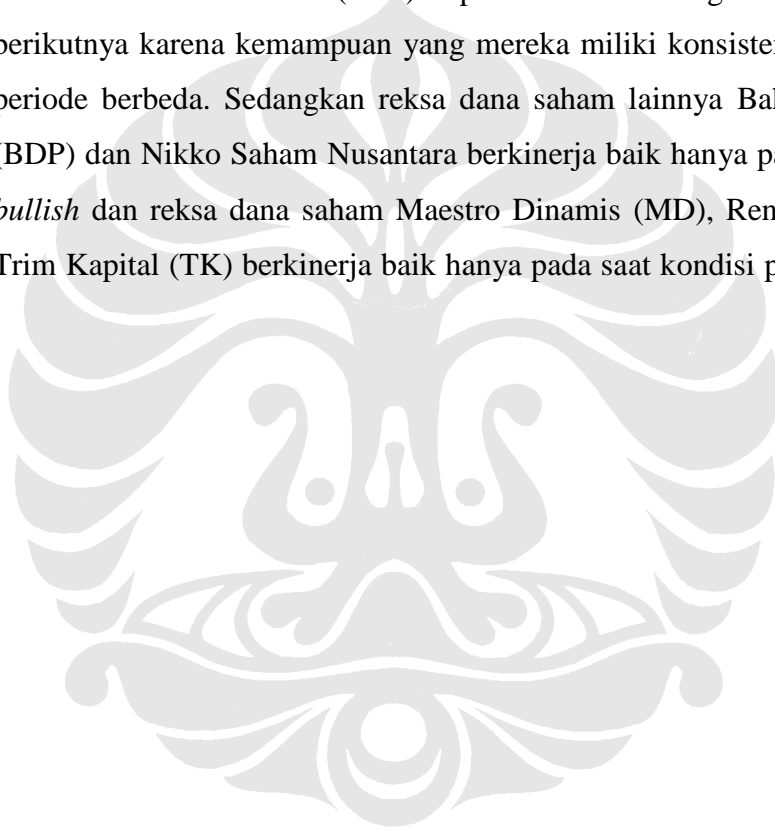
NO	Nama Reksa Dana	Keseluruhan Periode		Bullish		Bearish	
		α	γ	α	γ	α	γ
1	Bahana Dana Prima	7	9	8	5	5	10
2	BNI Berkembang	1	13	13	6	1	13
3	Dana Sentosa	3	12	1	13	13	12
4	Danareksa mawar	13	2	11	3	10	4
5	Fortis Ekuitas	5	6	5	7	11	2
6	Maestro Dinamis	12	7	9	9	7	3
7	Manulife Dana Saham	8	4	6	8	6	8
8	Nikko Saham Nusantara	6	11	4	4	9	11
9	Panin Dana Maksima	2	10	2	11	12	9
10	Phinisi Dana Saham	9	5	7	10	2	7
11	Rencana Cerdas	10	3	12	1	4	5
12	Schroder Dana Prestasi Plus	11	1	10	2	8	1
13	Trim Kapital	4	8	3	12	3	6

Sumber : hasil pengolahan data penulis

Tabel diatas menggambarkan rangkuman kinerja dari sampel reksa dana secara keseluruhan berdasarkan peringkat yang didapat dari kemampuan *selectivity* dan *market timing* yang dimiliki masing-masing reksa dana dari tiga periode penelitian (keseluruhan periode, periode bulan *bullish*, dan periode bulan *bearish*). Pada periode keseluruhan terdapat tiga sampel reksa dana yang dapat dikatakan memiliki kinerja terbaik, reksa dana saham tersebut antara lain Fortis Ekuitas (FE), Manulife Dana Saham (MDS), dan Phinisi Dana Saham (PDS). Pada periode bulan *bullish* terdapat empat reksa dana yang dapat dikatakan memiliki kinerja terbaik yaitu Bahana Dana Prima (BDP), Fortis Ekuitas (FE), Manulife Dana Saham (MDS), dan Nikko Saham Nusantara (NSN). Sedangkan pada periode bulan *bearish* terdapat lima reksa dana saham yang berkinerja terbaik antara lain Maestro Dinamis (MD), Manulife Dana Saham (MDS), Phinisi Dana Saham (PDS), Rencana Cerdas, dan Trim Kapital (TK). Kriteria reksa dana dinyatakan sebagai reksa dana terbaik jika peringkat dari kemampuan *selectivity* dan *market timing* manajer investasinya selalu dalam sepuluh besar terbaik dan memiliki nilai positif yang

menandakan bahwa kemampuan yang dimiliki para manajer tersebut sudah bersifat superior, sehingga kemampuan yang dimiliki sudah dapat memberikan kontribusi positif terhadap peningkatan *return* yang diterima investor.

Berdasarkan tabel 4.19 dapat terlihat reksa dana Manulife Dana Saham (MDS) dengan Manejer Investasi PT Manulife Aset Manajemen Indonesia dapat dikatakan sebagai reksa dana saham yang berkinerja terbaik, hal ini dikarenakan pada setiap periode kemampuan *selectivity* dan *market timing* dari manajer investasinya sudah bersifat superior. Reksa dana Fortis Ekuitas (FE) dan Phinisi Dana Saham (PDS) dapat dikatakan sebagai reksa dana terbaik berikutnya karena kemampuan yang mereka miliki konsisten hanya pada dua periode berbeda. Sedangkan reksa dana saham lainnya Bahana Dana Prima (BDP) dan Nikko Saham Nusantara berkinerja baik hanya pada periode bulan *bullish* dan reksa dana saham Maestro Dinamis (MD), Rencana Cerdas, dan Trim Kapital (TK) berkinerja baik hanya pada saat kondisi pasar *bearish* saja.



BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5. 1. Kesimpulan

Penelitian ini melakukan pengujian tentang kemampuan *selectivity* dan *market timing* dari reksa dana saham yang aktif diperdagangkan dalam periode lima tahun terakhir. Pengukuran kinerja dari manajer investasi reksa dana saham ini dilakukan pada tiga periode berbeda (keseluruhan periode, periode *bullish*, dan periode *bearish*), tujuannya adalah untuk melihat konsistensi dari hasil pengukuran kemampuan pada periode pasar yang berbeda. Adapun hasil penelitian yang diperoleh atas kemampuan *selectivity* yang dimiliki para manajer investasi memperlihatkan bahwa terdapat sepuluh (77%) pada keseluruhan periode, tujuh (54%) pada periode *bullish*, dan tujuh (54%) pada periode *bearish* dari tiga belas sampel penelitian memiliki kemampuan yang superior. Hal ini tercermin dari nilai estimasi α yang dihasilkan bernilai positif ($\alpha > 0$). Selain itu berdasarkan nilai rata-rata estimasi α pada ketiga periode penelitian tersebut memperlihatkan para manajer investasi sudah memiliki kemampuan *selectivity* yang superior dan dapat meningkatkan *return* reksa dana tersebut (0,00011 pada keseluruhan periode, 00015 pada periode *bullish*, 0,00009 pada periode *bearish*).

Hasil pengukuran dari kemampuan *market timing* yang dimiliki para manajer investasi memperlihatkan terdapat tujuh (54%) pada keseluruhan periode, sembilan (69%) pada periode *bullish*, dan delapan (61%) pada periode *bearish* dari tiga belas sampel reksa dana saham yang digunakan memiliki nilai estimasi γ yang bernilai positif ($\gamma > 0$), hal ini mengimplikasikan adanya kemampuan *market timing* dari para manajer investasi yang sudah bersifat superior. Namun secara rata-rata pada ketiga periode penelitian yang berbeda reksa dana saham yang ada belum mampu memberikan kontribusi positif bagi tingkat *return* yang dihasilkan (-0,02565 pada keseluruhan periode, -0,00264 pada periode *bullish*, dan -0,00781 pada periode *bearish*).

Jika meninjau kembali hasil penelitian berdasarkan tingkat signifikansinya pada ketiga periode penelitian, secara garis besar hanya terdapat beberapa nilai estimasi dari kemampuan *selectivity* dan *market timing* yang dapat dinyatakan signifikan secara statistik. Dengan kata lain meskipun dari perhitungan terdapat nilai estimasi lebih besar dari nol pada parameter α dan γ yang mengimpikasikan adanya kemampuan yang superior dari kemampuan *selectivity* dan *market timing* para manajer investasi yang dapat meningkatkan *return* reksa dana, namun kontribusi dari kedua kemampuan tersebut tidak signifikan terhadap peningkatan *return* yang dihasilkan oleh reksa dana. Oleh karena itu dapat disimpulkan secara garis besar belum terdapat kemampuan *selectivity* dan *market timing* yang dimiliki oleh para manajer investasi dari ketiga belas sampel reksa dana di dalam ketiga periode penelitian yang digunakan. Seperti yang terjadi pada reksa dana Manulife Dana Saham (MDS), meskipun hasil perhitungan menunjukkan kinerja yang dimiliki dapat dikatakan terbaik diantara sampel penelitian lainnya dengan adanya kemampuan dari *selectivity* dan *market timing* yang superior di setiap periode, namun nilai estimasi dari α dan γ yang dihasilkan belum dapat dinyatakan signifikan secara statistik. Kesimpulan lain yang dapat dibuat berdasarkan persamaan atau model yang digunakan, bahwa dapat dikatakan kontribusi terhadap peningkatan *return* terbesar berasal dari *excess return* yang dihasilkan ketika terjadi pergerakan pasar yang tercermin dari nilai β yang dihasilkan bukan dari kemampuan *selectivity* dan *market timing* dari para manajer investasi, hal ini dikarenakan pada keseluruhan periode nilai estimasi dari seluruh sampel reksa dana dapat dinyatakan signifikan secara statistik.

Penelitian ini juga menguji korelasi yang terjadi antara kemampuan *selectivity* dan *market timing* dalam ketiga periode penelitian yang digunakan. Hasil perhitungan memperlihatkan adanya hubungan negatif yang konsisten di setiap periode penelitian tersebut. Korelasi negatif ini mengimplikasikan bahwa seorang penyeleksi yang hebat ternyata pada umumnya tidak memiliki kemampuan yang baik dalam pengukuran waktu pasar dan sebaliknya seorang *market timer* yang baik bukan merupakan seorang penyeleksi yang hebat.

5. 2. Saran

Saran yang dapat diberikan penulis untuk penelitian selanjutnya adalah sebagai berikut :

1. Hasil dari parameter yang diukur dalam penelitian belum seluruhnya dapat dibuktikan signifikan secara statistik. Hal ini juga terjadi pada penelitian-penelitian yang dilakukan sebelumnya yang menggunakan model yang sama, meskipun model yang digunakan sudah memiliki nilai *R-squared* yang besar, yang mengimplikasikan variabel independen sudah memiliki kemampuan yang baik dalam menjelaskan variabel dependennya. Oleh karena itu penggunaan sampel reksa dana dalam jumlah banyak dan penggunaan periode waktu yang lebih panjang sangat disarankan bagi penelitian selanjutnya. Hal ini bertujuan untuk mendapatkan tingkat signifikansi hasil yang lebih baik sehingga kesimpulan yang dibuat menjadi lebih kuat. Selain itu penggunaan sampel yang lebih banyak diharapkan dapat mengurangi tingkat kesalahan statistik yang terjadi.
2. Penelitian ini tidak memperhatikan keaktifan dari para manajer investasi dalam melakukan evaluasi terhadap saham yang masuk ke dalam portofolio reksa dananya. Temuan penelitian ini mengindikasikan adanya kemungkinan rata-rata portofolio yang membentuk sampel reksa dana hanya mengikuti satu indeks saja, hal ini tergambar dari hasil output yang memperlihatkan hanya faktor pergerakan pasar (β) yang dapat dinyatakan signifikan mempengaruhi penerimaan *abnormal return* dari investor. Oleh karena itu faktor lain seperti kemampuan *selectivity* (α) dan *market timing* (γ) tidak akan memiliki kontribusi besar terhadap peningkatan *return* yang dihasilkan oleh reksa dana tersebut.

