

BAB 4

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Pendahuluan

Pada bab ini akan membahas proses pengolahan data dan analisis dari data tersebut. Data diolah dengan menggunakan *Microsoft Excel* setelah itu diolah dengan menggunakan program *Eviews 5.0* dalam bentuk regresi berganda. Data yang diolah adalah data NAB tiap reksa dana sampel yang diambil tiap awal bulan dari awal periode penelitian sampai akhir periode sehingga terdapat 36 data NAB untuk tiap reksa dana. Data NAB tiap awal bulan ini kemudian dihitung tingkat pengembaliannya per bulan.

Selain data data NAB, data yang diolah adalah data yang merupakan empat faktor yang digunakan untuk mengkonstruksikan empat faktor Carhart. Empat faktor Carhart merupakan pengembangan dari tiga faktor Fama French. Faktor pertama merupakan model Jensen berdasarkan *Capital Asset Pricing Model*, dua faktor yaitu faktor kapitalisasi dan rasio nilai buku merupakan faktor yang diperkenalkan Fama dan French (1993) untuk lebih menjelaskan *excess return* dan faktor keempat adalah faktor Momentum. Data yang diperlukan adalah data angka indeks harga saham gabungan (pasar), suku bunga bebas risiko (*risk free*) tingkat pengembalian dari tiap-tiap saham, kapitalisasi pasar tiap-tiap saham berikut rasio nilai buku (*book to market ratio*). Faktor-faktor ini kemudian dihitung sesuai dengan cara yang disebutkan bab sebelumnya dalam bagian metodologi. Kemudian data-data ini dikelompokkan menjadi data :

$R_p - R_f$: selisih antara tingkat pengembalian reksa dana sampel dikurangi tingkat pengembalian suku bunga bebas risiko (*risk free*) disebut juga sebagai *excess return*
 $R_p - R_f$ merupakan variabel dependen dalam regresi yang dijalankan

Rm-Rf : angka yang merupakan selisih antara tingkat pengembalian pasar dikurangi tingkat pengembalian suku bunga risiko (*risk free*) disebut juga faktor portofolio market

SMB : angka yang menunjukkan faktor kapitalisasi (*size*) dalam model empat faktor Carhart, penghitungan faktor ini telah dijelaskan pada bab sebelumnya, faktor ini disesuaikan pada tiap bulan untuk mengakomodasi nilai kapitalisasi pasar yang berubah.

HML : angka yang menunjukkan faktor rasio nilai buku penghitungan faktor ini telah dijelaskan pada bab sebelumnya, faktor ini disesuaikan pada tiap bulan selama periode pengamatan

WML : angka yang menunjukkan faktor momentum, penghitungan faktor ini telah dijelaskan pada bab sebelumnya, faktor ini disesuaikan pada tiap bulan selama periode pengamatan

Rm-Rf, *SMB*, *HML* dan *WML* merupakan variabel independen dalam regresi yang dijalankan

Untuk mendapatkan gambaran atas data yang diolah akan ditunjukkan dalam bentuk statistik deskriptif yang tersaji dalam bentuk tabel. Penyajian deskripsi statistik ini bertujuan agar mendapatkan gambaran mengenai data secara keseluruhan.

Bagian selanjutnya adalah pengujian terhadap variabel dan model regresi. Pengujian terhadap variabel regresi bertujuan untuk melihat hubungan antar variabel, uji variabel yang digunakan adalah uji stasioneritas data dengan test *Augmented Dicky-Fuller*, Uji Multikolinearitas dan Uji Autokorelasi dengan melihat tabel Durbin-Watson. Pengujian terhadap model regresi dilakukan untuk memastikan model regresi telah memenuhi syarat BLUE (*Best Leased Unbiased Estimator*). Jika telah dipastikan BLUE maka dapat dilakukan analisa terhadap model regresi. Pengujian model regresi dilakukan dengan uji signifikansi terhadap model regresi secara keseluruhan, uji yang digunakan adalah *F test* dan *adjusted R squared*

4.2 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif dilakukan untuk mengetahui deskripsi atas data yang diolah, ada beberapa ukuran yang dipakai untuk mendeskripsikan data. Ukuran itu antara lain adalah mean, median, *skewness* dan kurtosis.

