



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGARUH *INVESTMENT STYLE* TERHADAP KINERJA
REKSA DANA SAHAM DI INDONESIA**

TESIS

**CHITRA OKTARIANDINI
0706169726**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN
MANAJEMEN KEUANGAN
JAKARTA
JULI 2010**



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGARUH *INVESTMENT STYLE* TERHADAP KINERJA
REKSA DANA SAHAM DI INDONESIA**

TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar
Magister Manajemen**

**CHITRA OKTARIANDINI
0706169726**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN
MANAJEMEN KEUANGAN
JAKARTA
JULI 2010**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

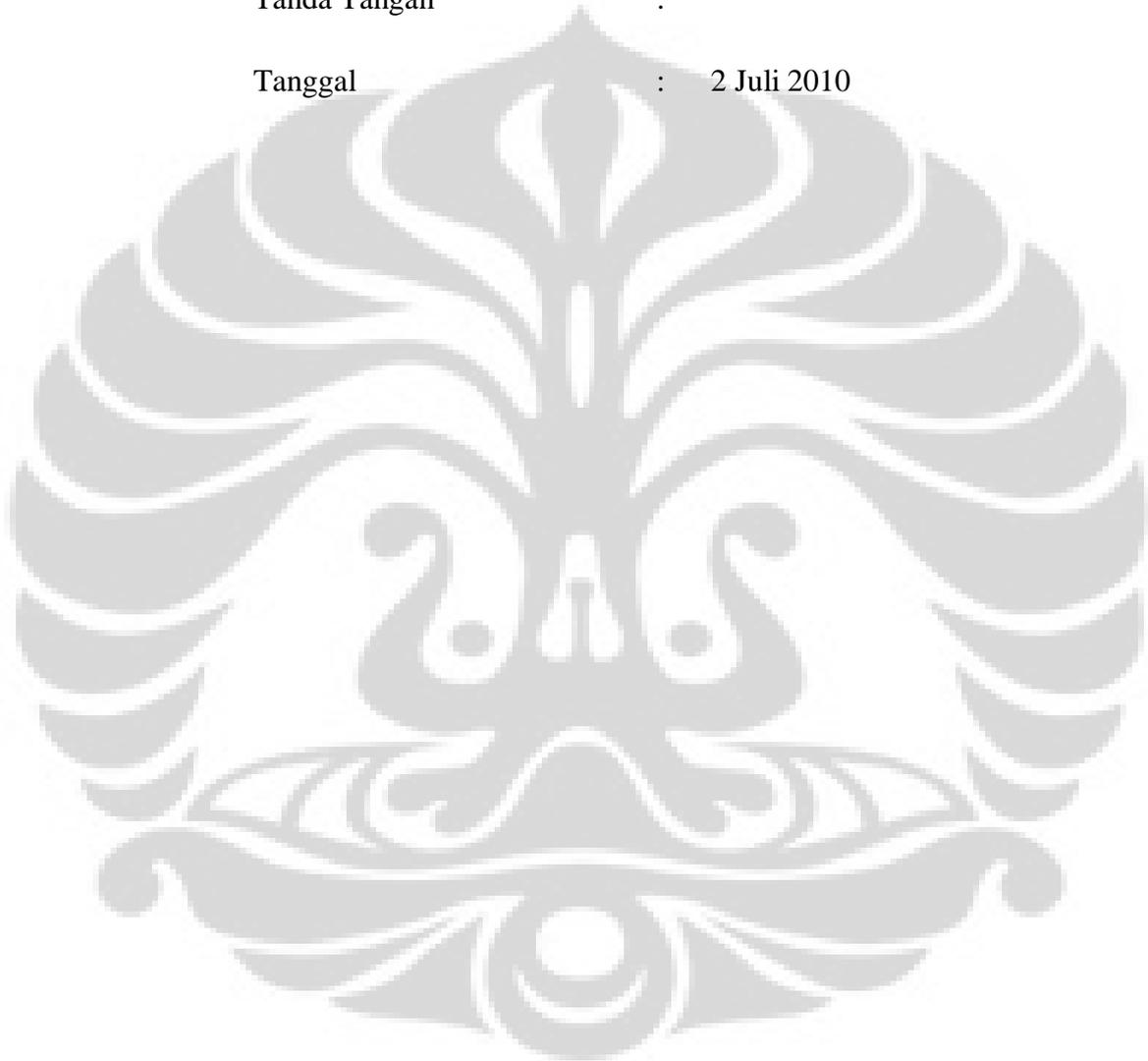
Tesis ini adalah hasil karya saya sendiri,
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk
telah saya nyatakan dengan benar.

Nama : Chitra Oktariandini

NPM : 0706169726

Tanda Tangan :

Tanggal : 2 Juli 2010



HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :
Nama : CHITRA OKTARIANDINI
NPM : 0706169726
Program Studi : MAGISTER MANAJEMEN
Judul Tesis : Pengaruh *Investment Style* Terhadap Kinerja
Reksa Dana Saham di Indonesia

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Prof. Dr. Adler Haymans Manurung ()

Penguji : Dr. Dewi Hanggraeni ()

Penguji : Dr. Muhammad Muslich ()

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 8 Juli 2010

KATA PENGANTAR

Puji syukur kepada Allah SWT yang telah melimpahkan taufik dan hidayah-Nya kepada penulis sehingga dapat menyelesaikan tesis ini, dengan judul "Pengaruh *Investment Style* terhadap Kinerja Reksa Dana Saham di Indonesia". Tesis ini disusun untuk memenuhi sebagian dari syarat untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Penulis menyadari sepenuhnya bahwa tanpa bantuan dari berbagai pihak, tesis ini tidak akan terselesaikan dengan baik. Oleh karena itu pada kesempatan ini, penulis mengucapkan rasa hormat dan terima kasih kepada :

1. Bapak Prof. Rhenald Kasali Ph.D, selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Universitas Indonesia.
2. Bapak Prof. Dr. Adler Haymans Manurung, ChFC., FRC., selaku dosen pembimbing yang telah bersedia meluangkan waktu memberi bimbingan serta motivasi sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.
3. Ibu Dr. Dewi Hanggraeni, selaku dosen penguji atas bimbingan dan arahan dalam menyelesaikan tesis ini.
4. Bapak Dr. Muhammad Muslich, selaku dosen penguji atas bimbingan dan arahan dalam menyelesaikan tesis ini.
5. Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan serta Kepala Biro Pengelolaan Investasi Bapepam, yang telah memberikan kesediaannya untuk memberikan izin kepada penulis untuk mendapatkan data-data yang diperlukan dalam penyusunan tesis ini.
6. Mas Andri, Mas Dano, dan Mas Nova, selaku Staf Biro Pengelolaan Investasi Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan, yang telah bersedia meluangkan waktunya untuk memberikan petunjuk dan arahan dalam mendapatkan data-data yang diperlukan penulis.
7. Fadil, Mia, Gina dan Ricka, teman-teman terbaik penulis di PTBC, yang telah memberikan semangat, pengertian, dan dorongan tiada henti dalam

menyelesaikan tesis ini, serta membantu penulis menyelesaikan tugas di kantor ketika penulis kesulitan membagi waktu.

8. Papa dan Mama, Ruslan Tandino dan Ermayani Syarief atas seluruh dukungan, cinta, kasih sayang dan doa sepanjang waktu.
9. Adik Penulis, Vina Nanda Garjati, yang telah memberikan bantuan, semangat, dan doa dalam menyusun karya tulis ini.
10. Abang Charly Buchary atas ketulusan dan kebaikan hatinya dengan meluangkan banyak waktunya untuk menjawab pertanyaan penulis, memberikan saran yang berharga kepada penulis, serta membantu mengolah data yang dipergunakan dalam karya tulis ini.
11. Rico, Imam, Sefrie, dan Ari, serta teman-teman F07

Akhir kata, saya berharap semoga Allah SWT membalas semua pihak yang telah membantu dengan kebaikan dunia dan akhirat. Semoga tesis ini memberikan manfaat dan berdaya guna.

Jakarta, 2 Juli 2010

Chitra Oktariandini

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Chitra Oktariandini

NPM : 0706169726

Program Studi : Magister Manajemen

Fakultas : Ekonomi

Jenis Karya : Analisis Deskriptif Kuantitatif

demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty-Free Right*)** atas karya ilmiah saya yang berjudul:

Pengaruh *Investment Style* Terhadap Kinerja Reksa Dana Saham di Indonesia

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/format-kan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan mempublikasikan tesis saya tanpa meminta izin dari saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di: Jakarta

Pada tanggal: 2 Juli 2010

Yang menyatakan

(Chitra Oktariandini)

ABSTRAK/ABSTRACT

Nama : Chitra Oktariandini
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : **Pengaruh *Investment Style* Terhadap Kinerja Reksa Dana Saham di Indonesia**

Penelitian pada tesis ini mencoba membuktikan adanya pengaruh dari *Investment Style* yang dilakukan oleh Manajer Investasi terhadap kinerja Reksa Dana Saham di Indonesia. Pada penelitian ini dilakukan pengelompokan Reksa Dana Saham berdasarkan *style* investasinya. Setelah dikelompokkan, penelitian ini juga mencoba membuktikan adanya *abnormal return* untuk *investment style* tertentu.

Kata kunci: manajemen portofolio, investment style, kinerja Reksa Dana

Nama : Chitra Oktariandini
Program Studi : Magister Management
Judul : *Influence of Investment Style on Equity Mutual Fund Performance in Indonesia.*

This paper is trying to prove the influence of Fund Manager's investment style to Equity Mutual Fund Performance in Indonesia. This research will start with the style classification and identification for Equity Mutual Fund in Indonesia. After the classification, this research will try to prove the existence of abnormal return for a specific investment style.

Key words: portfolio management, investment style, Mutual Fund performance

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
KATA PENGANTAR	iv
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI	vi
ABSTRAK/ ABSTRACT	vii
DAFTAR ISI	viii
DAFTAR RUMUS	x
DAFTAR TABEL	xi
DAFTAR LAMPIRAN	xii
BAB 1 PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	2
1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian.....	3
1.3.1 Tujuan Penelitian.....	3
1.3.2 Manfaat Penelitian.....	4
1.4 Lingkup Penelitian.....	4
1.5 Metode Penelitian.....	4
1.6 Sistematika Penelitian.....	5
BAB 2 LANDASAN TEORI	7
2.1 Tingkat Pengembalian Investasi.....	7
2.2 Risiko Investasi.....	8
2.3 Reksa Dana.....	11
2.3.1 Karakteristik Reksa Dana.....	12
2.3.2 Kelebihan Reksa Dana Sebagai Pilihan Investasi.....	13
2.3.3 Risiko Reksa Dana.....	15
2.3.4 Bentuk Reksa Dana.....	16
2.3.5 Sifat Reksa Dana.....	17
2.3.6 Jenis-jenis Reksa Dana.....	19
2.3.7 Nilai Aktiva Bersih.....	20
2.3.8 Pelaku-pelaku yang Terkait dengan Reksa Dana.....	21
2.4 Teori Portofolio.....	22
2.4.1 Pengertian Portofolio.....	22
2.4.2 Strategi Portofolio.....	23
2.4.2.1 Strategi Pasif.....	23
2.4.2.2 Strategi Aktif.....	24
2.4.2 <i>Capital Asset Pricing Model (CAPM)</i>	25
2.4.3 <i>Fama-French Three Factor Model</i>	26
BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN	28
3.1 Objek Penelitian.....	28
3.2 Metode Penelitian.....	28
3.3 Variabel Penelitian.....	29

3.4	Teknik Pengumpulan Data.....	29
3.5	Metode dan Cara Perhitungan.....	30
	BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN.....	33
4.1	Analisis Deskriptif.....	34
4.2	Analisis Klasifikasi <i>Investment Style</i>	37
4.3	Analisis Kinerja Reksa Dana Saham.....	47
	BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN.....	52
5.1	Kesimpulan.....	52
5.2	Saran.....	55
	DAFTAR PUSTAKA.....	57



DAFTAR RUMUS

2.1	Tingkat Pengembalian.....	7
2.2	Tingkat Pengembalian yang Diharapkan.....	8
2.3	Varians.....	9
2.4	Standar Deviasi.....	9
2.5	Koefisien Variasi.....	10
2.6	Koefisien Beta.....	10
2.7	Nilai Aktiva Bersih.....	20
2.8	Nilai Aktiva Bersih per Unit Penyertaan.....	20
2.9	Tingkat Pengembalian dari Saham Secara Individu.....	24
2.10	Tingkat pengembalian yang Diharapkan dari Portofolio i.....	26
2.11	Fama-French <i>Three-Factor Model</i>	26



DAFTAR TABEL

4.1	Daftar Reksa Dana Saham.....	33
4.2	Statistik Deskriptif Data Return Reksa Dana Saham periode 2007-2010.....	35
4.3	Matriks pengelompokan Investment Style Reksa Dana Saham.....	37
4.4	Hasil Perhitungan Kinerja Reksa Dana Saham Berdasarkan Fama-French Three-Factor Model Tahun 2007-2010.....	39
4.5	Reksa Dana Saham Kelompok Small Cap versus Large Cap (SMB) Berdasarkan Fama-French Three-Factor Model Tahun 2007-2010.....	40
4.6	Reksa Dana Saham Kelompok Value versus Growth (HML) Berdasarkan Fama-French Three-Factor Model Tahun 2007-2010.....	43
4.7	Reksa Dana Saham yang Dipengaruhi Faktor SMB dan HML Berdasarkan Fama-French Three-Factor Model Tahun 2007-2010.....	44
4.8	Reksa Dana Saham yang Tidak Dipengaruhi SMB dan HML Berdasarkan Fama-French Three-Factor Model Tahun 2007-2010.....	46
4.9	Kinerja Reksa Dana Saham Kelompok Portofolio Small Cap Berdasarkan Fama-French Three-Factor Model Tahun 2007-2010.....	47
4.10	Kinerja Reksa Dana Saham Kelompok Portofolio Value Stock Berdasarkan Fama-French Three-Factor Model Tahun 2007-2010.....	48
4.11	Kinerja Reksa Dana Saham Kelompok Portofolio Kombinasi Small-Cap Stock dan Growth Stock Berdasarkan Fama-French Three-Factor Model Tahun 2007-2010.....	49
4.12	Kinerja Reksa Dana Saham Kelompok Portofolio Kombinasi Small-Cap Stock dan Value Stock Berdasarkan Fama-French Three-Factor Model Tahun 2007-2010.....	49
4.13	Kinerja Reksa Dana Saham yang Tidak Terpengaruh Faktor SMB dan HML Berdasarkan Fama-French Three-Factor Model Tahun 2007-2010.....	50

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Output Regresi DEBH001.....	59
Lampiran 2	Output Regresi NIBH075.....	60
Lampiran 3	Output Regresi CIBH017.....	61
Lampiran 4	Output Regresi NIBN001.....	62
Lampiran 5	Output Regresi DECP014.....	63
Lampiran 6	Output Regresi DECO116.....	64
Lampiran 7	Output Regresi CIDA002.....	65
Lampiran 8	Output Regresi HSFS010.....	66
Lampiran 9	Output Regresi DEFS074.....	67
Lampiran 10	Output Regresi DEFI020.....	68
Lampiran 11	Output Regresi CIFI034.....	69
Lampiran 12	Output Regresi HSFI016.....	70
Lampiran 13	Output Regresi DEGM118.....	71
Lampiran 14	Output Regresi MAJI003.....	72
Lampiran 15	Output Regresi NILA093.....	73
Lampiran 16	Output Regresi HSMA008.....	74
Lampiran 17	Output Regresi DEML046.....	75
Lampiran 18	Output Regresi DEML013.....	76
Lampiran 19	Output Regresi STME048.....	77
Lampiran 20	Output Regresi BNNK001.....	78
Lampiran 21	Output Regresi PEOK005.....	79
Lampiran 22	Output Regresi DEPS007.....	80
Lampiran 23	Output Regresi NIPA084.....	81
Lampiran 24	Output Regresi DEPR093.....	82
Lampiran 25	Output Regresi HSLR013.....	83
Lampiran 26	Output Regresi HSSC004.....	84
Lampiran 27	Output Regresi DESC018.....	85
Lampiran 28	Output Regresi DESL125.....	86
Lampiran 29	Output Regresi NITR002.....	87
Lampiran 30	Output Regresi DETR113.....	88

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pengelolaan investasi merupakan sebuah proses mengelola uang atau juga sering disebut sebagai pengelolaan portofolio (Manurung, 2004). Pengelolaan portofolio sudah sangat dikenal belakangan ini seiring dengan semakin maraknya investasi di Reksa Dana. Pembentukan portofolio saham merupakan pekerjaan yang sangat kompleks, karena dalam membentuk portofolio tersebut keinginan dari investor harus terpenuhi.

Berdasarkan Undang-Undang Pasar Modal No.8 tahun 1995, pemerintah mensahkan pembentukan Reksa Dana atau *Mutual Fund* (yang mulai efektif per 1 Januari 1996). Reksa Dana atau *mutual fund* merupakan wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam salah satu portofolio efek oleh manajer investasi. Sehingga manajer investasilah yang mengelola dana investor dan menentukan bagaimana bentuk portofolio yang sesuai bagi investor untuk melakukan investasi.

Dalam pengelolaan portofolio, manajer investasi memiliki berbagai strategi yang digunakan. Tujuan dari strategi investasi tersebut adalah untuk mengoptimalkan Reksa Dana kelolaannya. Strategi investasi produk Reksa Dana tersebut berbeda satu sama lain.

Pada dasarnya ada dua jenis strategi pengelolaan portofolio Reksa Dana yaitu strategi aktif dan strategi pasif seperti yang dijelaskan oleh Tandelilin (2001:199). Strategi aktif yaitu strategi portofolio yang pengelolaannya secara aktif dengan memperhatikan situasi pesaing, *market timing* dan peramalan atas ketidakpastian di masa mendatang. Strategi pasif adalah strategi yang tidak memerlukan analisis perusahaan secara mendetail dan tidak perlu memperhatikan pesaing.