DAFTAR REFERENSI

- Abdullah, Fikriyah., Taufiq Hassan, and Shamsheer Mohamad. “*Investigation of Performance of Malaysian Islamic Unit Trust Funds Comparison with Conventional Unit Trust Funds.*” *Managerial Finance*, Vol. 33 No. 2 (2007): 142-153.
- Banz, R.W. “*The Relation between Return and Market Value of Common Stocks.*” *Journal of Financial Economics*, Vol. 9 (1981): 3-18.
- Bello, Zakri Y dan Vahan Janjigian. “*A Reexamination of the Market-Timing and Security-Selection Performance of Mutual Funds.*” *Financial Analysts Journal*, Vol. 53, No. 5 (1997): 24-30.
- Black, F., M. C. Jensen, and M. Scholes. “*The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Test.*” (1972).
- Bollen N. P. B., dan J. A. Busse. “*On The Timing Ability of Mutual Fund Managers.*” *Journal Of Finance*, Vol.56 (2001): 1075-1094.
- Bodie, Zvi., Alex Kane, dan Alan J. Markus. *Essentials of Investments*, 6th Edition. Singapore : McGraw-Hill. 2007.
- Chang, Eric C. and Wilbur G. Lewellen. “*Market Timing and Mutual Fund Investment Performance.*” *The Journal of Business*, Vol. 57, No. 1, Part 1 (1984): 57-72.
- Chen, Nai-Fu., Roll, Richard, Ross, dan Stephen. “*Economic Forces and the Stock Market.*” *Journal of Business* **59** (1986): 383-403.
- Coggins, T. D., F. J. Fabozzi, dan S. Rahman. “*The Investment Performance of US Equity Pension Fund Managers: An Empirical Investigation.*” *Journal of Finance* 48 (1993): 1039-1055.

- Drew, Michale., Mahdu Veeraraghaven, and Vanessa Wilson. “*Market Timing and Selectivity : Evidance from Australian Equity Superannuation Funds, dalam Discussion Papers in Economic, Finance and International.*” 2002.
- Elton, Edwin J, et al. *Modern Portfolio Theory And Invesment Analysis*, 7th Edition. United State of Amerika: John Willey & Sons, Inc. 2007.
- Jensen, Michael. “*The performance of mutual funds in the period 1945-1964*”, *Journal of Finance*, 23 (2) (1968): 389-416.
- Fabozzi, Frank J. dan Jack Clark Francis. “*Stability Tests for Alphas and Betas Over Bull and Bear Market Conditions.*” *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 4 (Sep., 1977), pp. 1093-1099.
- Fama, E. F., “ *Component of Invesment Performance.*” *Journal of Finance*, Vol. 27 (1972): 551-567.
- Fama, Eugene F. dan Kenneth French. “*The Cross-Section of Expected Stock Returns.*” *Journal of Finance* (1992): 427-466.
- Fama E. dan MacBeth J. “*Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests, 1973, Journal of Political Economy,*” Vol. 81: 607-636.
- Fletcher, J. “*An Examination of Selectivity and Market Timing Performance of UK Unit Trusts.*” *Journal of Business Finance & Accounting* 22 (1995): 143-156.
- Herikson, Roy D. dan Robert C. Merton. “*On Market Timing and Investment Performance. II. Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills.*” *The Journal of Business*, Vol. 54, No. 4 (1981): 513-533.

- Herikson, Roy D. “*Market Timing and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation.*” *The Journal of Business* 57 (1984): 73-96.
- Kao, G. W., L. T. Cheng dan K. C. Chan. “*International Mutual Fund Selectivity and Market timing During Up and Down Market Condition.*” *The Financial Review* 33 (1998): 127-144.
- Keown, Arthur J, et al. *Financial Management : Principle and Applications, 10th Edition*. Upper Saddle River : Pearson Prentice Hall, 2005.
- Kok, Kim-Lian., Kim-Leng GOH, dan Yoke-Chen WONG. “*Selectivity and Market Timing Performance of Malaysian Unit Trus.*” *Malaysian Journal Of Economic Studies* (2004) : 71-85.
- Kon, Stanley J. “*The Market-Timing Performance of Mutual Fund Managers.*” *The Journal of Business*, Vol. 56, No. 3 (1983): 323-347.
- Lee, Cheng-Few dan Shafiqur Rahman. “*Market Timing, Selectivity, and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation.*” *The Journal of Business*, Vol. 63, No. 2 (1990): 261-278.
- Markowitz, H.M. “*Portfolio Selection.*” *The Journal of Finance* 7 (1952): 77–91.
- Markowitz, H.M. “*Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*”. New York: John Wiley & Sons. (1959).
- Michael Drew, Madhu Veeraraghavan, dan Vanessa Wilson. 2002. “*Market Timing and Selectivity: Evidence from Australian Equity Superannuation Funds.*” *Discussion Paper No.105* (2002) : 3.

Natasha, Mariska. "Analisis *Selectivity* dan *Market Timing* Pada Reksa Dana Saham di Indonesia (Periode 2005-2007)." Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. 2008.

"Pasar Reksa Dana Mulai Bangkit, Target Dana Kelolaan 70 Trilyun Optimis Akan Tercapai." Vibiznews. 26 Juli. 2007.
<http://www.vibiznews.com/articles_financial.php>

Pradipta, Gianti. "Akitivitas Pengukuran Waktu Pasar dan Penyeleksian (*Market Timing & Selectivity*) Pada Kinerja Reksa Dana Syariah di Indonesia." Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. 2008.

Rahayuningsih. "Saatnya Reksa Dana Saham Unjuk Gigi." 27 Desember. 2007. <<http://web.bisnis.com/artikel/2id799.html>>

Reilly, Frank.K., Keith C. Brown. 2003. *Investment Analysis and Portofolio Management, 7th Edition*. South-Western : Thomson Learning.

Rosenberg, B., K. Reid, dan Lanstein. "*Persuasive Evidence of Market Inefficiency.*" *Journal of Portofolio Management*, Vol. 11 (1985): 9-17.