Mean dan *median* dipakai untuk melihat kecondongan nilai tengah dari data, mean adalah nilai rata-rata dari data, sedangkan median adalah nilai kecondongan tengah yang lebih kuat dari kesalahan atau data-data yang ekstrem dari mean. *Skewness* memberikan informasi tentang kesimetrisan distribusi probabilitas. Suatu distribusi dikategorikan simetris atau memiliki distribusi normal jika memiliki nilai *skewness* sama dengan 0 atau berada dibawah 1. Kurtosis merupakan ukuran yang digunakan untuk mengatur keruncingan atau kelandaian suatu distribusi, untuk distribusi normal maka $K=3$. Berdasarkan keterangan di atas dapat disimpulkan suatu data dikatakan terdistribusi dengan normal bila memenuhi kriteria $\text{mean}=\text{median}$, $S=0$ dan $K=3$. Tabel 4.1 menyajikan statistik deskriptif variabel-variabel independen yang digunakan dalam regresi.

Tabel 4.1 Statistik Deskriptif

Deskripsi	HML	RM RF	SMB	WML
Mean	0,014258	0,006767	-0,018418	0,132433
Median	0,016721	0,006436	-0,015776	0,099795
Maximum	0,090441	0,176469	0,107911	0,657423
Minimum	-0,11638	-0,246057	-0,216983	0,049815
Std. Dev.	0,036051	0,093014	0,047467	0,108918
Skewness	-0,998339	-0,33462	-1,557612	3,39371
Kurtosis	6,368466	3,456362	10,74786	16,27534
Jarque-Bera	22,99993	0,984224	104,601	333,4558
Probability	0,00001	0,611334	0	0
Sum	0,51329	0,243614	-0,66303	4,767591
Sum Sq. Dev.	0,045488	0,302804	0,078859	0,415211
Observations	36	36	36	36

Sumber : Diolah kembali

4.3.2 Uji Autokorelasi

Berdasarkan tabel *critical value of Durbin-Watson test* dengan 36 pengamatan, empat variabel independen serta confidence level 95% diketahui $d_l = 1,043$ dan $d_u = 1,513$, sehingga aturan uji Durbin Watson untuk menentukan ada tidaknya autokorelasi adalah sebagai berikut :

- Autokorelasi negatif jika $DW > 2,957$
- Tidak dapat diambil keputusan jika $1,043 \leq DW \leq 1,513$ dan $2,487 \leq DW \leq 2,957$
- Autokorelasi positif jika $DW < 1,043$
- Tidak ada autokorelasi baik positif maupun negatif jika nilai $1,513 < DW < 2,487$

Berdasarkan aturan uji Durbin -Watson seperti tersebut di atas dapat diketahui model yang memiliki atau tidak memiliki autokorelasi. Ringkasan nilai Durbin-Watson untuk tiap model adalah sebagai berikut :

Tabel 4.3 Tabel Uji Durbin-Watson

No	Reksa Dana	Durbin Watson Statistik	Keterangan
1	Bahana Dana Prima	1,967023	Tidak ada Autokorelasi
2	Batavia Dana Saham	1,662771	Tidak ada Autokorelasi
3	Danareksa Mawar	2,159202	Tidak ada Autokorelasi
4	Fortis Ekuitas	2,125865	Tidak ada Autokorelasi
5	Fortis Pesona	1,865539	Tidak ada Autokorelasi
6	Manulife Dana Saham	2,749394	Tidak dapat diputuskan
7	Phinisi Dana Saham	2,129551	Tidak ada Autokorelasi
8	Panin Dana Maksima	1,583617	Tidak ada Autokorelasi
9	Schroeder Dana Prestasi Plus	2,055855	Tidak ada Autokorelasi
10	Schroeder Dana Istimewa	2,166241	Tidak ada Autokorelasi
11	Trim Kapital	2,078,924	Tidak ada Autokorelasi

Sumber : Diolah Penulis

Dari tabel di atas dapat diketahui bahwa semua model regresi tiap-tiap reksa dana yang menjadi sampel pengamatan tidak memiliki autokorelasi kecuali reksa

dana Manulife Dana Saham yang tidak dapat diketahui memiliki atau tidak memiliki autokorelasi