Investor seringkali memilih berinvestasi di Reksa Dana karena investor percaya dengan berinvestasi di Reksa Dana mereka dapat menikmati keuntungan lebih dari apabila mereka mengelola portofolionya sendiri. Manajer investasi dipercaya dapat mengelola portofolio lebih baik karena mereka memiliki informasi yang lebih baik. Informasi tersebut didapatkan melalui berbagai cara. Misalnya melalui riset, analisis *technical* ataupun fundamental. Dengan memiliki informasi yang lebih baik dibandingkan dengan investor lain, manajer investasi dianggap dapat membuat keputusan yang lebih menguntungkan didalam portofolio kelolaannya.

Dalam kerangka strategi investasi, manajer investasi dapat melakukan pendekatan ataupun yang dikenal dengan dengan *style*. Ada empat *style* yang ditemukan pada manajer investasi di Indonesia (Manurung, 2008)

- a. *Long term strategy*, dikenal sebagai *buy and hold strategy*. Strategi ini biasanya dipergunakan oleh perusahaan patungan dengan asing.
- b. *Semi long term strategy*, dimana manajer investasi melakukan pergantian saham minimal 6 bulan sekali dengan keinginan untuk meningkatkan nilai.
- c. *Trading strategy*, yaitu strategi yang melakukan perdagangan hampir setiap hari. Biasanya strategi ini digunakan oleh perusahaan lokal karena perusahaan tidak mempunyai riset yang cukup andal.
- d. *Rebalancing strategy*, yaitu strategi dimana manajer investasi melakukan penyesuaian terhadap aset alokasi yang disetujui. Bila manajer investasi melakukan perjanjian terhadap alokasi aset 70:30 maka manajer investasi harus konsisten untuk melakukan penyesuaian agar rasio tersebut tetap seperti dalam perjanjian. Strategi ini diadopsi oleh sebuah perusahaan yang mempunyai afiliasi perusahaan manajer investasi di Australia.

1.2 Perumusan Masalah

Banyak penelitian yang meneliti konsistensi dari performa Reksa Dana. Dari penelitian – penelitian tersebut, dapat disimpulkan bahwa sangat sedikit *fund manager* yang secara konsisten *outperform* yang lain. Berbeda dengan penelitian

tersebut, artikel penelitian yang ditulis oleh Davis berusaha untuk mencari hubungan antara *fund performance* dengan *manager style* (Davis, 2000). Penulis mencoba melakukan penelitian yang sama dengan menggunakan Reksa Dana saham di Indonesia sebagai sampel.

Ada dua masalah utama yang akan ditunjukkan dalam penelitian ini, yaitu:

- a. Apakah terdapat pengaruh *investment style* aktif terhadap kinerja Reksa Dana Saham?
- b. Apakah ada *investment style* tertentu yang dapat secara konsisten memberikan *abnormal performance* dan ketika beberapa *fund* dengan *style* yang sama dibandingkan, apakah ada bisa dibuktikan adanya persistensi *performance*?

Style yang dibahas dalam penelitian ini diklasifikasikan dalam dua dimensi umum: *value versus growth* dan *small-cap versus large-cap*. Pengelolaan portofolio Reksa Dana dapat mengambil salah satu dari *style* yang disebutkan atau dapat juga berupa kombinasi dari dua *style*.

1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menjawab kedua masalah yang telah disebutkan diatas. Penelitian ini akan berusaha mengidentifikasi *style* pengelolaan portofolio oleh manajer investasi untuk reksa dana saham di Indonesia. Untuk mengidentifikasi *style* investasi dari reksa dana, akan digunakan *The Fama-French three-factor model* dengan meneliti *return* bulanan dari reksa dana saham di Indonesia.

Penelitian ini juga bertujuan untuk membuktikan adanya pengaruh dari *style* manajer investasi dalam mengelola reksa dana kelolaannya dengan kinerja reksa dana tersebut. Setelah mengidentifikasi adanya pengaruh tersebut, penelitian ini akan membuktikan apakah *investment style* tertentu dapat menghasilkan *abnormal return* secara persisten.

1.3.2 Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran mengenai perbedaan *style* investasi dalam pengelolaan portofolio Reksa Dana saham oleh manajer investasi dan pengaruhnya terhadap kinerja Reksa Dana. Penelitian ini juga diharapkan dapat digunakan sebagai salah satu referensi bagi para akademis untuk penelitian selanjutnya dan menjadi referensi praktis bagi para investor dalam membuat keputusan investasi yang optimal.

Dengan maraknya investasi Reksa Dana di Indonesia, penelitian ini diharapkan dapat digunakan oleh investor sebagai referensi dalam pengambilan keputusan investasi. Penelitian ini diharapkan dapat membantu investor dalam memilih produk investasi yang sesuai dengan profil investasinya.

Selain itu, hasil penelitian ini juga diharapkan dapat digunakan oleh manajer investasi yang Reksa Dana kelolaannya dijadikan objek dalam penelitian ini. Penelitian ini dapat digunakan oleh manajer investasi sebagai referensi untuk menilai kinerja dari *investment style* yang digunakannya.

1.4 Lingkup Penelitian

Pengujian dalam penelitian ini dilakukan terhadap Reksa Dana saham yang ada di Indonesia dari tanggal Juli 2007 sampai Juni 2010. Data yang digunakan adalah *return* bulanan dari Reksa Dana tersebut. Sebagai acuan pasar, penelitian ini menggunakan *return* IHSG sebagai *benchmark* dan *return* SBI sebagai *risk free rate*. Untuk nilai SMB dan HML penelitian ini menggunakan indeks dari *Morgan Stanley Company International*.

1.5 Metode Penelitian

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode yang telah digunakan oleh James L. Davis (2000) dalam penelitiannya tentang *manager style* dan pengaruhnya terhadap kinerja Reksa Dana. Penelitian ini dilakukan terhadap Reksa Dana saham di Indonesia yang aktif diperdagangkan dan terdaftar di Badan

Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan dalam periode waktu dari tanggal Juli 2007 sampai Juni 2010.

Rancangan penelitian bersifat deskriptif karena menjelaskan secara sistematis mengenai fakta dan karakteristik situasi atau kondisi dan mencari informasi yang berupa data yang relevan dalam penelitian. Awalnya, penelitian ini akan mengidentifikasi dan mengelompokkan Reksa Dana saham di Indonesia sesuai dengan *investment style*.

Kemudian, penelitian ini juga akan berusaha membuktikan apakah ada pengaruh signifikan dari *investment style* tersebut dengan kinerja Reksa Dana. Apabila ada hubungan antara kedua hal tersebut, penelitian ini juga akan mencoba membuktikan apakah *investment style* tertentu secara konsisten akan mempengaruhi suatu Reksa Dana dapat *outperform (underperform)* dari *stock market* secara keseluruhan.

1.6 Sistematika Penelitian

Penelitian ini dipaparkan dalam lima bab dengan masing-masing sub bab yang disusun sebagai berikut:

BAB 1 Pendahuluan

Bab ini berisikan latar belakang penelitian, perumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian, metode penelitian, dan pembatasan masalah penelitian.

BAB 2 Landasan Teori

Bab ini berisikan landasan-landasan teori dan tinjauan pustaka berupa referensi penelitian-penelitian terdahulu mengenai *investment style* sebagai faktor yang mempengaruhi performa Reksa Dana.

BAB 3 Metodologi Penelitian

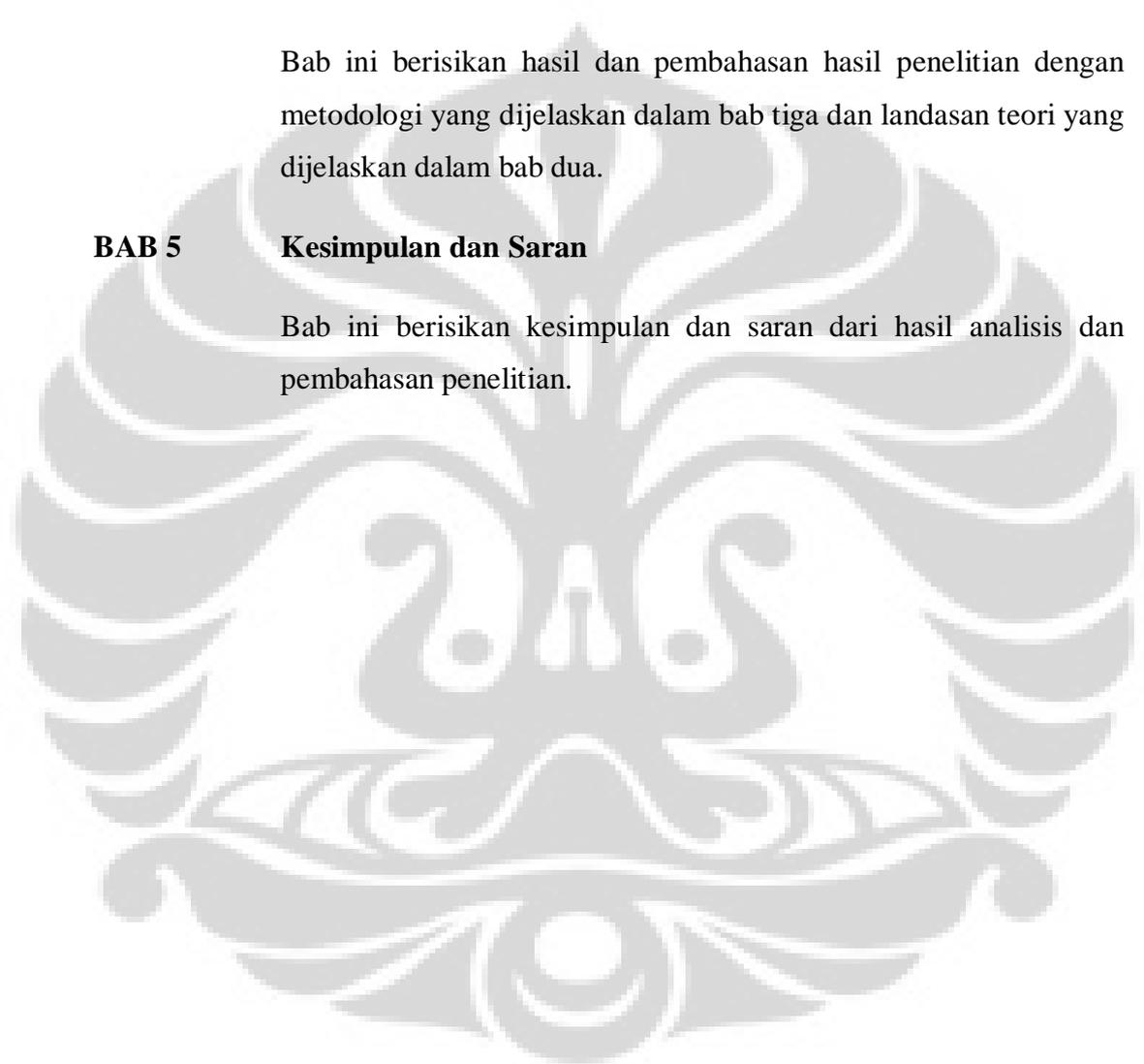
Bab ini berisikan obyek penelitian, metode penelitian, variable penelitian, teknik pengumpulan dan pengolahan data penelitian, metode dan cara perhitungan, serta tahap-tahap penelitian.

BAB 4 Analisis dan Pembahasan

Bab ini berisikan hasil dan pembahasan hasil penelitian dengan metodologi yang dijelaskan dalam bab tiga dan landasan teori yang dijelaskan dalam bab dua.

BAB 5 Kesimpulan dan Saran

Bab ini berisikan kesimpulan dan saran dari hasil analisis dan pembahasan penelitian.



BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1 Tingkat Pengembalian Investasi (*Return*)

Dalam melakukan investasi, investor mengharapkan tingkat pengembalian sebagai imbalan atas dana yang telah ditanamkan dan juga sebagai imbalan atas kesediannya menanggung risiko. Menurut Van Horne & Wachowicz Jr. (1997 : 94) :

“*Return* (Tingkat Pengembalian) adalah pendapatan yang diterima dari investasi, ditambah dengan perubahan harga pasar, biasanya dinyatakan sebagai prosentase dari harga pasar investasi awal. Tingkat pengembalian suatu investasi tergantung dari instrument investasinya. Semakin besar risiko yang mungkin terjadi maka semakin besar tingkat pengembalian (*return*) dari suatu investasi yang dilakukannya.”

Menurut Zvi Bodie (2002), untuk mendapatkan *return* yang diterima oleh investor dapat digunakan rumus sebagai berikut:

$$Rp_t = \frac{NAV_t - NAV_{t-1}}{NAV_{t-1}} \text{-----} (2.1)$$

Dimana:

Rp_t = Tingkat pengembalian

NAV_t = Nilai Aktiva Bersih pada periode awal

NAV_{t-1} = Nilai Aktiva Bersih pada periode sebelumnya

Sedangkan *expected return* adalah tingkat pengembalian yang diharapkan atau diramalkan oleh investor pada saat melakukan investasi pada masa yang akan datang yang sebenarnya belum pasti. Pada dasarnya *expected return* merupakan

rata-rata tertimbang dari berbagai *return* historis, yang tercermin dari rata-rata distribusi probabilitas masing-masing *return* sebagai faktor penimbangannya.

Menurut Suad Husnan (1996) rumus *Expected Return* adalah :

$$E(Rp_t) = \sum_{t=1}^N \frac{Rp_t}{N} \text{-----} (2.2)$$

Dimana:

$E(Rp_t)$ = *expected return*

Rp_t = *return* masing-masing portofolio

N = Jumlah Portofolio

2.2 Risiko Investasi

Dalam melakukan investasi akan ada risiko dan ada beberapa kemungkinan hasil yang akan diperoleh dengan perkiraan probabilitas masing-masing hasil investasi. Risiko dapat didefinisikan sebagai kemungkinan penyimpangan dari hasil pengembalian yang diharapkan dari suatu investasi.

Menurut Charles P. Jones (1998 : 10), risiko didefinisikan sebagai berikut: “*Risk is the change that the actual return on an investment will be different from the expected return.*”

a. Sumber-sumber risiko yang terjadi terdiri dari:

- Risiko tingkat bunga atau *interest rate risk* adalah perubahan dalam tingkat pengembalian sekuritas akibat perubahan tingkat bunga.
- Risiko pasar atau *market risk* adalah perubahan pengembalian akibat fluktuasi dalam pasar keseluruhan yang biasanya adalah pasar agregat.
- Risiko inflasi atau *inflation risk* dimana seluruh sekuritas sangat dipengaruhi oleh risiko kekuatan pembeli (*purchasing power risk*) atau saat dimana kekuatan pembeli dari satu mata uang berkurang.

- Risiko keuangan atau *financial risk* adalah risiko yang berhubungan dengan penggunaan pembiayaan hutang oleh suatu perusahaan.
- Risiko likuiditas atau *liquidity risk* adalah risiko yang berhubungan dengan pasar sekunder tertentu dimana sekuritas diperdagangkan.
- Risiko kurs mata uang atau *exchange risk* adalah risiko akibat prospek ketidakpastian dalam pengembalian setelah mengkonversi gain yang didapat dalam mata uang asing kedalam mata uang domestik.
- Risiko Negara atau *country risk* atau *political risk* adalah risiko yang berhubungan dengan politik dan keadaan perekonomian, stabilitas, dan kelangsungan dari perekonomian suatu Negara.

b. Pengukuran Tingkat Risiko

Risiko dari suatu investasi dapat diukur dari besarnya nilai penyebaran (*variance*) atau penyimpangan baku (*standard deviation*) dari *expected return* investasi tersebut. Hal ini menunjukkan tingkat penyebaran atau tingkat keanekaragaman dari suatu nilai harapan pengambilan tertentu. Semakin besar tingkat penyebarannya maka semakin besar pula risiko yang terkandung dalam investasi tersebut.

Risiko investasi pada periode tertentu dapat dihitung dengan rumus: (Reilly dan Brown, 1997):

Varians :

$$\sigma^2 = \sum_{p=1}^n \frac{[Rp_t - E(Rp_t)]^2}{n} \text{----- (2.3)}$$

Standar Deviasi:

$$\sigma = \sqrt{\text{var}} \text{----- (2.4)}$$

Dengan menghitung koefisien variasi (*Coefficient variation*), dimana besarnya risiko suatu portofolio dapat dihitung. Koefisien variasi adalah rasio

antara risiko dan tingkat pengembalian yang diharapkan. Rasio ini menunjukkan besarnya risiko per satuan *return*. Dengan demikian harus dipilih investasi yang mempunyai koefisien variasi yang rendah. (Reilly and Brown, 1997)

$$COV = \sum_{t=1}^N [Rp_t - E(Rp_t)][Rm - E(Rm)] \text{-----} (2.5)$$

Dengan menghitung besarnya nilai Beta (). Beta merupakan risiko sistematis (*systematic risk*) atau biasa disebut juga risiko pasar (*market risk*). Van Horne dan Wachowicz, Jr. (1997 : 108) mengatakan bahwa yang dimaksud dengan beta adalah:

“Beta adalah indeks risiko sistematis. Beta mengukur sensitivitas pengembalian saham terhadap perubahan pengembalian portofolio pasar. Beta portofolio secara sederhana adalah rata-rata tertimbang dari beta-beta saham individu di dalam portofolio.”

Beta merupakan *slope*, dalam penelitian ini, yang memberikan gambaran hubungan antara *return* portofolio dengan *return* dari pasar. Portofolio yang memiliki beta = 1 berarti mempunyai risiko yang sama dengan risiko pasar, portofolio yang memiliki beta > 1 berarti mempunyai risiko yang lebih besar dari risiko pasar biasanya disebut dengan investasi yang agresif, dan portofolio yang memiliki beta < 1 berarti memiliki risiko yang lebih kecil dari risiko pasar, biasanya disebut investasi yang bertahan.

Koefisien beta dapat ditentukan dengan rumus berikut :

$$\beta = \frac{\overline{\text{cov } Rp_t, Rm}}{\sigma^2 m} \text{-----} (2.6)$$

Dalam upaya untuk meminimalkan risiko yang ada pada suatu investasi maka investor perlu melakukan diversifikasi dengan membentuk portofolio yang merupakan kombinasi dari beberapa sekuritas. Dengan cara ini terjadi penyebaran risiko dan dapat memperkecil risiko yang ada.