Ross, Stephen. "*A Simple Approach to The Valuation of Risky Streams.*" *Journal of Finance* (1978): 453-475.

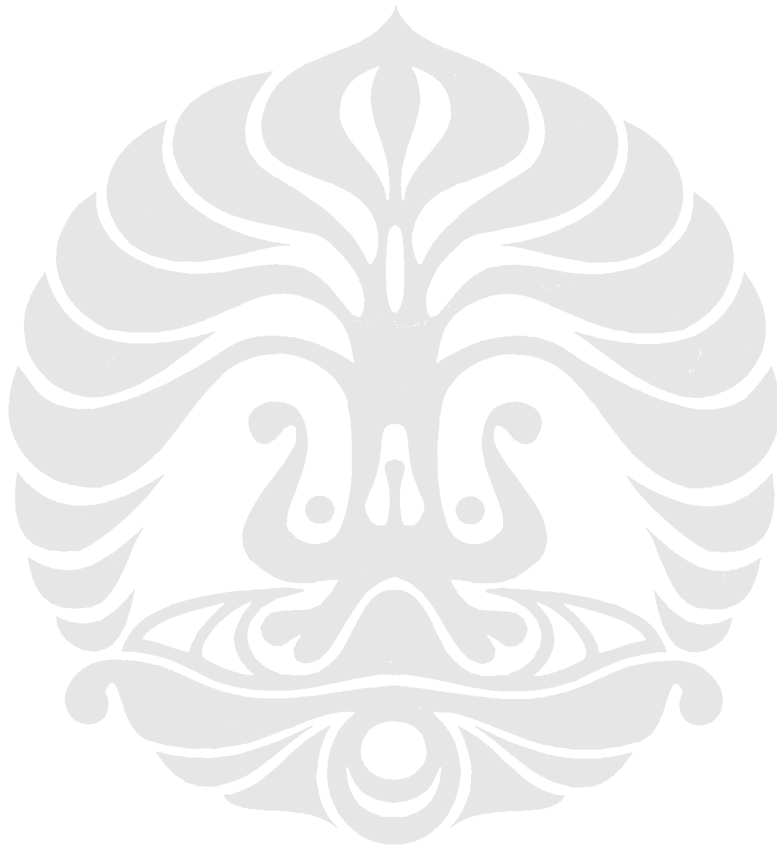
Siamat, Dahlan. *Manajemen Lembaga Keuangan, Ed.4*. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. 2004.

Sharpe, William F. "*A Simplified Model for Portfolio Analysis.*" *Management Science* 9 (1963): 277-93.

Sharpe, William F. "*Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk.*" *Journal of Finance*, Vol. 19 (1964), 425-442.

Sharpe, William F. “*Mutual Fund Performance.*” *Journal of Business.* 1966.

Treynor, J. dan K. Mazuy. “*Can Mutual Funds Outguess The Market?.*”
Harvard Business Review 44 (1996): 131-136.



LAMPIRAN

Lampiran 1 Hasil Output Regresi E-Views Keseluruhan Periode (2004-2008)

Dependent Variable: Excess BNIB
 Method: Least Squares
 Date: 06/07/09 Time: 20:28
 Sample(adjusted): 1/05/2004 12/31/2008
 Included observations: 1303 after adjusting endpoints
 White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000454	0.000510	0.890304	0.3735
Excess Market	1.145088	0.085194	13.44093	0.0000
Excess Market*Dummy	-0.228446	0.115675	-1.974896	0.0485
R-squared	0.843751	Mean dependent var		-0.000584
Adjusted R-squared	0.843511	S.D. dependent var		0.018137
S.E. of regression	0.007175	Akaike info criterion		-7.034237
Sum squared resid	0.066918	Schwarz criterion		-7.022328
Log likelihood	4585.805	F-statistic		3510.038
Durbin-Watson stat	2.074728	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: Excess DM
 Method: Least Squares
 Date: 06/07/09 Time: 20:28
 Sample(adjusted): 1/05/2004 12/31/2008
 Included observations: 1303 after adjusting endpoints
 White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000207	0.000190	-1.090220	0.2758
Excess Market	0.967799	0.024979	38.74381	0.0000
Excess Market*Dummy	0.040472	0.040295	1.004387	0.3154
R-squared	0.934065	Mean dependent var		0.000142
Adjusted R-squared	0.933964	S.D. dependent var		0.016150
S.E. of regression	0.004150	Akaike info criterion		-8.129054
Sum squared resid	0.022391	Schwarz criterion		-8.117145
Log likelihood	5299.079	F-statistic		9208.229
Durbin-Watson stat	1.972097	Prob(F-statistic)		0.000000

(lanjutan)

Dependent Variable: Excess DS

Method: Least Squares

Date: 06/07/09 Time: 20:32

Sample(adjusted): 1/05/2004 12/31/2008

Included observations: 1303 after adjusting endpoints

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000327	0.000352	0.929314	0.3529
Excess Market	0.801142	0.044751	17.90204	0.0000
Excess Market*Dummy	-0.193174	0.075397	-2.562097	0.0105
R-squared	0.679035	Mean dependent var		-0.000574
Adjusted R-squared	0.678541	S.D. dependent var		0.013895
S.E. of regression	0.007878	Akaike info criterion		-6.847224
Sum squared resid	0.080679	Schwarz criterion		-6.835315
Log likelihood	4463.967	F-statistic		1375.145
Durbin-Watson stat	2.239352	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: Excess FE

Method: Least Squares

Date: 06/07/09 Time: 20:33

Sample(adjusted): 1/05/2004 12/31/2008

Included observations: 1303 after adjusting endpoints

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000176	0.000201	0.876100	0.3811
Excess Market	1.075912	0.023931	44.95975	0.0000
Excess Market*Dummy	0.013047	0.040008	0.326116	0.7444
R-squared	0.932799	Mean dependent var		0.000396
Adjusted R-squared	0.932696	S.D. dependent var		0.017742
S.E. of regression	0.004603	Akaike info criterion		-7.922035
Sum squared resid	0.027541	Schwarz criterion		-7.910127
Log likelihood	5164.206	F-statistic		9022.509
Durbin-Watson stat	2.115212	Prob(F-statistic)		0.000000