4.3.3 Uji Stasioneritas

Uji stasioneritas atas variabel-variabel independen dalam tiap model regresi dilakukan dengan memakai *unit root test* yang dijalankan dengan program Eviews 5.0. Stasioneritas data dapat diketahui dengan melihat nilai probabilitas (nilai p) apakah lebih besar dari tingkat signifikansi statistiknya

Alternatif lain adalah membandingkan nilai statistik *Augmented Dicky-Fuller* dengan nilai kritisnya, jika nilai absolut $ADF > \text{nilai kritis}$ maka dikatakan data sudah stasioner. Dari tabel 4.4 terlihat bahwa hanya variabel WML saja yang datanya tidak stasioner sedangkan ketiga variabel independen yang lain datanya stasioner

Tabel 4.4 Uji Unit Root Test

Variabel	ADF	t-stat			Prob*	Kesimpulan
		1%	5%	10%		
<i>Rm-Rf</i>	-3.782098	-3,6329	-2,948404	-2,612874	0,0068	Data Stasioner
<i>SMB</i>	-4,770602	-3,639407	-2,951125	-2,6143	0,0005	Data Stasioner
<i>HML</i>	-5,321986	-3,639407	-2,951125	-2,6143	0,0001	Data Stasioner
<i>WML</i>	-3,09753	-3,6329	-2,948404	-2,612874	0,0359	Data Stasioner

* nilai p satu sisi

Sumber : diolah penulis

4.4 Uji Signifikansi

Untuk mengetahui apakah variabel independen secara bersamaan signifikan dalam menjelaskan variabel dependen dilakukan pengujian model regresi (uji signifikansi) dengan uji t, uji F dan Uji *Adjusted R Squared*.

4.4.1 Uji t

Uji t dilakukan untuk melihat apakah konstanta dan masing-masing koefisien variabel independen signifikan atau tidak terhadap model regresi

Hipotesis

H_0 = Koefisien regresi tidak signifikan

H_1 = Koefisien regresi signifikan

Pengambilan keputusan berdasarkan probabilitas

Jika probabilitas $> 0,05$, maka H_0 diterima

Jika probabilitas $< 0,05$, maka H_0 tidak diterima

4.4.2 Uji F

Untuk melakukan uji F pada model regresi digunakan program EViews yang memudahkan dengan memberikan hasil dari nilai probabilitas F -stat. Jika nilai probabilitas F -stat yang keluar lebih kecil dari 0.05 maka dapat dikatakan bahwa model regresi benar dan R Squared dapat menerangkan seberapa besar variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen. Dari data hasil regresi terlampir dapat diketahui bahwa semua model regresi mempunyai nilai probabilitas F -stat lebih kecil dari 0,05 sehingga dapat dikatakan variabel-variabel dependen dalam model regresi untuk tiap-tiap reksadana sampel dapat menjelaskan variabel independen. Analisa uji F -stat dan probabilitasnya dapat dilihat selengkapnya pada lampiran hasil keluaran Eviews

4.4.3 Uji *Adjusted R Squared*

Coefficient of Determination atau (R^2) dapat diterjemahkan dengan melihat seberapa besar variasi variabel independen yang dapat dijelaskan oleh garis regresi (Levin, 1998) dengan kata lain R^2 menunjukkan berapa besar variasi independen dapat dijelaskan oleh variabel-variabel dependennya. Dalam model regresi yang

mempunyai variabel bebas lebih dari satu berkemungkinan akan menaikkan nilai R^2 , oleh karena itu nilai *adjusted R²* dipakai untuk mengatasi kemungkinan ini. Nilai *adjusted R²* untuk tiap-tiap model regresi ditampilkan dalam tabel 5.5 berikut

Tabel 4.5 *Adjusted R Squared*

No	Model Regresi	<i>Adjusted R Squared</i>
1	Bahana Dana Prima	0,98164
2	Batavia Dana Saham	0,919717
3	Danareksa Mawar	0,94888
4	Fortis Ekuitas	0,977933
5	Fortis Pesona	0,980261
6	Manulife Dana Saham	0,98127
7	Phinisi Dana Saham	0,975233
8	Panin Dana Maksima	0,811764
9	Schroeder Dana Prestasi Plus	0,968232
10	Schroeder Dana Istimewa	0,958522
11	Trim Kapital	0,949119