Menurut Sartono (2001), dalam melakukan diversifikasi dikenal 2 macam risiko, yaitu:

a. Risiko Sistematis (*Systematic Risk*)

Yaitu risiko *market*, risiko yang terjadi karena faktor perubahan pasar secara keseluruhan, seperti misalnya karena perubahan tingkat suku bunga yang mengakibatkan meningkatnya tingkat keuntungan yang disyaratkan atas sekuritas secara keseluruhan, inflasi, resesi ekonomi, perubahan kebijakan ekonomi secara keseluruhan, perubahan pengharapan investor terhadap perkembangan ekonomi.

b. Risiko Tidak sistematis (*Unsystematic Risk*)

Disebut juga risiko yang unik yaitu risiko yang terjadi karena karakteristik perusahaan atau institusi keuangan yang mengeluarkan sekuritas, berbeda dengan yang lain seperti misalnya dalam hal kemampuan manajemen, kebijakan investasi, kondisi dan lingkungan kerja.

Jumlah kedua risiko ini merupakan risiko total dari suatu investasi. Risiko yang dapat disebar tidak penting bagi investor yang rasional dan yang mengetahui banyak informasi karena mereka dapat mengatasinya dengan cara mendiversifikasikan investasinya.

Risiko tidak sistematis (*Unsystematic Risk*) ini dapat dihilangkan dengan cara mendiversifikasikan investasi ke dalam surat berharga, dimana risiko ini tidak sama antara satu perusahaan dengan perusahaan lain.

2.3 Reksa Dana

Reksa Dana merupakan salah satu alternatif investasi bagi masyarakat pemodal, khususnya pemodal kecil dan pemodal yang tidak memiliki banyak waktu dan keahlian untuk menghitung risiko atas investasi mereka. Reksa Dana dirancang sebagai sarana untuk menghimpun dana dari masyarakat yang memiliki modal, mempunyai keinginan melakukan investasi, namun hanya memiliki waktu dan pengetahuan yang terbatas. Selain itu, Reksa Dana juga diharapkan dapat

meningkatkan peranan pemodal lokal untuk berinvestasi di pasar modal di Indonesia. (Cahyono, 2000)

Menurut Undang Undang No.8 tahun 1995 tentang Pasar Modal, dijelaskan bahwa yang dimaksud dengan Reksa Dana adalah:

“Wadah yang digunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan kembali oleh Manajer Investasi ke dalam bentuk portofolio efek.”

2.3.1 Karakteristik Reksa Dana

Sebagai sarana investasi, Reksa Dana mempunyai karakteristik tersendiri dan mempunyai beberapa kelebihan dibandingkan dengan sarana investasi portofolio yang lain. Karakteristik utama Reksa Dana adalah sebagai berikut:

a. Reksa Dana sebagai Produk Investasi

Reksa Dana bisa dipahami sebagai sebuah produk investasi dimana banyak tersebar dan beraneka ragam. Beberapa Reksa Dana bisa diproduksi oleh satu produsen (pengelola), dimana masing-masing mempunyai spesifikasi yang dirancang untuk konsumen (investor) yang berbeda. Dengan demikian, ketika memilih Reksa Dana, investor seperti konsumen yang harus memilih produk-produk konsumsi. Dari kacamata produsen, salah satu alasan mereka menghasilkan lebih dari satu produk antara lain mencapai skala ekonomi dan memberi pilihan lebih banyak kepada konsumen.

b. Reksa Dana adalah Produk Massal

Sebagai produk investasi, Reksa Dana sifatnya massal. Artinya, produk ini dirancang untuk semua kalangan investor, mulai dari investor ritel sampai investor lembaga yang besar.

c. Menyerahkan Kontrol kepada Pihak Lain

Ketika berinvestasi di Reksa Dana yang bisa mengontrol uang kita secara langsung dan menentukan kemana uang kita akan diputar adalah pengelola Reksa Dana. Yang bisa kita lakukan adalah mengontrol secara tidak langsung, yakni menarik dana jika kebijakan atau hasil investasinya tidak sesuai dengan keinginan kita.

d. Tidak Kebal Risiko

Semua sarana investasi termasuk Reksa Dana, meminta dua hal dari investor. Pertama, menempatkan uang dengan siap menanggung risiko dan berharap memperoleh hasil. Kedua, membiarkan waktu bekerja. Dalam hal ini prinsipnya adalah bahwa semakin lama dana berputar maka risikonya semakin kecil dan potensi hasilnya akan semakin besar.

2.3.2 Kelebihan Reksa Dana sebagai Pilihan Investasi

Sebagai instrumen investasi, Reksa Dana mempunyai banyak kelebihan kalau dibandingkan dengan instrumen investasi lain atau investasi langsung ke pasar modal. Berikut adalah kelebihan Reksa Dana (Cahyono, 2000):

a. Terjangkau, Tanpa Dominasi

Reksa Dana memberi peluang kepada investor kecil akses untuk berinvestasi dipasar modal. Untuk itu, nilai minimum untuk bisa membuka rekening investasi di Reksa Dana juga dibuat sekecil mungkin agar terjangkau oleh masyarakat umum.

b. Sangat Likuid

Unit penyertaan Reksa Dana sangat likuid. Kapan pun kita mau menjual kembali unit penyertaan yang kita pegang, maka Reksa Dana wajib membelinya. Untuk Reksa Dana Tertutup, likuiditas sahamnya sama dengan instrumen pasar modalnya, yakni tergantung kepada ada atau tidaknya pembeli karena Reksa Dana Tertutup tidak wajib membeli sahamnya dari investor.

c. Terdiversifikasi secara Otomatis

Dengan jumlah dana yang besar, Reksa Dana bias melakukan diversifikasi investasi, dengan membeli bermacam-macam surat berharga sehingga risikonya menurun. Dalam berinvestasi, Reksa Dana boleh berinvestasi pada satu pihak maksimum sebesar 10% dari total dana yang dikelolanya. Ini berarti, setidaknya Reksa Dana minimum menyebar dananya di sedikitnya 10 tempat.

d. Dikelola oleh Profesional dan Murah

Banyak orang berinvestasi di Reksa Dana karena tidak memiliki waktu untuk memilih secara langsung sarana investasi yang tersedia di pasar modal, seperti saham, obligasi dan turunannya. Memang, program investasi Reksa Dana disusun oleh para profesional, yang tugasnya sehari-hari adalah mengelola dana. Selama mereka bekerja ada dukungan infrastruktur yang lebih baik, misalnya mendapat layanan dari analis investasi, yang akan mencari peluang investasi setiap hari, sehingga bisa memperkecil risiko investasi. Artinya, dengan dana yang sangat terbatas, kita secara tidak langsung telah menikmati layanan para profesional di bidang pengelolaan dana.

e. Kemudahan dalam Alokasi Aset

Big is powerful. Konsep ini berlaku di bidang investasi. Dengan mempunyai dana yang besar Reksa Dana bisa memperoleh banyak kemudahan. Kalau bertransaksi saham, mereka bisa mendapat diskon. Bila menempatkan dana di bank bisa memperoleh premium rate. Dengan asetnya yang besar, Reksa Dana bisa membeli obligasi, yang tidak terjangkau banyak investor individu, karena besarnya denominasi per satuan.

f. Ada Fasilitas Pajak

Kalau berinvestasi di obligasi, maka Reksa Dana akan dibebaskan dari pajak atas kupon obligasi. Karena alasan ini maka banyak bank yang berlomba-lomba untuk berinvestasi di Reksa Dana. Sebab, kalau membeli langsung obligasi, maka bank akan dikenai pajak penghasilan sebesar 15 persen. Pajak atas hasil investasi lain dibayarkan secara langsung oleh Reksa Dana sehingga hasil investasi yang didapat investor dari pertumbuhan nilai aset bukan lagi merupakan obyek pajak.

g. Lebih Aman, Diatur Lebih Ketat

Reksa Dana juga lebih aman dibandingkan instrumen investasi lain karena diatur lebih ketat. Peraturan yang berlaku di pasar modal akan berlaku bagi Reksa Dana.

h. Keterbukaan

Bila pemodal menempatkan dananya di bank, ia tidak tahu dengan tepat kepada siapa dan berapa dana tersebut ditempatkan. Sebaliknya, pemodal Reksa Dana bias mengetahui kemana dananya diputar. Informasi ini disampaikan secara rutin kepada investor. Dengan mempelajari posisi nilai aktiva bersih dan portofolio efek tersebut para investor bias mengetahui potensi *risk* dan *return*. Pengelola Reksa Dana sendiri, dalam hal ini Bank Kustodian, melaporkan secara bulanan portofolio aset investasi mereka ke Bapepam. NAB Reksa Dana Terbuka disyaratkan diumumkan setiap hari.

i. Bisa Memenuhi Banyak Kebutuhan Investasi

Jenis Reksa Dana yang ada di pasar sangat beragam, dan masing-masing mempunyai perbedaan, misalnya dalam hal kebijakan dan tujuan investasi. Dengan demikian Reksa Dana menawarkan kesempatan kepada investor untuk mencapai banyak tujuan investasi dan *time horizon*.

2.3.3 Risiko Reksa Dana

Menurut Cahyono (2000), Sebagaimana sarana investasi lain, Reksa Dana memiliki beberapa risiko investasi, antara lain:

1. Risiko Berkurangnya Nilai Unit Penyertaan

Tidak ada jaminan bahwa dalam mengelola dana, Perusahaan Manajemen Investasi (PMI) akan terus memberi hasil. Nilai Unit Penyertaan Reksa Dana bisa naik atau turun sejalan dengan kenaikan atau penurunan harga efek ekuitas dan efek hutang yang menjadi sarana investasi Reksa Dana tersebut.

2. Risiko Perubahan Kondisi Ekonomi dan Politik

Bagi Indonesia yang menganut system ekonomi terbuka, perkembangan politik di luar negeri dapat mempengaruhi perekonomian dan politik nasional. Perubahan di dalam perekonomian dan politik suatu negara ini pada gilirannya juga dapat mempengaruhi pandangan umum terhadap perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek di Indonesia.

Akhirnya, pandangan umum tersebut bisa membuat investor melikuidasi portofolio efeknya sehingga harga efek tersebut pun turun.

3. Risiko Likuiditas

Risiko ini menyangkut kesulitan yang dihadapi oleh manajer investasi jika sebagian besar pemegang unit melakukan penjualan kembali (*redemption*) atas unit-unit yang dipegangnya. Manajer Investasi kesulitan dalam menyediakan uang tunai atas *redemption* tersebut.

4. Risiko Wanprestasi

Risiko ini muncul jika ada pihak terkait—seperti emiten, Bank Kustodian, pialang, atau agen penjual—gagal memenuhi kewajibannya. Kegagalan pihak terkait dalam melunasi kewajibannya ini dapat mempengaruhi nilai aktiva bersih Reksa Dana. Wanprestasi misalnya dilakukan oleh beberapa penerbit obligasi selama krisis moneter, yakni tidak membayar kupon bunga pada waktunya.

5. Risiko Berkaitan dengan Peraturan

Dalam berinvestasi, Reksa Dana mempunyai batasan-batasan tertentu. Di satu sisi batasan investasi ini dimaksudkan untuk melindungi investor, tetapi disisi lain bisa menjadi bumerang. Misalnya dengan adanya batasan untuk tidak boleh membeli efek yang diterbitkan oleh perusahaan melebihi 10% dari nilai aktiva reksa dana pada saat pembelian, maka sebuah Reksa Dana tidak bisa membeli saham tersebut lebih dari jumlah itu betapa pun potensialnya saham tersebut.

2.3.4 Bentuk Reksa Dana

Berdasarkan pasal 18 Undang Undang No.8 tahun 1995 tentang Pasar Modal, disebutkan bahwa bentuk hukum Reksa Dana ada dua, yaitu:

a. Reksa Dana berbentuk Perseroan (*Corporate Type*)

Reksa Dana Perseroan merupakan badan hukum tersendiri. Artinya Reksa dana tersebut beroperasi sebagai PT yang mempunyai kegiatan sebagai Reksa Dana. Karena berbentuk perseroan maka Reksa Dana tersebut mempunyai anggaran dasar, dewan direksi, kekayaan sendiri, pemegang saham, kewajiban-kewajiban.

Untuk mengoperasikan Reksa Dana Perseroan harus terlebih dahulu didirikan PT yang hanya bergerak dalam Reksa Dana tersebut. Reksa Dana Perseroan adalah emiten yang kegiatan usahanya menghimpun dana dengan menjual saham dan selanjutnya dana dari penjualan saham tersebut diinvestasikan pada berbagai jenis efek yang diperdagangkan di pasar modal dan pasar uang.

Pada Reksa Dana Perseroan sahamnya dapat berbentuk Reksa Dana Terbuka (*Open-End Fund*) dan Reksa Dana Tertutup (*Closed-End Fund*). Reksa Dana Perseroan mempunyai ciri-ciri sebagai berikut:

- a. Bentuk Hukum adalah Perseroan Terbatas (PT).
 - b. Pengelolaan kekayaan Reksa Dana didasarkan pada kontrak antara direksi perusahaan dengan manajer investasi yang ditunjuk.
 - c. Penyimpanan kekayaan Reksa Dana didasarkan pada kontrak antara manajer investasi dan bank kustodian.
- b. Reksa Dana berbentuk Kontrak Investasi Kolektif (*Contractual Type*)

Kontrak Investasi Kolektif (KIK) adalah kontrak antara Manajer Investasi dengan Bank Kustodian yang mengikat pemodal atau pemegang unit penyertaan, dimana Manajer Investasi diberi wewenang untuk mengelola portofolio investasi kolektif dan bank kustodian diberi wewenang untuk melaksanakan penitipan kolektif. Reksa Dana dalam bentuk Kontrak Investasi Kolektif hanya merupakan kontrak dan unit penyertaannya hanya berbentuk Reksa Dana Terbuka. Reksa Dana Kontrak Investasi Kolektif mempunyai ciri-ciri sebagai berikut:

- Bentuk hukumnya kontrak investasi kolektif.
- Pengelolaan Reksa Dana dilakukan oleh manajer investasi berdasarkan kontrak.
- Penyimpanan kekayaan investasi kolektif dilaksanakan bank kustodian berdasarkan kontrak.

2.3.5 Sifat Reksa Dana

Jika dilihat dari sifatnya Reksa Dana dapat dibedakan menjadi dua:

a. Reksa Dana Terbuka (*Open-End Fund*)

Yaitu Reksa Dana yang menawarkan dan membeli kembali saham-sahamnya dari investor, sampai sejumlah modal yang sudah dikeluarkan. Pemegang saham atau unit Reksa Dana Terbuka ini dapat menjual kembali saham atau unit penyertaannya setiap saat apabila diinginkan.

Manajer Investasi Reksa Dana, melalui bank kustodian wajib membelinya sesuai dengan NAB per saham / unit pada saat tersebut. Menurut peraturan, pembayaran atas penjualan kembali (*redemption*) harus dilakukan sesegera mungkin dan tidak boleh lebih lama dari tujuh hari bursa sejak diminta penjualan kembali oleh investor pemegang saham/unit.

Ciri-ciri Reksa Dana Terbuka, yaitu:

- Reksa Dana dapat menerbitkan saham baru secara terus menerus, sepanjang ada investor yang mau membelinya.
- Saham Reksa Dana tidak perlu dicatat di Bursa Efek.
- Investor dapat menjual kembali saham Reksa Dana yang dimilikinya kepada Reksa Dana.
- Harga jual/beli saham Reksa Dana berdasarkan nilai aktiva bersih (NAB)
- Reksa Dana terbuka (Bank Kustodian) wajib menghitung nilai aktiva bersih per saham setiap hari bursa.

b. Reksa Dana Tertutup (*Closed-End Fund*)

Yaitu Reksa Dana yang tidak dapat membeli kembali saham-saham yang telah dijual kembali investor. Dengan kata lain, pemegang saham tidak dapat menjual kembali sahamnya kepada Manajer Investasi. Apabila pemilik saham hendak menjual sahamnya, hal ini harus dilaksanakan melalui Bursa Efek tempat Reksa Dana tersebut dicatatkan. Harga pasar dari saham Reksa Dana Tertutup ini berubah-ubah dipengaruhi kekuatan permintaan dan penawaran, sama halnya dengan fluktuasi harga (kurs) saham perusahaan publik lainnya.

Ciri-ciri Reksa Dana Tertutup, yaitu:

- a. Reksa Dana hanya dapat mengeluarkan / menjual sahamnya sampai dengan batas modal dasar.
- b. Tidak dapat membeli kembali saham yang telah dijual kepada investor.
- c. Investor tidak dapat menjual kembali Reksa Dana yang dimilikinya kepada Reksa Dana.
- d. Saham Reksa Dana tercatat di Bursa Efek.
- e. Jual beli Reksa Dana dilakukan di Bursa Efek.
- f. Reksa Dana Tertutup wajib menghitung nilai aktiva bersih per saham setiap minggu.
- g. Nilai saham Reksa Dana Tertutup ditentukan berdasarkan *supply* dan *demand* di lantai bursa.

2.3.6 Jenis-Jenis Reksa Dana

Reksa Dana dibedakan jenisnya berdasarkan konsentrasi portofolionya sebagai berikut:

- a. Reksa Dana Pasar Uang (*Money Market Funds*)

Reksa Dana jenis ini hanya melakukan investasi pada efek bersifat hutang dengan jatuh tempo kurang dari satu tahun. Tujuannya adalah untuk menjaga likuiditas dan pemeliharaan modal. Reksa Dana ini mempunyai risiko yang relatif lebih rendah dibanding Reksa Dana jenis lainnya. Hal ini disebabkan instrumen investasi yang dipilih adalah instrumen pasar uang yaitu berupa instrumen hutang yang mempunyai masa jatuh tempo kurang dari satu tahun (*short term investment*) seperti: SBI, SBPU, Sertifikat Deposito dan Surat Pengakuan Hutang.