(lanjutan)

Dependent Variable: Excess MD

Method: Least Squares

Date: 06/07/09 Time: 22:01

Sample(adjusted): 1/05/2004 12/31/2008

Included observations: 1303 after adjusting endpoints

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000154	0.000221	-0.695333	0.4870
Excess Market	0.988234	0.031823	31.05389	0.0000
Excess Market*Dummy	0.011267	0.049734	0.226550	0.8208
R-squared	0.912161	Mean dependent var		4.41E-05
Adjusted R-squared	0.912026	S.D. dependent var		0.016474
S.E. of regression	0.004886	Akaike info criterion		-7.802472
Sum squared resid	0.031038	Schwarz criterion		-7.790563
Log likelihood	5086.310	F-statistic		6749.943
Durbin-Watson stat	1.846940	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: Excess MDS

Method: Least Squares

Date: 06/07/09 Time: 20:35

Sample(adjusted): 1/05/2004 12/31/2008

Included observations: 1303 after adjusting endpoints

Newey-West HAC Standard Errors & Covariance (lag truncation=7)

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	8.16E-05	0.000131	0.621710	0.5342
Excess Market	0.976239	0.012247	79.71160	0.0000
Excess Market*Dummy	0.025777	0.019424	1.327085	0.1847
R-squared	0.890257	Mean dependent var		0.000354
Adjusted R-squared	0.890088	S.D. dependent var		0.016578
S.E. of regression	0.005496	Akaike info criterion		-7.567226
Sum squared resid	0.039270	Schwarz criterion		-7.555317
Log likelihood	4933.048	F-statistic		5272.940
Durbin-Watson stat	2.664051	Prob(F-statistic)		0.000000

(lanjutan)

Dependent Variable: Excess NSN

Method: Least Squares

Date: 06/07/09 Time: 20:36

Sample(adjusted): 1/05/2004 12/31/2008

Included observations: 1303 after adjusting endpoints

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000157	0.000310	0.505335	0.6134
Excess Market	0.761796	0.029016	26.25406	0.0000
Excess Market*Dummy	-0.086286	0.054363	-1.587234	0.1127
R-squared	0.699814	Mean dependent var		-0.000189
Adjusted R-squared	0.699353	S.D. dependent var		0.013748
S.E. of regression	0.007538	Akaike info criterion		-6.935425
Sum squared resid	0.073868	Schwarz criterion		-6.923516
Log likelihood	4521.429	F-statistic		1515.328
Durbin-Watson stat	2.208860	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: Excess PDM

Method: Least Squares

Date: 06/07/09 Time: 20:37

Sample(adjusted): 1/05/2004 12/31/2008

Included observations: 1303 after adjusting endpoints

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000342	0.000332	1.031369	0.3026
Excess Market	0.818458	0.031108	26.31009	0.0000
Excess Market*Dummy	-0.024946	0.070929	-0.351705	0.7251
R-squared	0.808504	Mean dependent var		0.000326
Adjusted R-squared	0.808209	S.D. dependent var		0.014236
S.E. of regression	0.006235	Akaike info criterion		-7.315089
Sum squared resid	0.050532	Schwarz criterion		-7.303180
Log likelihood	4768.780	F-statistic		2744.327
Durbin-Watson stat	1.842649	Prob(F-statistic)		0.000000

(lanjutan)

Dependent Variable: Excess PDS

Method: Least Squares

Date: 06/07/09 Time: 20:37

Sample(adjusted): 1/05/2004 12/31/2008

Included observations: 1303 after adjusting endpoints

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	5.12E-05	0.000124	0.414711	0.6784
Excess Market	1.042176	0.010863	95.94187	0.0000
Excess Market*Dummy	0.023078	0.019315	1.194820	0.2324
R-squared	0.960032	Mean dependent var		0.000319
Adjusted R-squared	0.959971	S.D. dependent var		0.017012
S.E. of regression	0.003404	Akaike info criterion		-8.525643
Sum squared resid	0.015060	Schwarz criterion		-8.513734
Log likelihood	5557.456	F-statistic		15613.09
Durbin-Watson stat	2.094041	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: Excess RC

Method: Least Squares

Date: 06/07/09 Time: 20:40

Sample(adjusted): 1/05/2004 12/31/2008

Included observations: 1303 after adjusting endpoints

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	5.64E-06	0.000160	0.035303	0.9718
Excess Market	1.024405	0.015321	66.86226	0.0000
Excess Market*Dummy	0.032882	0.027010	1.217421	0.2237
R-squared	0.937536	Mean dependent var		0.000322
Adjusted R-squared	0.937440	S.D. dependent var		0.016993
S.E. of regression	0.004250	Akaike info criterion		-8.081381
Sum squared resid	0.023484	Schwarz criterion		-8.069472
Log likelihood	5268.019	F-statistic		9756.025
Durbin-Watson stat	1.985226	Prob(F-statistic)		0.000000

(lanjutan)

Dependent Variable: Excess SDPP

Method: Least Squares

Date: 06/07/09 Time: 20:41

Sample(adjusted): 1/05/2004 12/31/2008

Included observations: 1303 after adjusting endpoints

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000148	0.000130	-1.138294	0.2552
Excess Market	0.932739	0.017763	52.51033	0.0000
Excess Market*Dummy	0.078488	0.026590	2.951851	0.0032
R-squared	0.960713	Mean dependent var		0.000394
Adjusted R-squared	0.960652	S.D. dependent var		0.015624
S.E. of regression	0.003099	Akaike info criterion		-8.713032
Sum squared resid	0.012487	Schwarz criterion		-8.701123
Log likelihood	5679.541	F-statistic		15894.71
Durbin-Watson stat	2.104292	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: Excess TK