Sumber : Data diolah penulis

Dari tabel di atas terlihat untuk semua model regresi dari reksa dana sampel memiliki nilai *adjusted R²* yang tinggi (semuanya di atas 90%). Nilai R^2 reksa dana sampel berada pada kisaran 83,327 % (reksa dana Panin Dana Maksima) sampai dengan 98,16 % (reksa dana Bahana Dana Prima)

4.5 Analisis Hasil Regresi

Penulisan ini bertujuan untuk mengetahui kinerja reksa dana, pengukuran dilakukan dengan menggunakan metode empat faktor Carhart, Metode empat faktor Carhart merupakan perluasan dari metode Fama French yang menggunakan 3 faktor dalam model regresinya. Metode empat faktor Carhart menggunakan empat faktor sebagai variabel bebasnya, ke empat faktor itu adalah $R_m - R_f$ yang disebut juga portofolio sesuai pasar (*market portfolio*), SMB, faktor yang menunjukkan jenis saham yang menjadi portofolio berdasarkan ukuran kapitalisasi pasarnya, HML,

faktor yang menunjukkan jenis saham yang menjadi portofolio berdasarkan rasio nilai bukunya terhadap pasar, sedangkan faktor momentum dalam regresi ini disebut sebagai *WML* merupakan faktor keempat.

Metode empat faktor Carhart mengevaluasi kinerja reksa dana berdasarkan nilai dari konstanta *intercept* (α). Konstanta *intercept* (α) akan bernilai positif (negatif) jika reksa dana dapat menghasilkan (tidak menghasilkan) *excess return*. Pada metode empat faktor Carhart penambahan variabel bebas dimaksudkan untuk mengetahui apakah *excess return* yang di dapat oleh reksa dana dapat dijelaskan oleh empat faktor yang merupakan variabel independen dalam model regresi empat faktor Carhart (Sanjay, 2008).

Tingkat pengembalian *excess return* dari tiap-tiap reksa dana sampel serta statistik deskriptifnya ditunjukkan dalam tabel berikut :

Tabel 4.6 Statistik Deskriptif Variabel Independen

No	Rp-Rf (Excess Return)	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.	Obs
1	Bahana Dana Prima	0,013117	-0,003615	0,226327	-0,288311	0,111332	36
2	Batavia Dana Saham	0,014498	-0,003009	0,269416	-0,209106	0,104609	36
3	Danareksa Mawar	0,00967	-0,002858	0,224638	-0,292516	0,105647	36
4	Fortis Ekuitas	0,015654	0,011131	0,229388	-0,30948	0,113404	36
5	Fortis Pesona	0,013564	0,001593	0,201358	-0,25977	0,100817	36
6	Manulife Dana Saham	0,011281	0,000885	0,173642	-0,247617	0,097422	36
7	Phinisi Dana Saham	0,012001	0,004183	0,182283	-0,250191	0,098211	36
8	Panin Dana Maksima	0,01494	0,008542	0,22626	-0,214483	0,093203	36
9	Schroeder Dana Prestasi Plus	0,013784	-0,0025	0,177512	-0,209671	0,091051	36
10	Schroeder Dana Istimewa	0,013025	-0,009341	0,174389	-0,203252	0,090043	36
11	Trim Kapital	0,009668	-0,015216	0,249524	-0,30204	0,116761	36

Sumber : Diolah penulis

Hasil dari model regresi empat faktor Carhart ini dapat dipakai untuk mengetahui karakter gaya berinvestasi (*style characteristic*) reksa dana yang ditunjukkan oleh tiap-tiap faktor yang merupakan variabel independen dalam model regresi terhadap *excess return* dari reksa dana sampel. (Seghal, 2008)

Dari tabel 4.6 terlihat semua model regresi reksa dana sampel selama periode pengamatan mempunyai *excess return* positif. Faktor yang mempengaruhi *excess*

return yang didapat ini dapat kita ketahui dari hasil regresi yang ringkasannya terdapat dalam tabel 4.7 di bawah yang memuat konstanta *intercept* (α) dan angka koefisien untuk tiap variabel independen, sedangkan hasil regresi selengkapnya dengan menggunakan program Eviews dapat dilihat pada lampiran.