- b. Reksa Dana Pendapatan Tetap (*Fixed Income Funds*)

Reksa Dana jenis ini melakukan investasinya sekurang-kurangnya 80% dari aktivanya dalam bentuk efek bersifat hutang. Reksa Dana ini memiliki risiko relatif lebih besar dari Reksa Dana Pasar Uang. Tujuannya adalah untuk menghasilkan tingkat pengembalian yang stabil.

c. Reksa Dana Saham (*Equity Funds*)

Yaitu Reksa Dana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dari aktivanya dalam bentuk efek bersifat ekuitas. Reksa Dana ini memiliki risiko lebih tinggi dibandingkan dengan dua jenis reksa dana sebelumnya, karena Reksa Dana Saham ini menghasilkan tingkat pengembalian yang tinggi. Tingginya risiko tersebut dikarenakan sifat harga saham yang lebih berfluktuasi. Tetapi sebaliknya dalam jangka panjang, tingkat pengembaliannya lebih tinggi dibandingkan dengan jenis Reksa Dana lainnya.

d. Reksa Dana Campuran (*Balance Funds*)

Reksa Dana ini melakukan investasi dalam bentuk efek bersifat ekuitas dan efek bersifat hutang. Reksa Dana jenis ini berisiko moderat dengan tingkat pengembalian yang relatif lebih tinggi daripada Reksa Dana Pendapatan Tetap dan relatif lebih rendah dibandingkan dengan Reksa Dana Saham. Perbandingan komposisi portofolionya sangat beragam baik dalam bentuk hutang, ekuitas maupun pada efek pasar uang.

2.3.7 Nilai Aktiva Bersih

Untuk menilai kinerja atau prestasi investasi pengelolaan portofolio Reksa Dana yang dikelola oleh manajer investasi biasanya dapat digunakan Nilai Aktiva Bersih (NAB). Nilai Aktiva Bersih diperoleh dengan membagi total nilai investasi Reksa Dana dengan total saham (untuk reksa dana tertutup) atau dengan unit penyertaan (untuk reksa dana terbuka).

NAB Reksa Dana Terbuka per unit penyertaan dihitung setiap hari dan diumumkan kepada publik sementara NAB Reksa Dana Tertutup dihitung sekali seminggu. Perhitungan NAB diserahkan kepada Bank Kustodian sesuai peraturan yang diwajibkan BAPEPAM. Dan didalam melakukan perhitungan, Bank Kustodian harus mengetahui harga pasar dari instrumen-instrumen investasi reksa dana yang bersangkutan.

Adapun biaya-biaya yang dibebankan kepada reksa dana adalah biaya pengelolaan investasi yang diterima oleh manajer investasi (*investment management fee*), biaya bank kustodian dan biaya akuntan publik, dan biaya-biaya

lainnya. Pembebanan biaya-biaya tersebut dalam perhitungannya selalu dikurangkan dari reksa dana pada setiap hari, sehingga NAB yang diumumkan setiap hari sudah merupakan nilai investasi harian yang dimiliki oleh investor.

NAB dihitung sebagai berikut:

$$NAB_t = NAK_t - TKW_t \text{ ----- (2.7)}$$

Dimana:

NAB_t = Nilai Aktiva Bersih pada periode t

NAK_t = Nilai Aktiva pada periode t

TKW_t = Total Kewajiban reksa dana pada periode t

NAB per Unit Penyertaan dihitung sebagai berikut:

$$NAB / UP_t = \frac{NAB_t}{NUP_t} \text{ ----- (2.8)}$$

Dimana:

NAB/UP_t = NAB per Unit Penyertaan pada periode t

NAB_t = NAB pada periode t

NUP_t = Jumlah unit penyertaan pada periode t

2.3.8 Pelaku-Pelaku yang Terkait dengan Reksa Dana

Pihak-pihak yang terkait dengan Reksa Dana adalah:

a. Manajer Investasi

Dalam Undang Undang No.8 tahun 1995 tentang Pasar Modal dijelaskan bahwa Manajer Investasi adalah pihak yang kegiatan usahanya mengelola portofolio efek untuk para nasabah atau mengelola portofolio kolektif untuk nasabah, kecuali perusahaan asuransi, dana pensiun, dan bank yang melakukan sendiri kegiatan usahanya berdasarkan undang-undang yang berlaku.

Dengan demikian manajer investasi bertindak selaku pengelola Reksa Dana dalam perusahaan Reksa Dana. Oleh karena dana yang

dikelola manajer investasi adalah dana dari masyarakat maka harus ada pengamanan maksimal dengan mewajibkan manajer investasi melakukan tugasnya sebaik mungkin untuk kepentingan Reksa Dana dan profesional.

b. Bank Kustodian

Adalah lembaga yang memberikan jasa penitipan efek dan harta lain yang berkaitan dengan efek, serta memberikan jasa lain seperti menerima dividen, bunga, dan hal lainnya, menyelesaikan transaksi efek, dan mewakili pemegang rekening yang menjadi nasabahnya. Lembaga Kustodian ini biasanya berbentuk Bank Umum.

Dalam hubungannya dengan Reksa Dana, Bank Kustodian mempunyai wewenang dan tanggung jawab dalam menyimpan, menjaga, dan mengadministrasikan kekayaan baik dalam pencatatan serta pembayaran atau penjualan kembali suatu Reksa Dana berdasarkan kontrak yang dibuat oleh manajer investasi.

c. Wakil Agen Penjual Efek Reksa Dana (WAPERD)

Adalah orang perseorangan yang mendapat izin dari Bapepam untuk bertindak sebagai wakil perusahaan efek untuk menjual reksa dana. Namun izin tersebut tidak boleh dipergunakan untuk mewakili Perusahaan efek. Selain WAPERD, pihak lain yang diizinkan untuk memasarkan efek Reksa Dana adalah pegawai suatu Perusahaan Efek yang telah memiliki izin sebagai Wakil Perantara Pedagang Efek (WPPE) atau Wakil Penjamin Emisi (WPE) atau Wakil Manajer Investasi (WMI).

2.4 Teori Portofolio

2.4.1 Pengertian Portofolio

Investasi akan menimbulkan risiko. Untuk meminimalkan risiko, investor dapat membentuk portofolio. Dalam pembentukan portofolio, investor selalu menginginkan return yang maksimal dengan risiko yang tertentu atau mencari risiko yang rendah dengan return tertentu.

Tandelilin (2001) menyatakan bahwa untuk membentuk portofolio efisien haruslah berpegang pada asumsi tentang bagaimana perilaku investor dalam pembuatan keputusan investasi yang diambilnya. Pembentukan portofolio juga

memerlukan adanya perhitungan return dan risiko portofolio. Return realisasi dan return ekspektasi dari portofolio merupakan rata-rata tertimbang return dari return-return seluruh sekuritas tunggal. Akan tetapi, risiko portofolio tidak harus sama dengan rata-rata tertimbang risiko-risiko dari seluruh sekuritas tunggal.

2.4.2 Strategi Portofolio

Strategi investasi umumnya ada dua macam, yaitu strategi aktif (*active strategy*) dan strategi pasif (*passive strategy*). Seperti yang dijelaskan oleh Tandelilin (2001:199) ada dua strategi yang dapat dilakukan investor dalam pembentukan portofolio.

2.4.2.1 Strategi Pasif

Merupakan tindakan investor yang cenderung pasif dalam berinvestasi dalam saham dan hanya mendasarkan pergerakan sahamnya pada pergerakan indeks pasar. Strategi pasif mendasarkan diri pada asumsi bahwa pasar modal tidak melakukan *mispricing*, dan meskipun terjadi *mispricing*, para pemodal berpendapat bahwa mereka tidak bisa mengidentifikasi dan memanfaatkannya.

Tujuan dari strategi pasif ini adalah memperoleh *return* portofolio sebesar *return* indeks pasar dengan menekankan seminimal mungkin risiko dan biaya investasi yang harus dikeluarkan. Ada dua macam strategi pasif yaitu sebagai berikut:

- a. Strategi beli dan simpan, maksudnya adalah investor melakukan pembelian sejumlah saham dan tetap memegangnya untuk beberapa waktu tertentu. Tujuan dilakukannya strategi ini adalah untuk menghindari biaya transaksi dan biaya tambahan lainnya yang biasanya terlalu tinggi.
- b. Strategi mengikuti indeks merupakan strategi yang digambarkan sebagai pembelian instrumen reksa dana atau dana pensiun oleh investor. Dalam hal ini investor berharap bahwa kinerja investasinya pada kumpulan saham dalam instrumen reksa dana sudah merupakan duplikasi dari kinerja indeks pasar. Dengan kata lain investor berharap memperoleh *return* yang sebanding dengan *return* pasar.

2.4.2.2 Strategi Aktif

Merupakan tindakan investor secara aktif dalam melakukan pemilihan dan jual beli saham, mencari informasi, mengikuti waktu dan pergerakan harga saham serta berbagai tindakan aktif lainnya untuk mendapatkan *return* abnormal. Tujuan strategi aktif ini adalah mendapatkan *return* portofolio saham yang melebihi *return* portofolio saham yang diperoleh dari strategi pasif. Ada tiga strategi yang biasa dipakai investor dalam menjalankan strategi aktif portofolio saham.

- a. Pemilihan saham, maksudnya adalah para investor secara aktif melakukan analisis pemilihan saham-saham terbaik, yaitu saham yang memberikan hubungan tingkat *return* dan risiko yang terbaik dibandingkan dengan alternatif lainnya. Analisis ini mendasarkan pada pendekatan analisis fundamental guna mengetahui prospek saham tersebut pada masa datang.
- b. Rotasi sektor, maksudnya investor dapat melakukan strategi ini dengan dua cara, melakukan investasi pada saham-saham yang bergerak pada sektor tertentu untuk mengantisipasi perubahan siklus ekonomi di kemudian hari atau melakukan modifikasi terhadap bobot portofolio saham-saham pada sektor industri yang berbeda-beda.
- c. Strategi momentum harga menyatakan bahwa pada waktu-waktu tertentu harga pasar saham akan merefleksikan pergerakan *earning* ataupun pertumbuhan perusahaan. Dalam hal ini investor akan mencari waktu yang tepat, pada saat perubahan harga yang terjadi bisa memberikan tingkat keuntungan bagi investor melalui tindakan menjual atau membeli saham. Cahyono (2002) berpendapat bahwa dalam dunia nyata tidak ada pasar yang efisien sempurna. Salah satu sebabnya adalah karena adanya partisipasi pemodal ritel yang dalam berinvestasi sering melibatkan emosi, terpengaruh suasana, dan lain-lain.

2.4.2 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Capital Asset Pricing Model (CAPM) adalah model yang digunakan untuk menentukan berapa tingkat *return* (imbal hasil) yang diharapkan dari suatu investasi aset berisiko. CAPM menjelaskan hubungan antara imbal hasil yang diharapkan dengan risiko sistematis dan penilaian aset portofolio. Tingkat imbal

hasil yang diminta oleh investor akan dipengaruhi oleh risiko saham atau portofolio tersebut. Dengan dapat menentukan tingkat imbal hasil yang diharapkan, maka CAPM juga dapat memberikan gambaran kepada investor apakah suatu aset investasi keuangan tersebut *undervalued*, *properly valued*, atau *overvalued*. Disebut *undervalued* apabila imbal hasil aktual aset berisiko lebih kecil daripada imbal hasil yang diharapkan, sehingga masih memiliki potensi untuk naik, sedangkan *properly valued* adalah apabila imbal hasil aktual mendekati sama dengan yang diharapkan, dan *overvalued* adalah apabila imbal hasil aktual lebih besar dari yang diharapkan sehingga ada potensi akan turun. Tingkat imbal hasil/pengembalian dari saham secara individu dapat diberikan dalam persamaan sebagai berikut (Bodie, 2008 : 306-307):

$$E(r_p) = r_f + \beta_p [E(r_m) - r_f] \text{-----} (2.9)$$

Dimana:

$E(r_p)$ = tingkat pengembalian yang diharapkan

r_f = tingkat pengembalian aset bebas resiko

β_p = beta portofolio

$E(r_m)$ = tingkat pengembalian portofolio pasar yang diharapkan

$E(r_m) - r_f$ = premi resiko investor

Dalam persamaan tersebut diasumsikan bahwa saham dalam portofolio telah terdiversifikasikan dengan baik, yang mana saham dalam portofolio terdiri dari sejumlah besar efek dengan proporsi yang cukup kecil, sehingga bila terjadi perubahan terhadap tingkat pengembalian efeknya, dapat diabaikan terhadap tingkat pengembalian secara keseluruhan portofolio yang mana hanya risiko sistematis yang terjadi.

2.4.3 Fama-French *Three-factor Model*

Dari penelitian-penelitian para ahli, banyak sekali faktor-faktor yang mempengaruhi rata-rata tingkat pengembalian investasi. Faktor-faktor tersebut antara lain adalah faktor yang berhubungan dengan karakteristik perusahaan emiten seperti ukuran, *earnings/price*, *cash flow/price*, *book-to-market equity*, *past sales growth*, *long-term past return*, dan *short-term past return*.

Pola-pola tersebut tidak dijelaskan dalam model CAPM dan disebut sebagai anomali. Eugene Fama dan Kenneth French membuat model yang dapat menghilangkan anomali-anomali tersebut kecuali untuk faktor *short-term returns*. Model tersebut dikenal dengan Fama-French *Three-factor Model* (Fama, 1996).

Penelitian tersebut menyebutkan bahwa, anomali dari rata-rata tingkat pengembalian yang dihitung dengan model CAPM ternyata berhubungan. Hubungan tersebut dijelaskan dalam *three-factor model*.

Model tersebut mencoba menjelaskan bahwa selisih *expected return* dari sebuah portofolio dengan *risk-free rate* [$E(R_i) - R_f$] dipengaruhi oleh sensitivitas *return* portofolio terhadap tiga faktor, yaitu: (i) selisih tingkat pengembalian pasar ($R_M - R_f$); (ii) selisih antara *return* dari portofolio *small stocks* dengan *return* dari portofolio *large stock* (SMB, *small minus big*); dan (iii) selisih antara *return* dari portofolio *high-book-to-market stocks* dengan *return* dari portofolio *low-book-to-market stocks* (HML, *high minus low*). Secara spesifik, *expected excess return* dari portofolio i adalah,

$$E(R_i) - R_f = b_i[E(R_M) - R_f] + s_i E(\text{SMB}) + h_i E(\text{HML}) \text{-----} (2.10)$$

dimana $E(R_M) - R_f$, $E(\text{SMB})$, dan $E(\text{HML})$ adalah *expected premium*, dan faktor sensitivitas b_i , s_i , dan h_i adalah *slope* dari *time-series regression*,

$$R_i - R_f = \alpha_i + b_i(R_M - R_f) + s_i \text{SMB} + h_i \text{HML} + \epsilon_i \text{-----} (2.11)$$

Fama dan French (1995) dengan model ini menggambarkan bahwa perusahaan yang memiliki kapitalisasi pasar kecil cenderung untuk memberikan *return* yang lebih besar dibandingkan yang memiliki kapitalisasi pasar besar.

Perusahaan yang mencatat *earnings* kecil, dalam hal ini memiliki *book-to-market ratio* yang tinggi cenderung memiliki potensi untuk memberikan *return* yang lebih besar di masa yang akan datang.

Model ini dapat digunakan untuk mengetahui kecenderungan *style* pembentukan portofolio investasi dari seseorang ataupun dari manajer investasi dalam mengelola dana kelolaannya. Dari model ini juga dapat diketahui apakah suatu *style* tertentu dapat memberikan *abnormal return* dibandingkan dengan *return* pasar secara keseluruhan.



BAB 3

METODOLOGI PENELITIAN

3.1. Objek Penelitian

Objek dalam penelitian ini adalah Reksa Dana di Indonesia yang terdaftar di Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan. Penulis mempersempit penelitian ini hanya pada Reksa Dana yang utamanya memiliki portofolio paling banyak di saham (Reksa Dana Saham). Pengambilan sampel dilakukan secara *purposive sampling*, yaitu pengambilan sampel dari populasi berdasarkan dari kriteria Reksa Dana yang aktif diperdagangkan pada periode Juli 2007 sampai dengan Juni 2010. Selain data Reksa Dana, penulis juga meneliti data Indeks Harga Saham Gabungan, SBI rate 1 bulan, MCSI Indeks untuk *small cap stock*, *large cap stock*, *value stock*, dan *growth stock*. Semua data tersebut adalah data sekunder.

3.2 Metode Penelitian

Penelitian tesis ini dilakukan dengan menggunakan metode analisis deskriptif kuantitatif dimana penelitian dilakukan dengan menggali dan menganalisis kinerja Reksa Dana Terbuka, dalam hal ini terdiri dari 45 Reksa Dana Saham aktif yang dikelola oleh Manajer Investasi Lokal, yang telah dirumuskan berdasarkan fakta dan teori yang relevan. Analisis dalam penelitian ini dilakukan berdasarkan *style* investasi dari manajer investasinya dibandingkan dengan kinerja pasar secara keseluruhan. Penelitian dilakukan dengan menganalisa *style* investasi portofolio dari Reksa Dana Saham tersebut dengan dikelompokkan menjadi 2 dimensi umum yaitu *value versus growth* dan *small-cap versus large-cap*.

Adapun rancangan penelitian bersifat deskriptif karena menjelaskan secara sistematis mengenai fakta dan karakteristik situasi atau kondisi dan mencari informasi yang berupa data yang relevan dalam penelitian. Sedangkan pengukuran

kinerja portofolio pada penelitian tesis ini digunakan metode *Fama-French Three-Factor Model*.

3.3 Variabel Penelitian

Variabel merupakan konsep yang mempunyai variasi nilai yang dapat diidentifikasi melalui kerangka pemikiran yang telah ditentukan. Skala pengukuran yang digunakan dalam penelitian adalah skala pengukuran rasio karena terdapat beberapa perhitungan yang harus dikerjakan secara sistematis berdasarkan rumus-rumus yang ada. Ukuran rasio adalah ukuran yang memberi keterangan tentang nilai absolut dari skala yang diukur.

Variabel yang digunakan dalam penelitian tesis ini terdiri dari:

- a. Return dari Nilai Aktiva Bersih (Rft)
- b. Return dari pasar berupa indeks harga saham gabungan (Rm)
- c. Suku bunga bebas risiko dari SBI (RF)
- d. Koefisien selisih tingkat pengembalian pasar ($R_{mt} - R_{ft}$)
- e. Koefisien SMB (st)
- f. Koefisien HML (ht)

3.4 Teknik Pengumpulan Data

Dalam penelitian tesis ini, sumber data yang digunakan untuk mengukur kinerja Reksa Dana Saham, merupakan data-data sekunder yang didapat dari penelitian kepustakaan yaitu dengan membaca buku teks, jurnal dan literatur dari majalah. Hal ini ditempuh untuk mendapatkan informasi dari teori-teori yang dijadikan landasan pelaksanaan penelitian yang akan memperlancar penelitian.