Method: Least Squares

Date: 06/07/09 Time: 20:45

Sample(adjusted): 1/05/2004 12/31/2008

Included observations: 1303 after adjusting endpoints

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000277	0.000250	1.109225	0.2675
Excess Market	1.160869	0.026113	44.45513	0.0000
Excess Market*Dummy	-0.010207	0.053094	-0.192253	0.8476
R-squared	0.917041	Mean dependent var		0.000387
Adjusted R-squared	0.916913	S.D. dependent var		0.019136
S.E. of regression	0.005516	Akaike info criterion		-7.560101
Sum squared resid	0.039551	Schwarz criterion		-7.548192
Log likelihood	4928.406	F-statistic		7185.152
Durbin-Watson stat	2.009468	Prob(F-statistic)		0.000000

Lampiran 2 Hasil Output Regresi E-Views Periode *Bearish*

Dependent Variable: Excess BDP

Method: Least Squares

Date: 06/16/09 Time: 08:21

Sample: 1 264

Included observations: 264

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000211	0.000372	0.566436	0.5716
Excess Market	1.122636	0.024160	46.46730	0.0000
Excees Market*Dummy	-0.015005	0.049021	-0.306096	0.7598
R-squared	0.976003	Mean dependent var		-0.005610
Adjusted R-squared	0.975819	S.D. dependent var		0.028599
S.E. of regression	0.004447	Akaike info criterion		-7.981775
Sum squared resid	0.005162	Schwarz criterion		-7.941140
Log likelihood	1056.594	F-statistic		5307.703
Durbin-Watson stat	1.961560	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: Excess BNIB

Method: Least Squares

Date: 06/16/09 Time: 08:22

Sample: 1 264

Included observations: 264

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001027	0.001338	0.767431	0.4435
Excess Market	1.243054	0.124098	10.01672	0.0000
Excess Market*Dummy	-0.216295	0.184730	-1.170869	0.2427
R-squared	0.880236	Mean dependent var		-0.006639
Adjusted R-squared	0.879318	S.D. dependent var		0.031567
S.E. of regression	0.010966	Akaike info criterion		-6.176720
Sum squared resid	0.031387	Schwarz criterion		-6.136084
Log likelihood	818.3270	F-statistic		959.1406
Durbin-Watson stat	2.016170	Prob(F-statistic)		0.000000

(lanjutan)

Dependent Variable: Excess DM

Method: Least Squares

Date: 06/16/09 Time: 08:22

Sample: 1 264

Included observations: 264

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000127	0.000478	-0.265566	0.7908
Excess Market	0.979555	0.036123	27.11721	0.0000
Excess Market*Dummy	0.031251	0.064173	0.486978	0.6267
R-squared	0.950531	Mean dependent var		-0.004935
Adjusted R-squared	0.950151	S.D. dependent var		0.025681
S.E. of regression	0.005734	Akaike info criterion		-7.473593
Sum squared resid	0.008581	Schwarz criterion		-7.432958
Log likelihood	989.5143	F-statistic		2507.490
Durbin-Watson stat	1.983215	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: Excess DS

Method: Least Squares

Date: 06/15/09 Time: 22:33

Sample: 1 264

Included observations: 264

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000823	0.000904	-0.911113	0.3631
Excess Market	0.833734	0.037036	22.51128	0.0000
Excess Market*Dummy	-0.074597	0.076473	-0.975470	0.3302
R-squared	0.784780	Mean dependent var		-0.005534
Adjusted R-squared	0.783130	S.D. dependent var		0.023078
S.E. of regression	0.010747	Akaike info criterion		-6.217053
Sum squared resid	0.030146	Schwarz criterion		-6.176417
Log likelihood	823.6509	F-statistic		475.8551
Durbin-Watson stat	2.458598	Prob(F-statistic)		0.000000

(lanjutan)

Dependent Variable: Excess FE
 Method: Least Squares
 Date: 06/16/09 Time: 08:24
 Sample: 1 264
 Included observations: 264

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000165	0.000448	-0.367986	0.7132
Excess Market	1.084220	0.034165	31.73471	0.0000
Excess Market*Dummy	0.034563	0.060713	0.569293	0.5696
R-squared	0.967971	Mean dependent var		-0.005487
Adjusted R-squared	0.967726	S.D. dependent var		0.028168
S.E. of regression	0.005060	Akaike info criterion		-7.723474
Sum squared resid	0.006683	Schwarz criterion		-7.682839
Log likelihood	1022.499	F-statistic		3943.943
Durbin-Watson stat	2.032352	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: Excess MD
 Method: Least Squares
 Date: 06/16/09 Time: 08:25
 Sample: 1 264
 Included observations: 264

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000102	0.000537	0.189521	0.8498
Excess Market	1.025812	0.043510	23.57670	0.0000
Excess Market*Dummy	0.031722	0.071474	0.443821	0.6575
R-squared	0.935406	Mean dependent var		-0.004940
Adjusted R-squared	0.934911	S.D. dependent var		0.027101
S.E. of regression	0.006914	Akaike info criterion		-7.099179
Sum squared resid	0.012477	Schwarz criterion		-7.058543
Log likelihood	940.0916	F-statistic		1889.816
Durbin-Watson stat	1.860153	Prob(F-statistic)		0.000000

(lanjutan)

Dependent Variable: Excess MDS

Method: Least Squares

Date: 06/16/09 Time: 08:25

Sample: 1 264

Included observations: 264

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000175	0.000253	0.690811	0.4903
Excess Market	0.984351	0.013880	70.91661	0.0000
Excess Market*Dummy	0.014452	0.025274	0.571817	0.5679
R-squared	0.983461	Mean dependent var		-0.004761
Adjusted R-squared	0.983334	S.D. dependent var		0.025222
S.E. of regression	0.003256	Akaike info criterion		-8.605278
Sum squared resid	0.002767	Schwarz criterion		-8.564642
Log likelihood	1138.897	F-statistic		7759.747
Durbin-Watson stat	1.965402	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: Excess NSN

Method: Least Squares

Date: 06/16/09 Time: 08:26

Sample: 1 264

Included observations: 264

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.08E-05	0.000569	-0.036657	0.9708
Excess Market	0.821889	0.032171	25.54756	0.0000
Excess Market*Dummy	-0.048175	0.063527	-0.758337	0.4489
R-squared	0.891628	Mean dependent var		-0.004510
Adjusted R-squared	0.890797	S.D. dependent var		0.021570
S.E. of regression	0.007128	Akaike info criterion		-7.038323
Sum squared resid	0.013260	Schwarz criterion		-6.997687
Log likelihood	932.0586	F-statistic		1073.684
Durbin-Watson stat	1.990050	Prob(F-statistic)		0.000000