Tabel 4.7 Ringkasan Hasil Regresi

No	Reksadana	α	Rm-Rf	SMB	HML	WML
1	Bahana Dana Prima <i>Prob t-stat</i>	0,00656 0,233	1,195116 0***	0,031355 0,8022	-0,005953 0,9597	-0,006553 0,8739
2	Batavia Dana Saham <i>Prob t-stat</i>	-0,3007499 0,4844	1,12989 0***	0,431361 0,0867*	0,27277 0,2439	0,138985 0,0941
3	Danareksa Mawar <i>Prob t-stat</i>	0,017431 0,0498**	1,083885 0***	-0,233763 0,2432	-0,177679 0,3444	-0,127363 0,0585*
4	Fortis Ekuitas <i>Prob t-stat</i>	0,021102 0,0014***	1,185001 0***	-0,20493 0,1493	-0,155501 0,2425	-0,113445 0,0188**
5	Fortis Pesona <i>Prob t-stat</i>	0,008998 0,0854*	1,081073 0***	0,019166 0,8704	-0,015655 0,8875	-0,016414 0,6724
6	Manulife Dana Saham <i>Prob t-stat</i>	0,006381 0,1905	1,051641 0***	-0,0021 0,9848	-0,080184 0,4435	-0,008397 0,8181
7	Phinisi Dana Saham <i>Prob t-stat</i>	0,008021 0,1567	1,047504 0***	-0,059071 0,6454	-0,098015 0,4193	-0,02113 0,6181
8	Panin Dana Maksima <i>Prob t-stat</i>	-0,017156 0,2444	0,922876 0***	0,693984 0,0453**	0,755695 0,022**	0,210351 0,0646*
9	Schroeder Dana Prestasi Plus <i>Prob t-stat</i>	0,002637 0,6527	1,000172 0***	0,175934 0,1972	0,018271 0,8854	0,055565 0,2166
10	Schroeder Dana Istimewa <i>Prob t-stat</i>	-0,001812 0,7841	0,989898 0***	0,257396 0,0979*	0,092975 0,5177	0,087238 0,0896*
11	Trim Kapital <i>Prob t-stat</i>	0,002906 0,7597	1,239985 0***	0,083137 0,7038	0,028852 0,8885	-0,003844 0,9575

*** signifikan pada 1% level kepercayaan

** signifikan pada 5% level kepercayaan

*signifikan pada 10% level kepercayaan

Sumber : Data diolah penulis

Dari tabel di atas dapat dilihat reksa dana yang memiliki konstanta *intercept* (α) atau nilai alpha yang signifikan dengan tingkat kepercayaan 99% adalah reksa dana Fortis Ekuitas, dan dengan tingkat kepercayaan 95% adalah reksa dana Danareksa Mawar, sedangkan Fortis Pesona memiliki konstanta *intercept* (α) atau nilai alpha yang signifikan dengan tingkat kepercayaan 90%. Dari hasil tersebut dapat

Universitas Indonesia

dikatakan reksa dana yang memiliki kemampuan untuk menghasilkan tingkat pengembalian di atas tolak ukur (*benchmark*) berdasarkan alpha Jensen empat faktor hanya tiga reksa dana yaitu Danareksa Mawar, Fortis Ekuitas dan Fortis Pesona.

Nilai konstanta *intercept* (α) reksa dana Fortis Ekuitas sebesar 0,021102 (2,11%), nilai konstanta *intercept* (α) tersebut menandakan investor dapat mengharapkan penambahan nilai reksa dana Fortis Ekuitas sebesar 2,11% per bulan atau 25,32% setahun, adapun nilai konstanta *intercept* (α) Danareksa Mawar sebesar 0,017431 (1,743%). Nilai konstanta *intercept* (α) tersebut menandakan investor dapat mengharapkan penambahan nilai reksa dana Danareksa Mawar sebesar 1,743% per bulan atau 20,916% setahun. Sedangkan pada reksa dana Fortis Pesona dengan nilai konstanta *intercept* (α) sebesar 0,008998 menandakan investor dapat mengharapkan penambahan nilai reksa dana Fortis Pesona sebesar 0,899% per bulan atau 10,788% setahun.