Data-data yang diperoleh lain antara lain:

- a. NAB (Nilai Aktiva Bersih), diperoleh dari data laporan harian di *website* Kontan Online dan laporan bulanan dari *website* Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan.

- b. *Return* portofolio pasar, adalah tingkat *return* yang diharapkan dari portofolio pasar yang diukur dengan *return* Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).
- c. SBI (Sertifikat Bank Indonesia), diperoleh dari data laporan yang diterbitkan oleh Bank Indonesia di *website* Bank Indonesia.
- d. *Return* portofolio SMB dan HML, diperoleh dari data statistik yang dibuat oleh *Morgan Stanley Company International* dalam bentuk indeks di *website* *MSCI*.

3.5. Metode dan Cara Perhitungan

Dalam melakukan penelitian, data diolah dengan menggunakan rumus-rumus sebagai alat perhitungan parameter kinerja reksa dana, antara lain:

- a. Menghitung Tingkat Pengembalian Portofolio (*Return*)

Tingkat pengembalian perhari diperoleh dari investasi pada portofolio yang dapat dicari dengan cara menghitung nilai pada bulan ini dikurangi nilai bulan sebelumnya kemudian dibagi dengan nilai bulan sebelumnya. Rumusnya sebagai berikut:

$$Rp_t = \frac{NAB_t - NAB_{t-1}}{NAB_{t-1}} \text{-----} (3.1)$$

- b. Menghitung besarnya *Risk Free* (R_F).

Dalam penelitian ini, investasi tanpa risiko diasumsikan merupakan tingkat bunga rata-rata dari Sertifikat Bank Indonesia (SBI).

- c. Menghitung Tingkat Pengembalian Pasar (R_m).

Suatu indeks harga saham adalah suatu bentuk pengukuran statistik yang khusus didesain untuk menggambarkan perubahan-perubahan dalam harga yang dicakup oleh indeks tersebut secara relatif terhadap suatu tanggal tertentu. Perhitungan tingkat pengembalian pasar dalam penelitian ini digunakan Indeks Harga Saham Gabungan. *Return market* ini dapat dicari

dengan mengurangkan IHS_G bulan ini dengan IHS_G bulan sebelumnya kemudian dibagi dengan IHS_G bulan sebelumnya. Rumusnya sebagai berikut:

$$R_m = \frac{IHS_{G_t} - IHS_{G_{t-1}}}{IHS_{G_{t-1}}} \text{-----} (3.2)$$

- d. Menghitung koefisien selisih tingkat pengembalian pasar ($R_{mt} - R_{Ft}$), koefisien SMB (s_t) dan koefisien HML (h_t)

Koefisien selisih tingkat pengembalian pasar adalah koefisien dari selisih *return* pasar dengan suku bunga bebas risiko. Koefisien tersebut memberikan gambaran hubungan antara *excess return* portofolio dengan *excess return* dari pasar. s_t menggambarkan hubungan antara selisih *return* *small-cap stock* dan *large-cap stock* dengan *excess return* portofolio. h_t menggambarkan hubungan antara selisih *value stock* dan *growth stock* dengan *excess return* portofolio.

Dalam penelitian ini, koefisien-koefisien tersebut diperoleh dengan cara regresi linear dari *excess return* Reksa Dana Saham menggunakan SPSS. Formulasi regresi tersebut adalah:

$$Y = \alpha + \beta_1(R_{mt} - R_{Ft}) + s_t(SMB) + h_t(HML) \text{-----} (3.3)$$

Dimana: Y = *excess return* Reksa Dana Saham ($R_{pt} - R_{Ft}$)

α = *intercept* (konstanta)

β_1 = koefisien regresi *excess return* pasar

s_t = koefisien regresi SMB

h_t = koefisien regresi HML

dari hasil pengolahan data tersebut akan didapatkan informasi untuk mengelompokkan Reksa Dana berdasarkan investment style-nya. Informasi tersebut didapatkan dari koefisien SMB (s_i) dan koefisien HML (h_i).

Setelah mengelompokkan Reksa Dana Saham berdasarkan *style* investasi, dengan hasil yang didapat dari proses regresi tersebut dapat dilihat adanya *style* tertentu yang dapat *outperform* (*underperform*) *market return* secara persisten. Informasi tersebut akan didapatkan dengan menganalisa *intercept* () dari model ini.



BAB 4

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan data Nilai Aktiva Bersih bulanan Reksa Dana Saham yang diperdagangkan dan terdaftar di Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan selama periode Juli 2007 sampai dengan Juni 2010 dalam melakukan pembuktian pengaruh *investment style* dari manajer investasi terhadap kinerja Reksa Dana Saham. Berikut daftar Reksa Dana Saham yang akan menjadi objek penelitian.

Tabel 4-1
Daftar Reksa Dana Saham

No	Nama Reksadana	Nama Manajer Investasi	Kode Reksadana
1	Bahana Dana Prima	PT. Bahana TCW Investment	DEBH001
2	Dana Ekuitas Andalan	PT. Bahana TCW Investment	NIBH075
3	Reksa Dana Dana Ekuitas Prima	PT. Bahana TCW Investment	CIBH017
4	BNI Dana Berkembang	PT. BNI Securities	NIBN001
5	Rencana Cerdas	PT. Ciptadana Asset Management	DECP014
6	Reksa Dana Grow-2-Prosper	PT. Ciptadana Asset Management	DECO116
7	Danareksa Mawar	PT. Danareksa Investment Management	CIDA002
8	First State Dividend Yield F	PT. First State Investments Indonesia	HSFS010
9	First State Indoequity Sectoral Fund	PT. First State Investments Indonesia	DEFS074
10	Fortis Ekuitas	PT. Fortis Invesment	DEFI020
11	Fortis Infrastruktur Plus	PT. Fortis Invesment	CIFI034
12	Fortis Pesona Amanah	PT. Fortis Invesment	HSFI016
13	GMT Dana Ekuitas	PT. GMT Aset Manajemen	DEGMT18
14	Saham BUMN	PT. Jatim Investment Management	MAJI003
15	Lautandhana Equity	PT. Lautandhana Investment Management	NILA093
16	Mandiri Investa Atraktif	PT. Mandiri Manajemen Investasi	HSMA008
17	Manulife Dana Saham	PT. Manulife Aset Manajemen Indonesia	DEML046
18	Phinisi Dana Saham	PT. Manulife Aset Manajemen Indonesia	DEML013
19	Mega Dana Saham	PT. Mega Capital Indonesia	STME048
20	Nikko Saham Nusantara	PT. Nikko Securities Indonesia	BNNK001
21	Reksa Dana Optima Saham	PT. Optima Kharya Capital Management	PEOK005
22	Panin Dana Maksima	PT. Panin Sekuritas Tbk	DEPS007
23	Paramitra Premium	PT. Paramitra Alfa Sekuritas	NIPA084
24	Pratama Saham	PT. Pratama Capital Indonesia	DEPR093
25	Reliance Equity Fund	PT. Reliance Asset Management	HSRL013
26	Schroder Dana Istimewa	PT. Schroder Investment Management Indonesia	HSSC004
27	Schroder Dana Prestasi Plus	PT. Schroder Investment Management Indonesia	DESC018
28	Syailendra Equity Opportunity Fund	PT. Syailendra Capital	DESL125
29	TRIM Kapital	PT. Trimegah Securities, Tbk	NITR002
30	TRIM Syariah Saham	PT. Trimegah Securities, Tbk	DETRI13

Selain NAB Reksa Dana Saham, penelitian ini menggunakan suku bunga SBI 1 bulan sebagai *risk free rate*, dan indeks-indeks lain yang digunakan sebagai acuan. Indeks yang digunakan dalam penelitian ini adalah Indeks Harga Saham Gabungan

yang digunakan sebagai acuan *return* pasar secara keseluruhan. MSCI SC Index digunakan sebagai acuan *return* pasar untuk *small stocks* dan MSCI LC Index digunakan sebagai acuan *return* pasar *large stocks*. MSCI IMI Value Index digunakan sebagai acuan *return* pasar *value stock* dan MSCI IMI Growth Index digunakan sebagai acuan *return* pasar *growth stock*.

Penelitian ini konsisten menggunakan NAB bulanan Reksa Dana Saham untuk mendapatkan *return* bulanan dari masing-masing Reksa Dana Saham. Data bulanan juga digunakan untuk indeks-indeks yang digunakan dalam penelitian untuk mendapatkan *return* bulanan acuan pasar.

Data *return* bulanan diatas dibutuhkan untuk mendapatkan *output* berupa koefisien sensitivitas *return* Reksa Dana Saham terhadap *excess return* untuk masing-masing pasar yang digunakan sebagai penentu. Dengan *output* tersebut akan diketahui *investment style* masing-masing Reksa Dana Saham. *Style* yang akan dilihat dalam penelitian ini adalah *small-caps versus large-caps* dan *value versus growth*.

Risk premium pasar ($R_{Mt} - R_{Ft}$) didapatkan dengan mengurangkan *return* IHSG dengan *risk free rate*. Nilai SMB didapatkan dengan mengurangkan *return* indeks *small cap* dengan *return* indeks *large cap*. Sedangkan nilai HML didapatkan dengan mengurangkan *return* indeks *value stocks* dengan *return* indeks *growth stocks*.

4.1 Analisis Deskriptif

Dalam bagian analisis deskriptif ini akan dijelaskan gambaran statistik data tingkat pengembalian Reksa Dana yang merupakan variabel penelitian dalam penelitian ini. Statistik deskriptif ini dilakukan dengan tujuan memberikan gambaran data tingkat pengembalian Reksa Dana yang digunakan dalam penelitian ini. Statistik deskriptif yang digunakan terdiri dari nilai rata-rata (*mean*), nilai tengah (*median*), nilai minimum, nilai maksimum dan penyebaran data (standar deviasi). Pada penelitian ini data yang dihitung adalah data *return* Reksa Dana.

Berikut adalah statistik deskriptif yang telah dijalankan dengan program SPSS:

Tabel 4.2
Statistik Deskriptif Data *Return* Reksa Dana Saham periode 2007-2010

	Fund Code	Mean	Median	Std. Deviation	Minimum	Maximum
1	DEBH001	0.017777	0.021195	0.108524	-0.355674	0.254524
2	NIBH075	0.018463	0.022855	0.100735	-0.326938	0.232986
3	CIBH017	0.016738	0.021762	0.109266	-0.358358	0.250956
4	NIBN001	-0.003480	0.006320	0.127722	-0.386045	0.437336
5	DECP014	0.015352	0.027815	0.097892	-0.303559	0.185054
6	DECO116	0.017863	0.017416	0.106202	-0.205973	0.334089
7	CIDA002	0.015202	0.017849	0.101337	-0.312757	0.230479
8	HSFS010	0.013893	0.019045	0.099609	-0.348149	0.186438
9	DEFS074	0.016835	0.023309	0.102666	-0.337177	0.189120
10	DEFI020	0.018508	0.026245	0.110355	-0.358710	0.247522
11	CIFI034	0.018415	0.022354	0.110748	-0.352469	0.252746
12	HSFI016	0.014424	0.029412	0.102938	-0.347788	0.250298
13	DEGM118	0.021757	0.025454	0.103615	-0.284640	0.320969
14	MAJI003	0.004498	0.011115	0.106817	-0.360021	0.314370
15	NILA093	0.003458	0.013547	0.102563	-0.296053	0.268131
16	HSMA008	0.014885	0.020338	0.113229	-0.388269	0.253415
17	DEML046	0.017101	0.018204	0.096734	-0.306695	0.197269
18	DEML013	0.018126	0.025255	0.095753	-0.317903	0.189606
19	STME048	0.007230	0.023050	0.120687	-0.410841	0.293981
20	BNNK001	0.007871	0.009752	0.087442	-0.286924	0.217816
21	PEOK005	0.005012	0.013605	0.086629	-0.308895	0.161298
22	DEPS007	0.026072	0.025764	0.099564	-0.295513	0.270424
23	NIPA084	-0.011350	-0.002369	0.156447	-0.313563	0.622424
24	DEPR093	0.023894	0.022811	0.136610	-0.403138	0.413770
25	HSRL013	0.010451	0.021751	0.122195	-0.398351	0.347867
26	HSSC004	0.019294	0.021220	0.091280	-0.295401	0.190898
27	DESC018	0.019750	0.021313	0.090152	-0.284837	0.189124
28	DESL125	0.024069	0.024408	0.118959	-0.359597	0.377733
29	NITR002	0.013123	0.020625	0.115344	-0.353204	0.277655
30	DETR113	-0.000761	0.009289	0.122193	-0.409511	0.297271

Dari tabel 4.2, dapat kita lihat bahwa dari 30 Reksa Dana yang menjadi objek penelitian, ternyata ada 3 Reksa Dana yang rata-rata tingkat pengembalian bulannya negatif. Reksa Dana dengan rata-rata tingkat pengembalian bulanan

negatif beserta nilainya adalah BNI Dana Berkembang (-0.348%), Paramitra Premium (-1.135%) dan Trim Syariah Saham (-0.0761%).

Rata-rata nilai tingkat pengembalian bulanan yang paling tinggi dari hasil analisis statistik ini adalah Panin Dana Maksima sebesar 2.6072%. Sedangkan Reksa Dana dengan nilai tingkat pengembalian rata-rata paling rendah adalah Paramitra Premium dengan tingkat pengembalian rata-rata bulanan sebesar -1.135%.

Dilihat dari tabel yang sama, nilai standar deviasi yang paling kecil adalah nilai standar deviasi untuk Reksa Dana Optima Saham dengan nilai 0.086629. Dan untuk nilai standar deviasi yang paling tinggi adalah nilai standar deviasi untuk Paramitra Premium yaitu sebesar 0.156447. Dengan nilai melihat nilai standar deviasi dapat dinilai risiko dari Reksa Dana yang menjadi objek penelitian disini. Semakin tinggi nilai standar deviasi atau besaran penyebaran data, maka semakin besar risiko dari Reksa Dana tersebut. Dengan demikian, Reksa Dana yang paling berisiko dari 30 Reksa Dana yang menjadi objek penelitian adalah Reksa Dana Paramitra Premium. Dan Reksa Dana dengan risiko paling rendah adalah Reksa Dana Optima Saham.

Reksa Dana dengan nilai maksimum paling tinggi adalah Paramitra Premium dengan nilai tingkat pengembalian bulanan paling tinggi sebesar 0.622424. Reksa Dana Paramitra Premium dalam periode penelitian yaitu Juli 2007 sampai dengan Juni 2010 memberikan *return* bulanan paling tinggi sebesar 62.2424%. Nilai tersebut merupakan nilai *return* yang paling tinggi dibandingkan nilai *return* dari semua Reksa Dana yang menjadi objek penelitian selama periode waktu penelitian.

Reksa Dana yang mencatat nilai minimum paling rendah dari analisis deskriptif ini adalah Reksa Dana Mega Dana Saham dengan nilai tingkat pengembalian paling rendah sebesar -0.410841. Artinya selama periode penelitian Reksa Dana Mega Dana Saham pernah memberikan tingkat pengembalian bulanan sebesar -41.0841%. Nilai tersebut merupakan nilai *return* yang paling rendah dibandingkan nilai *return* dari semua Reksa Dana yang menjadi objek penelitian selama periode waktu penelitian.

4.2 Analisis Klasifikasi *Investment Style*

Seperti yang telah diuraikan di dalam Bab III, pengelompokan *investment style* dilakukan dengan menganalisis koefisien SMB (s_i) dan koefisien HML (h_i). Analisis didasarkan kepada data hasil regresi seperti pada tabel 4-3. Hasil regresi mendapatkan koefisien untuk masing-masing independent variabel untuk mendapatkan acuan *investment style* untuk tiap-tiap Reksa Dana.

Nilai koefisien SMB (s_i) positif berarti portofolio Reksa Dana sebagian besar adalah *small cap stock*. Sedangkan untuk nilai s_i negatif, berarti portofolio Reksa Dana sebagian besar adalah *large cap stock*. Nilai koefisien HML (h_i) positif menandakan portofolio Reksa Dana sebagian besar adalah *value stock*. Dan sebaliknya, apabila nilai koefisien HML (h_i) negatif maka portofolio Reksa Dana sebagian besar adalah *value stock*.

Pada koefisien SMB dan HML yang didapat dari hasil regresi diteliti signifikansinya untuk masing-masing Reksa Dana. Analisis signifikansi dilakukan untuk mengetahui apakah nilai koefisien dapat dimasukkan kedalam model. Dari hasil pengolahan statistik, ditemukan bahwa masing-masing Reksa Dana memiliki signifikansi untuk koefisien yang berbeda-beda. Hal itu menggambarkan faktor yang berpengaruh kepada kinerja Reksa Dana tersebut.

Tabel 4-3
Matriks pengelompokan *Investment Style* Reksa Dana Saham

	Small Caps	Large Caps	Indifference
Value Stock	1		2
Growth Stock	2		
Indifference	11		14

Hasil pengelompokan tersebut dapat dilihat pada tabel 4-3. Hasilnya adalah dari 30 Reksa Dana objek penelitian ada 1 Reksa Dana yang portofolionya adalah kombinasi dari *small-cap stock* dan *value stock*. Dua Reksa Dana memiliki portofolio dengan kombinasi *small-cap stock* dan *growth stock*. *Style* lain yang ditemukan dalam

penelitian ini adalah Reksa Dana yang memiliki portofolio yang sebagian besar *small-cap stock*. Ada 11 Reksa Dana yang memiliki *style* tersebut. Kemudian ada 2 Reksa Dana yang memiliki portofolio sebagian besar *value stock*. Sisanya 14 Reksa Dana mengabaikan baik kapitalisasi pasar maupun *book-to-market ratio*. Nilai koefisien dari masing-masing faktor untuk seluruh Reksa Dana dapat dilihat pada tabel 4-4.

Tabel 4-5 adalah tabel daftar Reksa Dana yang dipengaruhi oleh faktor SMB saja. Dari tabel 4-5 dapat dilihat bahwa semua Reksa Dana Saham yang dipengaruhi oleh koefisien SMB ternyata memiliki portofolio dengan *small-cap stock*. Hal itu dapat disimpulkan dari nilai s , yang semuanya positif.