(lanjutan)

Dependent Variable: Excess PDM

Method: Least Squares

Date: 06/16/09 Time: 08:27

Sample: 1 264

Included observations: 264

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000205	0.000650	-0.315714	0.7525
Excess Market	0.827253	0.039765	20.80376	0.0000
Excess Market*Dummy	-0.004503	0.093972	-0.047923	0.9618
R-squared	0.883643	Mean dependent var		-0.004455
Adjusted R-squared	0.882751	S.D. dependent var		0.022208
S.E. of regression	0.007605	Akaike info criterion		-6.908848
Sum squared resid	0.015093	Schwarz criterion		-6.868213
Log likelihood	914.9680	F-statistic		991.0441
Durbin-Watson stat	1.957012	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: Excess PDS

Method: Least Squares

Date: 06/15/09 Time: 22:37

Sample: 1 264

Included observations: 264

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000463	0.000293	1.579816	0.1154
Excess Market	1.059403	0.012015	88.17169	0.0000
Excess Market*Dummy	0.025799	0.024809	1.039890	0.2994
R-squared	0.983732	Mean dependent var		-0.004786
Adjusted R-squared	0.983607	S.D. dependent var		0.027231
S.E. of regression	0.003487	Akaike info criterion		-8.468500
Sum squared resid	0.003173	Schwarz criterion		-8.427864
Log likelihood	1120.842	F-statistic		7891.183
Durbin-Watson stat	1.995605	Prob(F-statistic)		0.000000

(lanjutan)

Dependent Variable: Excess RC

Method: Least Squares

Date: 06/16/09 Time: 08:30

Sample: 1 264

Included observations: 264

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000263	0.000359	0.732414	0.4646
Excess Market	1.051980	0.018642	56.43118	0.0000
Excess Market*Dummy	0.030728	0.039421	0.779486	0.4364
R-squared	0.970259	Mean dependent var		-0.004918
Adjusted R-squared	0.970031	S.D. dependent var		0.027273
S.E. of regression	0.004721	Akaike info criterion		-7.862147
Sum squared resid	0.005818	Schwarz criterion		-7.821511
Log likelihood	1040.803	F-statistic		4257.383
Durbin-Watson stat	1.967214	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: Excess SDPP

Method: Least Squares

Date: 06/16/09 Time: 08:30

Sample: 1 264

Included observations: 264

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.06E-05	0.000319	-0.064621	0.9485
Excess Market	0.934773	0.026070	35.85679	0.0000
Excess Market*Dummy	0.059342	0.040004	1.483405	0.1392
R-squared	0.981112	Mean dependent var		-0.004429
Adjusted R-squared	0.980967	S.D. dependent var		0.024384
S.E. of regression	0.003364	Akaike info criterion		-8.540075
Sum squared resid	0.002954	Schwarz criterion		-8.499439
Log likelihood	1130.290	F-statistic		6778.624
Durbin-Watson stat	1.930993	Prob(F-statistic)		0.000000

(lanjutan)

Dependent Variable: Excess TK
 Method: Least Squares
 Date: 06/16/09 Time: 08:31
 Sample: 1 264
 Included observations: 264

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000266	0.000518	0.513025	0.6084
Excess Market	1.184560	0.034183	34.65327	0.0000
Excess Market*Dummy	0.029139	0.070623	0.412597	0.6802
R-squared	0.958097	Mean dependent var		-0.005602
Adjusted R-squared	0.957776	S.D. dependent var		0.030856
S.E. of regression	0.006340	Akaike info criterion		-7.272456
Sum squared resid	0.010492	Schwarz criterion		-7.231820
Log likelihood	962.9642	F-statistic		2983.814
Durbin-Watson stat	1.945657	Prob(F-statistic)		0.000000

Lampiran 3 Hasil Output Regresi E-Views Periode *Bullish*

Dependent Variable: Excess BDP
 Method: Least Squares
 Date: 06/17/09 Time: 01:58
 Sample: 1 264
 Included observations: 264

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	-4.81E-05	0.000275	-0.175217	0.8610
Excess Market	1.055265	0.045711	23.08555	0.0000
Excess Market*Dummy	0.036213	0.068836	0.526086	0.5991
R-squared	0.916966	Mean dependent var		0.003204
Adjusted R-squared	0.916645	S.D. dependent var		0.012970
S.E. of regression	0.003745	Akaike info criterion		-8.331251
Sum squared resid	0.007263	Schwarz criterion		-8.306746
Log likelihood	2173.291	F-statistic		2860.200
Durbin-Watson stat	1.898479	Prob(F-statistic)		0.000000

(lanjutan)

Dependent Variable: Excess BNIB

Method: Least Squares

Date: 06/16/09 Time: 08:22

Sample: 1 264

Included observations: 264

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000386	0.000412	-0.937829	0.3488
Excess Market	0.854433	0.066451	12.85806	0.0000
Excess Market*Dummy	0.028765	0.101699	0.282850	0.7774
R-squared	0.784454	Mean dependent var		0.002244
Adjusted R-squared	0.783622	S.D. dependent var		0.011350
S.E. of regression	0.005279	Akaike info criterion		-7.644265
Sum squared resid	0.014438	Schwarz criterion		-7.619760
Log likelihood	1994.331	F-statistic		942.5991
Durbin-Watson stat	2.015256	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: Excess DM

Method: Least Squares

Date: 06/16/09 Time: 08:22

Sample: 1 264

Included observations: 264

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000262	0.000278	-0.942885	0.3462
Excess Market	0.975462	0.039204	24.88145	0.0000
Excess Market*Dummy	0.043405	0.066821	0.649579	0.5163
R-squared	0.921846	Mean dependent var		-0.004935
Adjusted R-squared	0.921545	S.D. dependent var		0.025681
S.E. of regression	0.003370	Akaike info criterion		-7.473593
Sum squared resid	0.005884	Schwarz criterion		-7.432958
Log likelihood	2228.167	F-statistic		2507.490
Durbin-Watson stat	1.917315	Prob(F-statistic)		0.000000