Hasil dari model regresi empat faktor Carhart ini dapat dipakai untuk mengetahui karakter gaya berinvestasi (*style characteristic*) reksa dana yang ditunjukkan oleh tiap-tiap faktor yang merupakan variabel independen dalam model regresi terhadap *excess return* dari reksa dana sampel. (Seghal, 2008)

Faktor-faktor yang menerangkan *excess return* dari reksa dana sampel merupakan karakter strategi investasi (*style characteristic*) tiap-tiap reksa dana yang dapat diketahui dari hasil model regresi dengan mempergunakan empat faktor Carhart, dengan uraian sebagai berikut :

a. Faktor/Strategi Portofolio Pasar ($R_m - R_f$)

Untuk semua reksa dana sampel selama periode pengamatan terdapat hasil yang menarik berkaitan dengan hasil yang diperoleh atas faktor/variabel portofolio pasar, yaitu semua reksa dana sampel menunjukkan hasil yang signifikan secara statistik dibanding hasil pengujian atas faktor-faktor lain yang hasilnya bervariasi.

Hasil yang signifikan untuk faktor portofolio pasar menunjukkan bahwa tingkat pengembalian portofolio pasar dapat dipakai sebagai faktor yang menerangkan *excess return* dari tiap-tiap reksa dana sampel. Hasil regresi untuk faktor portofolio pasar mengandung pengertian bahwa tiap reksa dana sampel mempunyai kecenderungan tingkat pengembaliannya dipengaruhi oleh gaya investasi yang mengikuti portofolio pasar, diperlukan penelitian lebih lanjut untuk mengetahui jika manajer investasi reksa dana saham sampel menerapkan strategi *indexing* untuk portofolionya.

b. Strategi Kapitalisasi Pasar (*Small Cap Big Cap*)

Strategi pemilihan kapitalisasi pasar adalah strategi yang menerapkan kecenderungan untuk memilih saham berdasarkan kapitalisasi pasar tertentu dari saham tersebut, kecenderungan pemilihan berdasarkan kapitalisasi terbagi dua yaitu kapitalisasi kecil (*small cap*) dan kapitalisasi besar (*big cap*). Faktor pemilihan saham berdasarkan kapitalisasi pasarnya diwakili dengan faktor *SMB*, jika faktor *SMB* menghasilkan angka koefisien positif hal ini menunjukkan *excess return* yang diperoleh mempunyai kecenderungan dipengaruhi oleh tingkat pengembalian dari saham-saham berkapitalisasi kecil yang terdapat dalam portofolio reksa dana, sedangkan bila faktor *SMB* menghasilkan angka koefisien negatif dapat disimpulkan tingkat pengembalian yang diperoleh reksa dana dipengaruhi oleh tingkat pengembalian yang dihasilkan saham-saham berkapitalisasi besar (Otten, 2002).

Kapitalisasi pasar sering digunakan dalam strategi investasi sehingga hubungan antara kapitalisasi pasar suatu saham dengan tingkat pengembaliannya dapat dijabarkan sebagai berikut : saham yang memiliki kapitalisasi pasar yang kecil biasanya memiliki tingkat pengembalian yang tinggi, demikian pula sebaliknya, saham yang memiliki kapitalisasi pasar besar biasanya memiliki tingkat pengembalian saham yang rendah