Apabila kita menganalisis R^2 dari masing-masing Reksa Dana ini, nilai paling tinggi adalah 0.983 untuk Fortis Ekuitas yang artinya kinerja Reksa Dana Fortis Ekuitas disumbangkan oleh faktor SMB sebesar 98.3%, sisanya disumbangkan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan kedalam model. Nilai paling kecil adalah untuk Paramitra Premium yaitu 0.720. Artinya kinerja Paramitra Premium disumbangkan oleh faktor SMB sebesar 72%, sisanya disumbangkan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan kedalam model. Dari analisis ini dapat disimpulkan bahwa *Three-factor Model* dapat menjelaskan kinerja Reksa Dana Saham dengan cukup baik.

Penelitian oleh Davis (2000), seperti penelitian ini, juga membuktikan bahwa *Three-factor Model* dapat menjelaskan kinerja Reksa Dana Saham dengan cukup baik. Dalam penelitiannya, Davis juga mendapatkan R^2 yang mendekati 1. Bahkan lebih baik dari penelitian ini nilai, R^2 paling kecil dalam penelitian tersebut adalah 86%. Hal ini disebabkan oleh periode penelitiannya yang lebih panjang daripada penelitian ini yaitu dari tahun 1965 sampai dengan tahun 1998. Periode waktu penelitian yang lebih panjang dapat mengurangi adanya pengaruh kondisi pasar yang tidak normal dalam pengolahan data. Misalnya saja adanya krisis global yang mempengaruhi kinerja pasar global yang otomatis mempengaruhi kinerja pasar dan Reksa Dana yang menjadi penelitian. Dengan menggunakan periode penelitian yang lebih panjang, bias dari kejadian semacam ini bisa diminimalisir.

Tabel 4-4
Hasil Perhitungan Kinerja Reksa Dana Saham Berdasarkan Fama-French
Three-Factor Model Tahun 2007-2010

No	Fund	Intercept	Koefisien	st	ht
1	Bahana Dana Prima - DEBH001	0.003	1.142	0.049	-0.006
	t-stat	1.215	40.521	1.228	-0.123
2	DANA EKUITAS ANDALAN - NIBH075	0.004	1.069	0.002	-0.016
	t-stat	2.099	45.566	0.046	0.404
3	REKSA DANA DANA EKUITAS PRIMA - CIBH017	0.002	1.146	0.060	-0.013
	t-stat	0.789	39.097	1.448	0.276
4	BNI DANA Berkembang - NIBN001	0.016	1.164	0.458	0.054
	t-stat	-2.059	13.447	3.742	0.373
5	Rencana Cerdas - DECP014	0.002	1.014	-0.011	-0.122
	t-stat	0.624	25.309	-0.201	-1.820
6	Reksa Dana Grow-2-Prosper - DECO116	0.008	0.923	0.425	0.124
	t-stat	1.013	10.538	3.431	0.850
7	DANAREKSA MAWAR - CIDA002	0.002	1.035	0.112	-0.074
	t-stat	0.762	28.702	2.200	-1.236
8	First State Dividend Yield F - HSFS010	0.001	1.031	0.005	-0.078
	t-stat	0.142	24.020	0.082	-1.093
9	First State Indoequity Sectoral Fund - DEFS074	0.003	1.072	-0.056	-0.125
	t-stat	0.715	25.490	-0.950	-1.777
10	Fortis Ekuitas - DEF1020	0.004	1.144	0.111	-0.037
	t-stat	1.645	39.784	2.733	-0.777
11	FORTIS INFRASTRUKTUR PLUS - CIFI034	0.004	1.150	0.083	-0.042
	t-stat	1.305	34.562	1.753	-0.752
12	Fortis Pesona Amanah - HSF1016	0.003	1.007	0.243	-0.090
	t-stat	0.759	23.610	4.028	-1.266
13	GMI Dana Ekuitas - DEGM118	0.010	1.001	0.284	-0.024
	t-stat	2.315	20.075	4.023	-0.292
14	SAHAM BUMIN - MAJI003	-0.008	1.031	0.179	0.040
	t-stat	-1.186	13.658	1.678	0.315
15	LAUT ANDHANA EQUITY - NILA093	-0.009	1.028	0.137	0.038
	t-stat	-1.832	18.188	1.715	0.406
16	Mandiri Investa Atraktif - HSMA008	0.000	1.165	0.091	-0.114
	t-stat	0.142	33.461	1.857	-1.961
17	Manulife Dana Saham - DEML046	0.003	1.035	-0.031	0.022
	t-stat	1.505	43.754	-0.929	0.556
18	Phinisi Dana Saham - DEML013	0.004	1.024	-0.062	-0.016
	t-stat	1.720	36.947	-1.580	-0.336
19	Mega Dana Saham - SIME048	-0.005	1.111	0.284	-0.331
	t-stat	-0.749	15.870	2.865	-2.835
20	NIKKO SAHAM NUSANTARA - BNNK001	-0.002	0.804	0.146	-0.097
	t-stat	-0.244	11.112	1.429	-0.802
21	Reksa Dana Optima Saham - PEOK005	-0.006	0.869	0.063	-0.028
	t-stat	-1.304	17.020	0.873	-0.329
22	Panin Dana Maksima - DEPS007	0.015	0.947	0.293	0.272
	t-stat	2.452	14.265	3.117	2.460
23	PARAMITRA PREMIUM - NIPA084	-0.023	1.195	0.695	-0.063
	t-stat	-1.532	7.323	3.012	-0.232
24	Pratama Saham - DEPR093	0.010	1.292	0.521	0.166
	t-stat	1.679	20.089	5.733	1.549
25	Reliance Equity Fund - HSRL013	-0.002	1.137	0.442	-0.006
	t-stat	-0.296	17.531	4.822	-0.051
26	Schroder Dana Istimewa - HSSC004	0.006	0.984	-0.026	0.188
	t-stat	2.552	40.082	-0.762	4.589
27	Schroder Dana Prestasi Plus - DESC018	0.006	0.975	-0.053	0.124
	t-stat	3.032	42.751	-1.630	3.252
28	Syariendra Equity Opportunity Fund - DESL125	0.010	1.166	0.253	-0.015
	t-stat	1.856	18.847	2.887	-0.144
29	TRIM Kapital - NTR002	-0.001	1.161	0.253	0.039
	t-stat	-0.197	30.709	4.732	0.612
30	TRIM Syariah Saham - DEIR113	-0.013	1.154	0.362	-0.221
	t-stat	-2.958	23.524	5.220	-2.696

Tabel 4-5

Reksa Dana Saham Kelompok *Small-Cap* versus *Large-Cap* (SMB) Berdasarkan Fama-French *Three-Factor Model* Tahun 2007-2010

No	Fund	Intercept	Koefisien Rmt-Rft	s_t	h_t	sig. s_t	R^2
1	GMT Dana Ekuitas - DEGM118	0.01000	1.001	0.284	-0.024	0.000	0.940
2	BNI DANA Berkembang - NIBN001	0.01600	1.164	0.458	0.054	0.001	0.882
3	Syailendra Equity Opportunity Fund - DESL125	0.01000	1.166	0.253	-0.015	0.007	0.930
4	Pratama Saham - DEPR093	0.01000	1.292	0.521	0.166	0.000	0.943
5	Fortis Ekuitas - DEFI020	0.00400	1.144	0.111	-0.037	0.010	0.983
6	PARAMITRA PREMIUM - NIPA084	-0.02300	1.195	0.695	-0.063	0.005	0.720
7	Reksa Dana Grow-2-Prosper - DECO116	0.00800	0.923	0.425	0.124	0.002	0.825
8	DANAREKSA MAWAR - CIDA002	0.00200	1.035	0.112	-0.074	0.035	0.967
9	Fortis Pesona Amanah - HSFI016	0.00300	1.007	0.243	-0.090	0.000	0.956
10	Reliance Equity Fund - HSRL013	-0.00200	1.137	0.442	-0.006	0.000	0.928
11	TRIM Kapital - NITR002	-0.00100	1.161	0.253	0.039	0.000	0.972

Analisis untuk masing-masing Reksa Dana yang dipengaruhi oleh faktor SMB adalah sebagai berikut:

- a. GMT Dana Ekuitas, dengan nilai s_t sebesar 0.284 artinya dengan kenaikan 1 satuan faktor SMB maka *excess return* Reksa Dana ini akan naik sebesar 0.284 satuan. Nilai signifikansi SMB sebesar 0.000 menyatakan bahwa nilai t hitung lebih kecil daripada t tabel (0.05) jadi nilai koefisien SMB 0.284 dapat dimasukkan kedalam model dan signifikan. R^2 sebesar 0.940 artinya faktor SMB menyumbang 94% pengaruh terhadap *excess return* Reksa Dana dan sisanya disumbangkan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan kedalam model.
- b. BNI Dana Berkembang, dengan nilai s_t sebesar 0.458 artinya dengan kenaikan 1 satuan faktor SMB maka *excess return* Reksa Dana ini akan naik sebesar 0.458 satuan. Nilai signifikansi SMB sebesar 0.001 menyatakan bahwa nilai t hitung lebih kecil daripada t tabel (0.05) jadi nilai koefisien SMB 0.458 dapat dimasukkan kedalam model dan signifikan. R^2 sebesar 0.882 artinya faktor SMB menyumbang 88.2% pengaruh terhadap *excess return* Reksa Dana dan sisanya disumbangkan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan kedalam model.

- c. Syailendra Equity Opportunity Fund, dengan nilai s_t sebesar 0.253 artinya dengan kenaikan 1 satuan faktor SMB maka *excess return* Reksa Dana ini akan naik sebesar 0.253 satuan. Nilai signifikansi SMB sebesar 0.007 menyatakan bahwa nilai t hitung lebih kecil daripada t tabel (0.05) jadi nilai koefisien SMB 0.253 dapat dimasukkan kedalam model dan signifikan. R^2 sebesar 0.930 artinya faktor SMB menyumbangkan 93% pengaruh terhadap *excess return* Reksa Dana dan sisanya disumbangkan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan kedalam model.
- d. Pratama Saham, dengan nilai s_t sebesar 0.521 artinya dengan kenaikan 1 satuan faktor SMB maka *excess return* Reksa Dana ini akan naik sebesar 0.521 satuan. Nilai signifikansi SMB sebesar 0.000 menyatakan bahwa nilai t hitung lebih kecil daripada t tabel (0.05) jadi nilai koefisien SMB -0.317 dapat dimasukkan kedalam model dan signifikan. R^2 sebesar 0.943 artinya faktor SMB menyumbangkan 94.3% pengaruh terhadap *excess return* Reksa Dana dan sisanya disumbangkan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan kedalam model.
- e. Fortis Ekuitas, dengan nilai s_t sebesar 0.111 artinya dengan kenaikan 1 satuan faktor SMB maka *excess return* Reksa Dana ini akan naik sebesar 0.111 satuan. Nilai signifikansi SMB sebesar 0.010 menyatakan bahwa nilai t hitung lebih kecil daripada t tabel (0.05) jadi nilai koefisien SMB 0.111 dapat dimasukkan kedalam model dan signifikan. R^2 sebesar 0.983 artinya faktor SMB menyumbangkan 98.3% pengaruh terhadap *excess return* Reksa Dana dan sisanya disumbangkan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan kedalam model.
- f. Paramitra Premium, dengan nilai s_t sebesar 0.695 artinya dengan kenaikan 1 satuan faktor SMB maka *excess return* Reksa Dana ini akan naik sebesar 0.695 satuan. Nilai signifikansi SMB sebesar 0.005 menyatakan bahwa nilai t hitung lebih kecil daripada t tabel (0.05) jadi nilai koefisien SMB 0.695 dapat dimasukkan kedalam model dan signifikan. R^2 sebesar 0.720 artinya faktor

SMB menyumbangkan 72% pengaruh terhadap *excess return* Reksa Dana dan sisanya disumbangkan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan kedalam model.

- g. Reksa Dana Grow-2-Prosper, dengan nilai s_t sebesar 0.425 artinya dengan kenaikan 1 satuan faktor SMB maka *excess return* Reksa Dana ini akan naik sebesar 0.425 satuan. Nilai signifikansi SMB sebesar 0.002 menyatakan bahwa nilai t hitung lebih kecil daripada t tabel (0.05) jadi nilai koefisien SMB 0.425 dapat dimasukkan kedalam model dan signifikan. R^2 sebesar 0.825 artinya faktor SMB menyumbangkan 82.5% pengaruh terhadap *excess return* Reksa Dana dan sisanya disumbangkan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan kedalam model.
- h. Danareksa Mawar, dengan nilai s_t sebesar 0.112 artinya dengan kenaikan 1 satuan faktor SMB maka *excess return* Reksa Dana ini akan naik sebesar 0.112 satuan. Nilai signifikansi SMB sebesar 0.035 menyatakan bahwa nilai t hitung lebih kecil daripada t tabel (0.05) jadi nilai koefisien SMB 0.112 dapat dimasukkan kedalam model dan signifikan. R^2 sebesar 0.967 artinya faktor SMB menyumbangkan 96.7% pengaruh terhadap *excess return* Reksa Dana dan sisanya disumbangkan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan kedalam model.
- i. Fortis Pesona Amanah, dengan nilai s_t sebesar 0.243 artinya dengan kenaikan 1 satuan faktor SMB maka *excess return* Reksa Dana ini akan naik sebesar 0.243 satuan. Nilai signifikansi SMB sebesar 0.000 menyatakan bahwa nilai t hitung lebih kecil daripada t tabel (0.05) jadi nilai koefisien SMB 0.243 dapat dimasukkan kedalam model dan signifikan. R^2 sebesar 0.956 artinya faktor SMB menyumbangkan 95.6% pengaruh terhadap *excess return* Reksa Dana dan sisanya disumbangkan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan kedalam model.
- j. Reliance Equity Fund, dengan nilai s_t sebesar 0.442 artinya dengan kenaikan 1 satuan faktor SMB maka *excess return* Reksa Dana ini akan naik sebesar

0.442 satuan. Nilai signifikansi SMB sebesar 0.000 menyatakan bahwa nilai t hitung lebih kecil daripada t tabel (0.05) jadi nilai koefisien SMB 0.442 dapat dimasukkan kedalam model dan signifikan. R^2 sebesar 0.928 artinya faktor SMB menyumbangkan 92.8% pengaruh terhadap *excess return* Reksa Dana dan sisanya disumbangkan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan kedalam model.

- k. Manulife Dana Saham, dengan nilai s_t sebesar 0.253 artinya dengan kenaikan 1 satuan faktor SMB maka *excess return* Reksa Dana ini akan naik sebesar 0.253 satuan. Nilai signifikansi SMB sebesar 0.000 menyatakan bahwa nilai t hitung lebih kecil daripada t tabel (0.05) jadi nilai koefisien SMB 0.253 dapat dimasukkan kedalam model dan signifikan. R^2 sebesar 0.972 artinya faktor SMB menyumbangkan 97.2% pengaruh terhadap *excess return* Reksa Dana dan sisanya disumbangkan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan kedalam model.

Tabel 4-6

Reksa Dana Saham Kelompok *Value versus Growth* (HML) Berdasarkan Fama-French Three-Factor Model Tahun 2007-2010

No	Fund	Intercept	Koefisien Rmt-Rft	s_t	h_t	sig. h_t	R^2
1	Schroder Dana Prestasi Plus - DESC018	0.00600	0.975	-0.053	0.124	0.003	0.984
2	Schroder Dana Istimewa - HSSC004	0.00600	0.984	-0.026	0.188	0.000	0.981

Di tabel 4-6 dapat dilihat bahwa ada 2 Reksa Dana yang dipengaruhi oleh koefisien HML. Keduanya memiliki nilai koefisien HML positif. Artinya kedua Reksa Dana ini berinvestasi pada portofolio yang sebagian besar *value stock*. Kedua Reksa Dana tersebut dikelola oleh manajer investasi yang sama yaitu PT. Schroder Investment Management. Analisis untuk kedua Reksa Dana yang dipengaruhi oleh faktor HML adalah:

- a. Schroder Dana Prestasi Plus, dengan nilai h_t sebesar 0.124 artinya dengan kenaikan 1 satuan faktor HML maka *excess return* Reksa Dana ini akan

naik sebesar 0.124 satuan. Nilai signifikansi HML sebesar 0.003 menyatakan bahwa nilai t hitung lebih kecil daripada t tabel (0.05) jadi nilai koefisien HML 0.124 dapat dimasukkan kedalam model dan signifikan. R^2 sebesar 0.984 artinya faktor HML menyumbangkan 98.4% pengaruh terhadap *excess return* Reksa Dana dan sisanya disumbangkan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan kedalam model.

- b. Schroder Dana Istimewa, dengan nilai h_t sebesar 0.188 artinya dengan kenaikan 1 satuan faktor HML maka *excess return* Reksa Dana ini akan naik sebesar 0.188 satuan. Nilai signifikansi HML sebesar 0.000 menyatakan bahwa nilai t hitung lebih kecil daripada t tabel (0.05) jadi nilai koefisien HML 0.188 dapat dimasukkan kedalam model dan signifikan. R^2 sebesar 0.981 artinya faktor HML menyumbangkan 98.1% pengaruh terhadap *excess return* Reksa Dana dan sisanya disumbangkan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan kedalam model.