(lanjutan)

Dependent Variable: Excess DS
 Method: Least Squares
 Date: 06/15/09 Time: 22:33
 Sample: 1 264
 Included observations: 264

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001351	0.000634	2.130119	0.0336
Excess Market	0.657050	0.088328	7.438745	0.0000
Excess Market*Dummy	-0.208008	0.154383	-1.347349	0.1785
R-squared	0.450515	Mean dependent var		0.002066
Adjusted R-squared	0.448393	S.D. dependent var		0.009128
S.E. of regression	0.006780	Akaike info criterion		-7.144036
Sum squared resid	0.023809	Schwarz criterion		-7.119531
Log likelihood	1864.021	F-statistic		212.3505
Durbin-Watson stat	2.126726	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: Excess FE
 Method: Least Squares
 Date: 06/17/09 Time: 02:08
 Sample: 1 264
 Included observations: 264

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000236	0.000274	0.858737	0.3909
Excess Market	1.041075	0.034905	29.82597	0.0000
Excess Market*Dummy	0.021051	0.049132	0.428446	0.6685
R-squared	0.885942	Mean dependent var		0.003361
Adjusted R-squared	0.885502	S.D. dependent var		0.012905
S.E. of regression	0.004367	Akaike info criterion		-8.023858
Sum squared resid	0.009877	Schwarz criterion		-7.999353
Log likelihood	2093.215	F-statistic		2011.781
Durbin-Watson stat	2.177856	Prob(F-statistic)		0.000000

(lanjutan)

Dependent Variable: Excess MD

Method: Least Squares

Date: 06/17/09 Time: 02:10

Sample: 1 264

Included observations: 264

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000132	0.000288	-0.459554	0.6460
Excess Market	0.939925	0.046653	20.14722	0.0000
Excess Market*Dummy	0.012971	0.075665	0.171429	0.8640
R-squared	0.894728	Mean dependent var		0.002655
Adjusted R-squared	0.894322	S.D. dependent var		0.011548
S.E. of regression	0.003754	Akaike info criterion		-8.326267
Sum squared resid	0.007300	Schwarz criterion		-8.301762
Log likelihood	2171.993	F-statistic		2201.301
Durbin-Watson stat	1.767375	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: Excess MDS

Method: Least Squares

Date: 06/16/09 Time: 08:25

Sample: 1 264

Included observations: 264

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000147	0.000199	0.741091	0.4590
Excess Market	0.993077	0.025324	39.21558	0.0000
Excess Market*Dummy	0.017884	0.035645	0.501719	0.6161
R-squared	0.930513	Mean dependent var		0.003116
Adjusted R-squared	0.930245	S.D. dependent var		0.011995
S.E. of regression	0.003168	Akaike info criterion		-8.665650
Sum squared resid	0.005199	Schwarz criterion		-8.641144
Log likelihood	2260.402	F-statistic		3468.319
Durbin-Watson stat	2.108240	Prob(F-statistic)		0.000000

(lanjutan)

Dependent Variable: Excess NSN

Method: Least Squares

Date: 06/16/09 Time: 08:26

Sample: 1 264

Included observations: 264

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000351	0.000544	0.646256	0.5184
Excess Market	0.573444	0.069165	8.290937	0.0000
Excess Market*Dummy	0.037483	0.097357	0.385006	0.7004
R-squared	0.388140	Mean dependent var		0.002220
Adjusted R-squared	0.385777	S.D. dependent var		0.011041
S.E. of regression	0.008653	Akaike info criterion		-6.656125
Sum squared resid	0.038783	Schwarz criterion		-6.631620
Log likelihood	1736.921	F-statistic		164.2992
Durbin-Watson stat	2.364559	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: Excess PDM

Method: Least Squares

Date: 06/16/09 Time: 08:27

Sample: 1 264

Included observations: 264

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000731	0.000331	2.206481	0.0278
Excess Market	0.779158	0.042143	18.48829	0.0000
Excess Market*Dummy	-0.066996	0.059321	-1.129374	0.2593
R-squared	0.722888	Mean dependent var		0.002599
Adjusted R-squared	0.721818	S.D. dependent var		0.009996
S.E. of regression	0.005272	Akaike info criterion		-7.646966
Sum squared resid	0.014399	Schwarz criterion		-7.622461
Log likelihood	1995.035	F-statistic		675.6389
Durbin-Watson stat	2.066598	Prob(F-statistic)		0.000000

(lanjutan)

Dependent Variable: Excess PDS
 Method: Least Squares
 Date: 06/15/09 Time: 22:37
 Sample: 1 264
 Included observations: 264

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	3.27E-05	0.000213	0.153454	0.8781
Excess Market	1.048538	0.027108	38.67950	0.0000
Excess Market*Dummy	-6.40E-05	0.038158	-0.001676	0.9987
R-squared	0.927209	Mean dependent var		0.003059
Adjusted R-squared	0.926928	S.D. dependent var		0.012546
S.E. of regression	0.003391	Akaike info criterion		-8.529435
Sum squared resid	0.005958	Schwarz criterion		-8.504929
Log likelihood	2224.918	F-statistic		3299.114
Durbin-Watson stat	2.134467	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: Excess RC
 Method: Least Squares
 Date: 06/16/09 Time: 08:30
 Sample: 1 264
 Included observations: 264

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000329	0.000296	-1.110253	0.2674
Excess Market	0.960325	0.049600	19.36126	0.0000
Excess Market*Dummy	0.092429	0.070679	1.307723	0.1915
R-squared	0.888818	Mean dependent var		0.002969
Adjusted R-squared	0.888389	S.D. dependent var		0.012448
S.E. of regression	0.004159	Akaike info criterion		-8.121542
Sum squared resid	0.008958	Schwarz criterion		-8.097036
Log likelihood	2118.662	F-statistic		2070.521
Durbin-Watson stat	2.072691	Prob(F-statistic)		0.000000