Berdasarkan hasil regresi dapat diketahui bahwa dari reksa dana sampel yang ada, reksa dana Panin Dana Maksima (signifikan pada tingkat kepercayaan 95%), reksa dana Batavia Dana Saham dan reksa dana Schroeder Dana Istimewa yang *excess return*-nya dapat diterangkan oleh faktor *SMB* (signifikan dengan tingkat kepercayaan 90%). Ketiga reksa dana yang memiliki faktor *SMB* dapat menerangkan *excess return*-nya mempunyai angka koefisien faktor *SMB* yang positif, hal ini menunjukkan reksa dana Panin Dana Maksima, reksa dana Batavia Dana Saham dan reksa dana Schroeder Dana Istimewa memiliki kecenderungan *excess return* reksa dana dipengaruhi oleh saham-saham yang berkapitalisasi kecil. Angka koefisien untuk faktor *SMB* Panin Dana Maksima adalah sebesar 0.693984 hal ini menunjukkan bahwa tingkat pengembalian saham-saham berkapitalisasi kecil dalam portofolio reksa dana Panin Dana Maksima memberikan pengaruh sebesar 69,398% dari *excess return* reksa dana Panin Dana Maksima. Untuk reksa dana Batavia Dana Saham dan Schroeder Dana Istimewa memiliki angka *SMB* masing-masing 0,431361 dan 0,257396, hal ini menunjukkan bahwa tingkat pengembalian saham-saham berkapitalisasi kecil dalam portofolio reksa dana Batavia Dana Saham dan reksa dana Schroeder Dana Istimewa masing masing memberikan pengaruh sebesar 43,136% dan 25,739% dari *excess return* reksa dana Batavia Dana Saham dan reksa dana Schroeder Dana Istimewa.

Namun demikian dari data komposisi portofolio beberapa reksa dana sampel yang bisa di dapat oleh penulis, tidak satupun reksa dana di Indonesia yang memiliki kecenderungan menerapkan strategi pemilihan saham kapitalisasi kecil (*small cap*), hal ini terlihat dari komposisi portofolio yang dimiliki reksa dana-reksa dana tersebut yang tidak satupun memiliki saham-saham yang berkapitalisasi kecil dalam portofolionya dengan demikian *excess return* yang dihasilkan oleh reksa dana-reksa dana sampel tidak mungkin dapat dijelaskan oleh tingkat pengembalian saham-saham yang berkapitalisasi kecil. Secara intuitif ini dapat dimengerti karena saham-saham yang berkapitalisasi kecil di Indonesia mayoritas merupakan saham tidur dan dengan nilai perdagangan harian yang

kecil, sehingga akan menyulitkan bagi reksa dana di Indonesia untuk menanamkan investasinya pada saham-saham yang berkapitalisasi kecil tersebut. Dari satu tulisan mengenai pengukuran kinerja reksa dana di Australia dengan menggunakan metode empat faktor Carhart yang sama (Alles dan Hong, 2002) menyiratkan bahwa faktor *SMB* merupakan faktor yang mewakili ukuran dana kelola dari reksa dana tersebut, sehingga dengan pengertian ini, jika faktor *SMB* positif maka tiap penambahan dana kelola akan menghasilkan tingkat pengembalian yang positif pula sebesar koefisien faktor *SMB* hasil regresi.

c. Strategi *Value Stock* dan *Growth Stock*

Penerapan strategi *Growth Stock* dan *Value Stock* adalah penerapan strategi dengan kecenderungan memilih saham berdasarkan rasio nilai buku terhadap pasar (*book to market ratio*). Strategi *Value Stock* adalah strategi yang menerapkan pemilihan terhadap saham-saham yang mempunyai rasio nilai buku terhadap pasar tinggi (*Value Stock*) dan strategi *Growth Stock* adalah strategi yang menerapkan pemilihan terhadap saham-saham yang mempunyai rasio nilai buku terhadap pasar rendah (*Growth Stock*) (Fama dan French, 1993) Penerapan strategi berdasarkan rasio nilai buku terhadap pasar ini dalam model regresi disebut sebagai faktor *HML*, jika faktor *HML* memiliki angka koefisien positif berarti manajer investasi menerapkan strategi *Value Stock*, sedangkan bila angka koefisien faktor *HML* negatif maka dapat disimpulkan manajer investasi menerapkan strategi *Growth Stock*. Untuk semua reksa dana sampel, hanya Panin Dana Maksima yang memiliki angka koefisien faktor *HML* signifikan secara statistik (signifikan pada tingkat kepercayaan 95%), dengan demikian faktor *HML* yang dapat menerangkan *excess return* hanya dimiliki reksa dana Panin Dana Maksima yang memiliki angka faktor *HML* sebesar 0,755695. Angka ini menunjukkan reksa dana Panin Dana Maksima menerapkan strategi *Value stock*, dan strategi ini memberikan pengaruh sebesar 75,569% dari *excess return* Panin Dana Maksima. Faktor *HML* reksa dana lainnya pada sampel tampaknya tidak

dapat digunakan sebagai faktor yang dapat menerangkan *excess return* dari masing-masing reksa dana, hal ini dikarenakan hasil regresi reksa dana sampel yang lain secara statistik tidak signifikan.