Tabel 4-7

Reksa Dana Saham yang Dipengaruhi Faktor SMB dan HML Berdasarkan Fama-French Three-Factor Model Tahun 2007-2010

No.	Fund	Intercept	Koefisien Rmt-Rft	s_t	h_t	sig. s_t	sig. h_t	R^2
1	TRIM Syariah Saham - DETR113	-0.013	1.154	0.362	-0.221	0.000	0.011	0.959
2	Mega Dana Saham - STME048	-0.005	1.111	0.284	-0.331	0.007	0.008	0.913
3	Panin Dana Maksima - DEPS007	0.015	0.947	0.293	0.272	0.004	0.019	0.886

Di tabel 4-7 dapat dilihat bahwa ada 3 Reksa Dana yang dipengaruhi baik oleh faktor kapitalisasi pasar (SMB) maupun faktor *book-to-market ratio* (HML). Ketiga Reksa Dana tersebut memiliki koefisien SMB (s_t) yang bernilai positif. Artinya ketiga Reksa Dana tersebut berinvestasi sebagian besar pada *small cap stock*. Kemudian dari ketiga Reksa Dana tersebut, ada 2 Reksa Dana yang memiliki koefisien HML (h_t) negatif. Artinya adalah dari 3 Reksa Dana yang dipengaruhi oleh koefisien HML, 2 diantaranya memiliki portofolio yang sebagian besar adalah *growth stock*. Sedangkan

1 Reksa Dana Saham lainnya memiliki portofolio yang sebagian besar adalah *value stock*. Reksa Dana Saham yang memiliki portofolio kombinasi antara *small cap* dan *growth stock* adalah:

- a. TRIM Syariah Saham, dengan nilai s_t sebesar 0.362 artinya dengan kenaikan 1 satuan faktor SMB maka *excess return* Reksa Dana ini akan naik sebesar 0.362 satuan. Dengan nilai h_t sebesar -0.221 artinya kenaikan 1 satuan faktor HML maka *excess return* Reksa Dana ini akan turun sebesar 0.221 satuan. Nilai signifikansi SMB sebesar 0.000 menyatakan bahwa nilai t hitung lebih kecil daripada t tabel (0.05) jadi nilai koefisien SMB 0.362 dapat dimasukkan kedalam model dan signifikan. Nilai signifikansi HML sebesar 0.011 menyatakan bahwa nilai t hitung lebih kecil daripada t tabel (0.05) jadi nilai koefisien HML -0.221 dapat dimasukkan kedalam model dan signifikan. R^2 sebesar 0.959 artinya faktor SMB dan HML secara bersama-sama menyumbangkan 95.9% pengaruh terhadap *excess return* Reksa Dana dan sisanya disumbangkan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan kedalam model.
- b. Mega Dana Saham, dengan nilai s_t sebesar 0.284 artinya dengan kenaikan 1 satuan faktor SMB maka *excess return* Reksa Dana ini akan naik sebesar 0.284 satuan. Dengan nilai h_t sebesar -0.331 artinya kenaikan 1 satuan faktor HML maka *excess return* Reksa Dana ini akan turun sebesar 0.331 satuan. Nilai signifikansi SMB sebesar 0.007 menyatakan bahwa nilai t hitung lebih kecil daripada t tabel (0.05) jadi nilai koefisien SMB 0.284 dapat dimasukkan kedalam model dan signifikan. Nilai signifikansi HML sebesar 0.008 menyatakan bahwa nilai t hitung lebih kecil daripada t tabel (0.05) jadi nilai koefisien HML -0.331 dapat dimasukkan kedalam model dan signifikan. R^2 sebesar 0.913 artinya faktor SMB dan HML secara bersama-sama menyumbangkan 91.3% pengaruh terhadap *excess return* Reksa Dana dan sisanya disumbangkan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan kedalam model.

Reksa Dana yang memiliki portofolio kombinasi antara *small cap* dan *value stock* adalah Panin Dana Maksima. Dengan nilai s_t sebesar 0.293 artinya dengan kenaikan 1 satuan faktor SMB maka *excess return* Reksa Dana ini akan naik sebesar 0.293 satuan. Dengan nilai h_t sebesar 0.272 artinya kenaikan 1 satuan faktor HML maka *excess return* Reksa Dana ini akan naik sebesar 0.272 satuan. Nilai signifikansi SMB sebesar 0.004 menyatakan bahwa nilai t hitung lebih kecil daripada t tabel (0.05) jadi nilai koefisien SMB 0.293 dapat dimasukkan kedalam model dan signifikan.

Nilai signifikansi HML sebesar 0.019 menyatakan bahwa nilai t hitung lebih kecil daripada t tabel (0.05) jadi nilai koefisien HML 0.272 dapat dimasukkan kedalam model dan signifikan. R^2 sebesar 0.886 artinya faktor SMB dan HML secara bersama-sama menyumbangkan 88.6% pengaruh terhadap *excess return* Reksa Dana dan sisanya disumbangkan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan kedalam model.

Tabel 4-8

Reksa Dana Saham yang Tidak Dipengaruhi SMB dan HML Berdasarkan Fama-French Three-Factor Model Tahun 2007-2010

No	Fund	Intercept	Koefisien Rmt-Rft	s_t	h_t	sig. s_t	sig. h_t	R^2
1	DANA EKUITAS ANDALAN - NIBH075	0.004	1.069	0.002	-0.016	0.964	0.689	0.986
2	LAUTANDHANA EQUITY - NILA093	-0.009	1.028	0.137	0.038	0.096	0.687	0.922
3	Phinisi Dana Saham - DEML013	0.004	1.024	-0.062	-0.016	0.124	0.739	0.978
4	Manulife Dana Saham - DEML046	0.003	1.035	-0.031	0.022	0.360	0.582	0.985
5	FORTIS INFRASTRUKTUR PLUS - CIF1034	0.004	1.150	0.083	-0.042	0.089	0.457	0.977
6	Reksa Dana Optima Saham - PEOK005	-0.006	0.869	0.063	-0.028	0.389	0.744	0.911
7	Bahana Dana Prima - DEBH001	0.003	1.142	0.049	-0.006	0.228	0.903	0.983
8	SAHAM BUMN - MAJI003	-0.008	1.031	0.179	0.040	0.103	0.755	0.872
9	REKSA DANA DANA EKUITAS PRIMA - CIBH017	0.002	1.146	0.060	-0.013	0.157	0.785	0.982
10	First State Indoequity Sectoral Fund - DEFS074	0.003	1.072	-0.056	-0.125	0.349	0.085	0.957
11	Rencana Cerdas - DECP014	0.002	1.014	-0.011	-0.122	0.842	0.078	0.957
12	NIKKO SAHAM NUSANTARA - BNNK001	-0.002	0.804	0.146	-0.097	0.163	0.428	0.824
13	Mandiri Investa Atraktif - HSMA008	0.000	1.165	0.091	-0.114	0.072	0.059	0.976
14	First State Dividend Yield F - HSFS010	0.001	1.031	0.005	-0.078	0.936	0.282	0.952

Tabel 4-8 berisi Reksa Dana Saham yang tidak dipengaruhi baik oleh koefisien faktor SMB maupun koefisien faktor HML. Artinya Reksa Dana Saham ini dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam model. Kesimpulan ini

Universitas Indonesia

didapat dengan melihat tidak adanya nilai signifikansi baik untuk faktor SMB maupun HML yang lebih kecil dari t tabel (0.05) sehingga dapat dikatakan bahwa nilai koefisien SMB dan HML tidak dapat dimasukkan kedalam model dan tidak signifikan.

4.3 Analisis Kinerja Reksa Dana Saham

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui adanya *investment style* tertentu yang dapat memberikan *abnormal return* dibandingkan dengan return pasar secara keseluruhan secara persisten. Abnormal return tersebut dapat berarti Reksa Dana tersebut secara persisten *outperform* return dari pasar ataupun *underperform* return pasar secara keseluruhan.

Analisis kinerja dari setiap *investment style* dapat didapatkan dari analisis *intercept* () dari hasil regresi berdasarkan Fama-French *Three-Factor Model*. Apabila *intercept* terbukti signifikan dan bernilai positif, berarti Reksa Dana tersebut secara persisten *outperform* pasar. Sebaliknya, apabila *intercept* terbukti signifikan dan bernilai negatif maka berarti Reksa Dana tersebut secara persisten *underperform* pasar secara keseluruhan.

Tabel 4-9 memuat hasil nilai *intercept* dan signifikansinya untuk Reksa Dana yang dipengaruhi oleh faktor SMB.

Tabel 4-9

Kinerja Reksa Dana Saham Kelompok Portofolio *Small Cap* Berdasarkan Fama-French *Three-Factor Model* Tahun 2007-2010

No	Fund	Intercept	Koefisien Rmt-Rft	St	ht	sig. Intercept	R ²
1	GMT Dana Ekuitas - DEGM118	0.010	1.001	0.284	-0.024	0.027	0.940
2	BNI DANA Berkembang - NIBN001	0.016	1.164	0.458	0.054	0.048	0.882
3	Syailendra Equity Opportunity Fund - DESL125	0.010	1.166	0.253	-0.015	0.073	0.930
4	Pratama Saham - DEPR093	0.010	1.292	0.521	0.166	0.103	0.943
5	Fortis Ekuitas - DEF1020	0.004	1.144	0.111	-0.037	0.110	0.983
6	PARAMITRA PREMIUM - NIPA084	-0.023	1.195	0.695	-0.063	0.135	0.720
7	Reksa Dana Grow-2-Prosper - DECO116	0.008	0.923	0.425	0.124	0.318	0.825
8	DANAREKSA MAWAR - CIDA002	0.002	1.035	0.112	-0.074	0.452	0.967
9	Fortis Pesona Amanah - HSF1016	0.003	1.007	0.243	-0.090	0.453	0.956
10	Reliance Equity Fund - HSRL013	-0.002	1.137	0.442	-0.006	0.769	0.928
11	TRIM Kapital - NITR002	-0.001	1.161	0.253	0.039	0.845	0.972

Dari tabel 4-9 dapat dilihat bahwa ada 2 nilai *intercept* yang signifikan. Nilai *intercept* yang signifikan adalah nilai *intercept* untuk GMT Dana Ekuitas dan BNI Dana Berkembang. Dilihat dari *intercept*-nya yang bernilai positif, kedua Reksa Dana ini secara konsisten *outperform* market selama periode penelitian. Dalam hal ini kinerja GMT Dana Ekuitas secara konsisten *outperform* kinerja pasar secara keseluruhan sebesar 1% dan kinerja BNI Dana Berkembang secara konsisten *outperform* kinerja pasar secara keseluruhan sebesar 1.6%.

Akan tetapi, karena hanya dua Reksa Dana yang terbukti *outperform* market, tidak dapat dibuktikan bahwa *investment style* ini secara konsisten *outperform* market secara keseluruhan. Dengan kata lain, kinerja Reksa Dana yang berinvestasi pada portofolio *small caps* tidak terbukti dapat memberikan *abnormal return* dibandingkan dengan kinerja pasar secara keseluruhan.

Tabel 4-10

Kinerja Reksa Dana Saham Kelompok Portofolio Value Stock Berdasarkan Fama-French Three-Factor Model Tahun 2007-2010

No	Fund	Intercept	Koefisien Rmt-Rft	s_t	h_t	sig. Intercept	R^2
1	Schroder Dana Prestasi Plus - DESC018	0.006	0.975	-0.053	0.124	0.005	0.984
2	Schroder Dana Istimewa - HSSC004	0.006	0.984	-0.026	0.188	0.016	0.981

Tabel 4-10 memuat hasil nilai *intercept* dan signifikansinya untuk Reksa Dana yang dipengaruhi oleh faktor HML. Dari tabel tersebut dapat dilihat bahwa untuk kedua Reksa Dana yang dipengaruhi oleh koefisien HML memiliki nilai *intercept* yang signifikan. Nilai *intercept* yang positif berarti kinerja kedua Reksa Dana ini *outperform* kinerja pasar secara keseluruhan sebesar 0.6%. Kedua Reksa Dana ini memiliki investasi pada portofolio *value stock*. *Investment style* ini terbukti dapat *outperform* pasar secara keseluruhan.

Artinya pengelolaan investasi pada *value stock* secara konsisten terbukti dapat memberikan *abnormal return* dibandingkan dengan *return* pasar secara keseluruhan. Dengan kata lain, kinerja Reksa Dana yang berinvestasi pada portofolio *value stock* terbukti secara konsisten *outperform* kinerja pasar secara keseluruhan.

Universitas Indonesia

Tabel 4-11

Kinerja Reksa Dana Saham Kelompok Portofolio Kombinasi *Small-Cap Stock* dan *Growth Stock* Berdasarkan Fama-French *Three-Factor Model* Tahun 2007-2010

No	Fund	Intercept	Koefisien Rmt-Rft	s_t	h_t	sig. Intercept	R^2
1	TRIM Syariah Saham - DETR113	-0.013	1.154	0.362	-0.221	0.006	0.959
2	Mega Dana Saham - STME048	-0.005	1.111	0.284	-0.331	0.459	0.913

Tabel 4-11 memuat hasil nilai *intercept* dan signifikansinya untuk Reksa Dana kelompok portofolio kombinasi antara *small-cap stock* dan *growth stock*. Dari tabel tersebut dapat dilihat bahwa salah satu Reksa Dana dengan *investment style* ini memiliki *intercept* yang signifikan. Reksa Dana yang memiliki nilai *intercept* signifikan adalah TRIM Syariah Saham. Nilai *intercept* Reksa Dana Saham ini adalah -0.013. artinya kinerja TRIM Syariah Saham secara persisten *underperform* kinerja pasar secara keseluruhan sebesar 1.3%. Sama seperti Reksa Dana kelompok portofolio *small cap, style* ini juga tidak dapat dibuktikan memberikan *abnormal return*.

Tabel 4-12

Kinerja Reksa Dana Saham Kelompok Portofolio Kombinasi *Small-Cap Stock* dan *Value Stock* Berdasarkan Fama-French *Three-Factor Model* Tahun 2007-2010

No	Fund	Intercept	Koefisien Rmt-Rft	s_t	h_t	sig. Intercept	R^2
1	Panin Dana Maksima - DEPS007	0.015	0.947	0.293	0.272	0.020	0.886

Tabel 4-12 memuat hasil nilai *intercept* dan signifikansinya untuk Reksa Dana kelompok portofolio kombinasi antara *small-cap stock* dan *value stock*. Dari tabel tersebut dapat dilihat bahwa Reksa Dana dengan *investment style* ini, Panin Dana Maksima, memiliki *intercept* yang signifikan. Nilai *intercept* Reksa Dana Saham ini adalah 0.015. artinya kinerja Panin Dana Maksima secara persisten *outperform*

kinerja pasar secara keseluruhan sebesar 1.5%. *Investment style* ini terbukti dapat *outperform* pasar secara keseluruhan.

Artinya pengelolaan investasi pada portofolio kombinasi *small-cap stock* dan *value stock* secara persisten terbukti dapat memberikan *abnormal return* dibandingkan dengan *return* pasar secara keseluruhan. Dengan kata lain, kinerja Reksa Dana yang berinvestasi pada portofolio kombinasi *small-cap stock* dan *value stock* terbukti secara persisten *outperform* kinerja pasar secara keseluruhan.

Tabel 4-13

Kinerja Reksa Dana Saham yang Tidak Terpengaruh Faktor SMB dan HML Berdasarkan Fama-French *Three-Factor Model* Tahun 2007-2010

No	Fund	Intercept	Koefisien Rmt-Rft	st	ht	sig. Intercept	R ²
1	DANA EKUITAS ANDALAN - NIBH075	0.004	1.069	0.002	-0.016	0.044	0.986
2	LAUTANDHANA EQUITY - NILA093	-0.009	1.028	0.137	0.038	0.076	0.922
3	Phinisi Dana Saham - DEML013	0.004	1.024	-0.062	-0.016	0.095	0.978
4	Manulife Dana Saham - DEML046	0.003	1.035	-0.031	0.022	0.142	0.985
5	FORTIS INFRASTRUKTUR PLUS - CIFI034	0.004	1.150	0.083	-0.042	0.201	0.977
6	Reksa Dana Optima Saham - PEOK005	-0.006	0.869	0.063	-0.028	0.202	0.911
7	Bahana Dana Prima - DEBH001	0.003	1.142	0.049	-0.006	0.233	0.983
8	SAHAM BUMN - MAJI003	-0.008	1.031	0.179	0.040	0.244	0.872
9	REKSA DANA DANA EKUITAS PRIMA - CIBI	0.002	1.146	0.060	-0.013	0.436	0.982
10	First State Indoequity Sectoral Fund - DEFS074	0.003	1.072	-0.056	-0.125	0.480	0.957
11	Rencana Cerdas - DECP014	0.002	1.014	-0.011	-0.122	0.537	0.957
12	NIKKO SAHAM NUSANTARA - BNNK001	-0.002	0.804	0.146	-0.097	0.809	0.824
13	Mandiri Investa Atraktif - HSMA008	0.000	1.165	0.091	-0.114	0.888	0.976
14	First State Dividend Yield F - HSFS010	0.001	1.031	0.005	-0.078	0.888	0.952

Tabel 4-13 memuat nilai *intercept* dan signifikansinya untuk Reksa Dana Saham yang pengelolaannya tidak terpengaruh oleh baik faktor SMB maupun faktor HML. Dari tabel diatas dapat dilihat bahwa ada 1 nilai *intercept* yang signifikan. Nilai *intercept* yang signifikan adalah nilai *intercept* untuk Dana Ekuitas Andalan. Dilihat dari *intercept*-nya yang bernilai positif, Reksa Dana ini secara persisten *outperform* market selama periode penelitian. Dalam hal ini kinerja Dana Ekuitas Andalan secara persisten *outperform* kinerja pasar secara keseluruhan sebesar 0.4%.

Akan tetapi, karena hanya satu Reksa Dana yang terbukti *outperform* market, tidak dapat dibuktikan bahwa *investment style* ini secara persisten *outperform* market secara keseluruhan. Dengan kata lain, kinerja Reksa Dana yang portofolionya tidak

terpengaruh oleh faktor SMB dan HML tidak terbukti dapat memberikan *abnormal return* dibandingkan dengan kinerja pasar secara keseluruhan.

Penelitian mengenai kinerja Reksa Dana Saham karena pengaruh dari *investment style* yang dilakukan oleh Davis (2000) tidak dapat membuktikan adanya *abnormal return* yang persisten untuk semua *style* yang ditemukannya. Dalam penelitian tersebut tidak ada *investment style* yang secara konsisten memberikan *abnormal return*.



BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan analisis dan pembahasan yang telah dilakukan dalam penelitian ini, maka dapat ditarik beberapa kesimpulan yang sesuai dengan tujuan penelitian ini.

- a. Adanya pengaruh *investment style* terhadap Kinerja Reksa Dana.

Dalam pengelompokan Reksa Dana berdasarkan *investment style*, dari 30 Reksa Dana Saham yang menjadi objek penelitian, hasilnya ada 11 Reksa Dana Saham yang menggunakan instrumen investasi saham antara *small-cap stock*. Kemudian ditemukan juga ada 2 Reksa Dana yang memiliki portofolio investasi sebagian besar *value stock*.

Dalam pengelompokan tersebut juga ditemukan Reksa Dana dengan portofolio kombinasi. Dua Reksa Dana memiliki portofolio kombinasi antara *small-cap stock* dan *growth stock* dan satu Reksa Dana memiliki portofolio kombinasi antara *small-cap stock* dan *value stock*. Sisanya 14 Reksa Dana tidak menggunakan kedua *style* diatas.