Dari data portofolio yang di dapat penulis untuk reksa dana Panin Dana Maksima paling tidak terdapat lima saham yang berasal dari grup *value stock* (saham dengan rasio nilai buku terhadap pasar tinggi) yang dapat dipakai untuk menjelaskan *excess return* yang dihasilkan oleh reksa dana Panin Dana Maksima yaitu : saham HM Sampoerna (HMSP), Kalbe Farma (KLBF), Gudang Garam (GGRM), Indofood (INDF) dan Bank Panin (PNBN). Tingkat pengembalian saham-saham tersebut untuk periode 1 tahun masing-masing adalah 10,48% (HMSP), 193,19% (KLBF), 305,62% (GGRM), 289,90% (INDF) dan 50,94% (PNBN). Sedangkan selama 3 tahun saham-saham tersebut menghasilkan tingkat pengembalian sebagai berikut 1,99% (HMSP), 7,07% (KLBF), 125,03% (GGRM), 133,02% (INDF), dan 35,59% (PNBN).

d. Strategi Momentum

Strategi momentum adalah strategi yang menerapkan pembelian saham-saham yang memberikan tingkat pengembalian tinggi di masa lalu dan menjual saham-saham yang memberikan tingkat pengembalian rendah di masa lalu, sebagai kebalikan dari strategi ini adalah strategi kontrarian yang menerapkan strategi pembelian saham-saham yang memberikan tingkat pengembalian rendah di masa lalu dan menjual saham-saham yang memberikan tingkat pengembalian tinggi (Jegadeesh dan Titman, 2003). Strategi Momentum ditunjukkan oleh faktor *WML* yang disebut juga sebagai faktor momentum, jika faktor *WML* memiliki angka positif hal ini menunjukkan *excess return* yang diperoleh mempunyai kecendrungan dipengaruhi oleh strategi momentum yang diterapkan oleh manajer investasi, sebaliknya jika angka faktor *WML* negatif maka dapat disimpulkan *excess return* yang diperoleh reksa dana dipengaruhi oleh strategi kontrarian yang diterapkan oleh manajer investasi. Berdasarkan hasil regresi empat faktor model

yang ringkasannya dapat dilihat pada tabel 5.6, dapat diketahui bahwa dari reksa dana sampel yang memiliki angka faktor *WML* signifikan dengan tingkat kepercayaan 95% adalah reksa dana Fortis Ekuitas. Angka faktor *WML* reksa dana Fortis Ekuitas adalah -0,11344, hal ini menunjukkan *excess return* yang diperoleh reksa dana Fortis Ekuitas dipengaruhi oleh strategi kontrarian yang diterapkan, strategi ini memberikan pengaruh sebesar 11,344 % dari *excess return* reksa dana Fortis Ekuitas. Reksa dana Danareksa Mawar, reksa dana Panin Dana Maksima, dan reksa dana Schroeder Dana Istimewa mempunyai angka faktor *WML* yang signifikan dengan tingkat kepercayaan 90%. Angka faktor *WML* reksa dana Danareksa Mawar adalah -0,127363, hal ini menunjukkan *excess return* yang diperoleh reksa dana Danareksa Mawar dipengaruhi oleh strategi kontrarian yang diterapkan, strategi ini memberikan pengaruh sebesar 12,736% dari *excess return* reksa dana Danareksa Mawar. Angka faktor *WML* reksa dana Panin Dana Maksima dan reksa dana Schroeder Dana Istimewa masing-masing adalah 0,210351 dan 0,087238, hal ini menunjukkan *excess return* yang diperoleh reksa dana Panin Dana Maksima dan reksa dana Schroeder Dana Istimewa dipengaruhi oleh strategi momentum yang diterapkan, strategi ini memberikan pengaruh sebesar 21,035% dan 8,723% dari *excess return* reksa dana Panin Dana Maksima dan reksa dana Schroeder Dana Istimewa.