Untuk Reksa Dana yang dipengaruhi oleh faktor kapitalisasi pasar, ditemukan bahwa semua sampel berinvestasi atau memiliki portofolio yang sebagian besar terdiri dari *small-cap stock*. Untuk *small-cap style*, penelitian ini tidak dapat membuktikan adanya *abnormal return* yang persisten untuk kelompok ini walaupun ada dua Reksa Dana yang terbukti *outperform market*.

Untuk Reksa Dana yang dipengaruhi oleh *book-to-market ratio*, ditemukan bahwa kedua Reksa Dana yang termasuk dalam kelompok *style* investasi ini berinvestasi atau memiliki portofolio yang sebagian besar adalah *value stock*.

Reksa Dana dalam kelompok *investment style* ini terbukti secara persisten memberikan *abnormal return* dibandingkan dengan pasar secara keseluruhan. Kinerja kedua Reksa Dana yang berinvestasi di portofolio *value stock* secara persisten *outperform* kinerja pasar secara keseluruhan.

Berikutnya adalah Reksa Dana yang dipengaruhi oleh faktor kapitalisasi pasar dan *book-to-market ratio*. Ada 2 Reksa Dana yang memiliki portofolio kombinasi antara *small-cas stock* dan *growth*. Untuk Reksa Dana yang memiliki portofolio kombinasi antara *small-cap stock* dan *growth stock*, tidak dapat dibuktikan adanya *abnormal return* dari Reksa Dana dibandingkan dengan *return* pasar secara keseluruhan.

Satu Reksa Dana Saham ditemukan memiliki portofolio kombinasi antara *small-cap stock* dan *value stock*. Reksa Dana tersebut adalah Reksa Dana Panin Dana Maksima. Reksa Dana ini terbukti secara persisten *outperform* kinerja pasar secara keseluruhan.

Terakhir adalah kelompok Reksa Dana yang tidak dipengaruhi oleh faktor kapitalisasi pasar dan *book-to-market ratio*. Ada 14 Reksa Dana yang termasuk dalam kelompok ini berdasarkan hasil analisis.

Penelitian yang dilakukan oleh James L. Davis (2000) juga membuktikan adanya pengaruh *style* terhadap kinerja Reksa Dana Saham. Dalam penelitiannya, Davis membuktikan bahwa ada pengaruh kuat antara faktor *investment style* yang dipilih oleh manajer investasi terhadap kinerja Reksa Dana kelolaannya.

Hasil penelitian ini dapat lebih baik membuktikan adanya pengaruh signifikan dari *investment style* terhadap kinerja Reksa Dana apabila dapat mengambil periode penelitian yang lebih panjang. Pendeknya periode data sampel yang diambil dalam penelitian ini dapat mempengaruhi data sampel menjadi kurang baik. Dalam periode antara tahun 2007 sampai dengan tahun 2010 tercatat lebih dari satu kali krisis ekonomi global yang mempengaruhi

pasar di dunia. Kejadian semacam itu dapat mempengaruhi data sampel sehingga analisis data menjadi kurang akurat.

Penelitian Davis menggunakan periode waktu yang panjang yaitu dari tahun 1965 sampai dengan 1998. Dengan menggunakan periode data yang lebih panjang, analisis data dapat menjadi lebih akurat dan tidak terlalu terpengaruh oleh penyimpangan-penyimpangan yang kadang-kadang muncul di waktu tertentu.

b. Adanya *abnormal return* yang dihasilkan oleh *investment style* tertentu.

Dari analisis kinerja Reksa Dana dalam Bab 4, ditemukan bahwa ada *investment style* tertentu yang secara persisten menghasilkan *abnormal return* dibandingkan dengan *return* pasar secara keseluruhan.

Kesimpulan kinerja untuk Reksa Dana dalam setiap kelompok *investment style* adalah kelompok Reksa Dana yang memiliki portofolio *small-caps stock* tidak terbukti menghasilkan *abnormal return*. Ada dua Reksa Dana yang kinerjanya secara persisten *outperform return* pasar secara keseluruhan. Tetapi karena tidak semua Reksa Dana dalam kelompok ini menghasilkan *abnormal return*, maka tidak dapat dibuktikan konsistensi dari *investment style* ini dalam menghasilkan *abnormal return*.

Kelompok Reksa Dana yang memiliki portofolio *value stock* terbukti menghasilkan *abnormal return*. Semua Reksa Dana dengan *investment style* ini secara persisten *outperform return* pasar secara keseluruhan. Artinya *investment style* ini dapat dibuktikan secara konsisten menghasilkan *abnormal return*.

Kelompok Reksa Dana yang memiliki portofolio kombinasi *small-cap stock* dan *growth stock* tidak terbukti menghasilkan *abnormal return*. Ada satu Reksa Dana yang kinerjanya secara persisten *outperform return* pasar secara keseluruhan. Tetapi karena tidak semua Reksa Dana dalam kelompok

ini menghasilkan *abnormal return*, maka tidak dapat dibuktikan konsistensi dari *investment style* ini dalam menghasilkan *abnormal return*.

Kelompok Reksa Dana yang memiliki portofolio kombinasi *small-cap stock* dan *value stock* terbukti menghasilkan *abnormal return*. Reksa Dana dengan *investment style* ini secara konsisten *outperform return* pasar secara keseluruhan. Artinya *investment style* ini dapat dibuktikan secara konsisten menghasilkan *abnormal return*.

Penelitian Davis tidak dapat membuktikan adanya *abnormal return* yang konsisten dari semua Reksa Dana Saham yang menjadi objek penelitian. Dalam penelitian tersebut tidak terbukti bahwa *investment style* tertentu dapat menghasilkan *abnormal return* secara konsisten. Perbedaan hasil penelitian Davis dengan penelitian ini disebabkan antara lain karena perbedaan perilaku pasar di Indonesia dan Amerika Serikat.

5.2 Saran Penelitian

Penelitian *investment style* ini dapat digunakan sebagai referensi bagi investor untuk menentukan pilihan investasinya di reksa dana saham. Dengan penelitian ini, investor diharapkan dapat memilih produk reksa dana yang sesuai dengan profil investasinya.

Selain dari bukti adanya *abnormal return* dari reksa dana yang dikelola secara aktif, investasi di reksa dana memiliki berbagai keuntungan lain yang telah disebutkan di bagian awal penelitian ini. Keuntungan tersebut antara lain lebih kecilnya biaya transaksi dan keuntungan dari kemudahan dalam alokasi aset.

Selain itu, hasil penelitian ini juga diharapkan dapat digunakan oleh manajer investasi yang Reksa Dana kelolaannya dijadikan objek dalam penelitian ini ataupun manajer investasi lain. Penelitian ini dapat digunakan oleh manajer investasi sebagai referensi untuk menilai kinerja dari *investment style* yang digunakannya. Penelitian

ini dapat juga dijadikan acuan dalam pemilihan *investment style* dalam mengelola Reksa Dana kelolaannya.

Untuk mendapatkan hasil yang lebih baik, penelitian selanjutnya agar dapat menggunakan interval periode waktu penelitian yang lebih lama. Hal itu dimaksudkan agar data yang diperoleh tidak terpengaruh oleh kondisi pasar yang kadang-kadang berbeda dengan kondisi umum. Misalnya kondisi krisis ekonomi global yang terjadi beberapa waktu yang lalu. Dengan menggunakan periode penelitian yang lebih panjang diharapkan data yang dihasilkan dapat menggambarkan keadaan sebenarnya dengan lebih baik.

Penelitian ini hanya menggunakan periode waktu 3 tahun yang di dalamnya ada periode terjadinya kondisi pasar yang abnormal. Kondisi pasar yang abnormal dapat membuat perbedaan dalam menggambarkan kondisi pasar. Kemudian data yang relatif sedikit dapat menggambarkan hasil yang kurang tepat. Data yang lebih banyak, dalam hal ini apabila penelitian ini meneliti periode waktu yang lebih panjang maka hasil penelitian mencerminkan keadaan sebenarnya dengan lebih baik.

DAFTAR PUSTAKA

- Bodie, Z & Kane, A & Marcus, A.J. (2002). *Investments*, International Edition, Mc Graw Hill Irwin.
- Fabozzi, F. J. (2002). *Manajemen investasi*, Jakarta: Salemba Empat,
- Husnan, S. (1994). *Dasar-dasar teori portofolio dan analisis sekuritas* (2nd ed). Yogyakarta: UPPAMP YKPN.
- Husnan, S. & Hermanto, S.B. (1998). *CAPM & strategi portofolio, kajian kondisi pasar di BEJ 1997*. Jakarta: Usahawan.
- Cahyono, J.E. (2002). *Cara jitu meraih untung dari reksa dana*. Jakarta: Gramedia.
- Davis, J.L. (2000). *Mutual fund performance and manager style*. Chicago: Dimensional.
- Jones, C.P. (2002). *Investments analysis and management* (8th ed). United States of America: John Wiley & Sons, Inc.
- Levin, R.I. & Rubin, D.S. (1998). *Statistics for management* (7th ed). New Jersey: Prentice Hall.
- Manurung, A.H. (2008). *Reksa dana investasiku*, Jakarta: Penerbit Buku Kompas.
- Manurung, A.H. & Berlian, C. (2004). *Portofolio investasi: studi empiris 1996-2003* (vol. 08 TH XXXIII). Jakarta: Usahawan.
- Reilly, F & Brown, K.C. (1997). *Investment analysis and portfolio management* (5th ed). United States of America: The Dryden Press.
- Sartono, A. (1998). *Manajemen keuangan dan teori aplikasi* (2nd ed). Yogyakarta: BPFE.
- Tandelilin, E. (2001). *Analisis dan manajemen portofolio*. Yogyakarta: BPFE.
- Van Horne, J.C. & Wachowicz, J.M. (1995). *Fundamental of financial management* (International Edition). United States of America: Prentice Hall.

www.kontan.co.id.

www.mscibarra.com.

www.bi.go.id.

www.finance.yahoo.com.

www.bapepam.go.id.



Lampiran 1
Output Regresi DEBH001

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: DEBH001 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,991 ^a	,983	,981	,014937985

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,405	3	,135	605,240	,000 ^a
	Residual	,007	32	,000		
	Total	,412	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: DEBH001 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,003	,003		1,215	,233
	Rmt-Rft	1,142	,028	,982	40,521	,000
	SMBt	,049	,040	,030	1,228	,228
	HMLt	-,006	,047	-,003	-,123	,903

- a. Dependent Variable: DEBH001 -Rft

Lampiran 2
Output Regresi NIBH075

Variables Entered/Removed^p

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: NIBH075 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,993 ^a	,986	,985	,012442423

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^p

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,350	3	,117	754,234	,000 ^a
	Residual	,005	32	,000		
	Total	,355	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: NIBH075 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,004	,002		2,099	,044
	Rmt-Rft	1,069	,023	,991	45,566	,000
	SMBt	,002	,033	,001	,046	,964
	HMLt	-,016	,039	-,009	-,404	,689

- a. Dependent Variable: NIBH075 -Rft

Lampiran 3
Output Regresi CIBH017

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: CIBH017 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,991 ^a	,982	,980	,015536627

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,410	3	,137	566,496	,000 ^a
	Residual	,008	32	,000		
	Total	,418	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: CIBH017 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,002	,003		,789	,436
	Rmt-Rft	1,146	,029	,979	39,097	,000
	SMBt	,060	,041	,037	1,448	,157
	HMLt	-,013	,049	-,007	-,276	,785

- a. Dependent Variable: CIBH017 -Rft

Lampiran 4
Output Regresi NIBN001

Variables Entered/Removed^p

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: NIBN001 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,939 ^a	,882	,871	,045894370

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^p

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,504	3	,168	79,709	,000 ^a
	Residual	,067	32	,002		
	Total	,571	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: NIBN001 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,016	,008		-2,059	,048
	Rmt-Rft	1,164	,087	,851	13,447	,000
	SMBt	,458	,122	,241	3,742	,001
	HMLt	,054	,144	,023	,373	,712

- a. Dependent Variable: NIBN001 -Rft

Lampiran 5
Output Regresi DECP014

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: DECP014 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,978 ^a	,957	,953	,021234927

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,321	3	,107	237,336	,000 ^a
	Residual	,014	32	,000		
	Total	,335	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: DECP014 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,002	,004		,624	,537
	Rmt-Rft	1,014	,040	,967	25,309	,000
	SMBt	-,011	,057	-,008	-,201	,842
	HMLt	-,122	,067	-,069	-1,820	,078

- a. Dependent Variable: DECP014 -Rft

Lampiran 6
Output Regresi DECO116

Variables Entered/Removed^p

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: DECO116 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,908 ^a	,825	,809	,046443690

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^p

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,326	3	,109	50,347	,000 ^a
	Residual	,069	32	,002		
	Total	,395	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: DECO116 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,008	,008		1,013	,318
	Rmt-Rft	,923	,088	,812	10,538	,000
	SMBt	,425	,124	,269	3,431	,002
	HMLt	,124	,146	,065	,850	,402

- a. Dependent Variable: DECO116 -Rft

Lampiran 7
Output Regresi CIDA002

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: CIDA002 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,984 ^a	,967	,964	,019111353

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,348	3	,116	317,440	,000 ^a
	Residual	,012	32	,000		
	Total	,360	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: CIDA002 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,002	,003		,762	,452
	Rmt-Rft	1,035	,036	,953	28,702	,000
	SMBt	,112	,051	,074	2,200	,035
	HMLt	-,074	,060	-,041	-1,236	,226

- a. Dependent Variable: CIDA002 -Rft

Lampiran 8
Output Regresi HSFS010

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: HSFS010 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,976 ^a	,952	,948	,022767182

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,331	3	,110	212,716	,000 ^a
	Residual	,017	32	,001		
	Total	,347	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: HSFS010 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,001	,004		,142	,888
	Rmt-Rft	1,031	,043	,967	24,020	,000
	SMBt	,005	,061	,003	,082	,936
	HMLt	-,078	,072	-,044	-1,093	,282

- a. Dependent Variable: HSFS010 -Rft

Lampiran 9
Output Regresi DEFS074

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: DEFS074 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,978 ^a	,957	,953	,022289857

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,353	3	,118	236,903	,000 ^a
	Residual	,016	32	,000		
	Total	,369	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: DEFS074 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,003	,004		,715	,480
	Rmt-Rft	1,072	,042	,975	25,490	,000
	SMBt	-,056	,059	-,037	-,950	,349
	HMLt	-,125	,070	-,068	-1,777	,085

- a. Dependent Variable: DEFS074 -Rft

Lampiran 10
Output Regresi DEFI020

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: DEFI020 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,991 ^a	,983	,981	,015241745

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,419	3	,140	601,073	,000 ^a
	Residual	,007	32	,000		
	Total	,426	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: DEFI020 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,004	,003		1,645	,110
	Rmt-Rft	1,144	,029	,968	39,784	,000
	SMBt	,111	,041	,068	2,733	,010
	HMLt	-,037	,048	-,019	-,777	,443

- a. Dependent Variable: DEFI020 -Rft

Lampiran 11
Output Regresi CIFI034

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: CIFI034 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,988 ^a	,977	,975	,017649468

a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,419	3	,140	448,795	,000 ^a
	Residual	,010	32	,000		
	Total	,429	35			

a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

b. Dependent Variable: CIFI034 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,004	,003		1,305	,201
	Rmt-Rft	1,150	,033	,970	34,562	,000
	SMBt	,083	,047	,050	1,753	,089
	HMLt	-,042	,056	-,021	-,752	,457

a. Dependent Variable: CIFI034 -Rft

Lampiran 12
Output Regresi HSFI016

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: HSFI016 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,978 ^a	,956	,952	,022606821

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,355	3	,118	231,294	,000 ^a
	Residual	,016	32	,001		
	Total	,371	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: HSFI016 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,003	,004		,759	,453
	Rmt-Rft	1,007	,043	,913	23,610	,000
	SMBt	,243	,060	,159	4,028	,000
	HMLt	-,090	,071	-,049	-1,266	,215

- a. Dependent Variable: HSFI016 -Rft

Lampiran 13
Output Regresi DEGM118

Variables Entered/Removed^p

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: DEGM118 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,970 ^a	,940	,935	,026437041

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^p

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,353	3	,118	168,584	,000 ^a
	Residual	,022	32	,001		
	Total	,376	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: DEGM118 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,010	,004		2,315	,027
	Rmt-Rft	1,001	,050	,902	20,075	,000
	SMBt	,284	,070	,184	4,023	,000
	HMLt	-,024	,083	-,013	-,292	,772

- a. Dependent Variable: DEGM118 -Rft

Lampiran 14
Output Regresi MAJI003

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: MAJI003 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,934 ^a	,872	,860	,040014381

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,348	3	,116	72,490	,000 ^a
	Residual	,051	32	,002		
	Total	,399	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: MAJI003 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,008	,007		-1,186	,244
	Rmt-Rft	1,031	,075	,901	13,658	,000
	SMBt	,179	,107	,113	1,678	,103
	HMLt	,040	,126	,021	,315	,755

- a. Dependent Variable: MAJI003 -Rft

Lampiran 15
Output Regresi NILA093

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: NILA093 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,960 ^a	,922	,915	,029969790

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,340	3	,113	126,003	,000 ^a
	Residual	,029	32	,001		
	Total	,368	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: NILA093 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,009	,005		-1,832	,076
	Rmt-Rft	1,028	,057	,936	18,188	,000
	SMBt	,137	,080	,090	1,715	,096
	HMLt	,038	,094	,021	,406	,687

- a. Dependent Variable: NILA093 -Rft

Lampiran 16
Output Regresi HSMA008

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: HSMA008 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,988 ^a	,976	,973	,018461736

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,438	3	,146	428,284	,000 ^a
	Residual	,011	32	,000		
	Total	,449	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: HSMA008 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,000	,003		,142	,888
	Rmt-Rft	1,165	,035	,961	33,461	,000
	SMBt	,091	,049	,054	1,857	,072
	HMLt	-,114	,058	-,056	-1,961	,059

- a. Dependent Variable: HSMA008 -Rft

Lampiran 17
Output Regresi DEML046

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: DEML046 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,992 ^a	,985	,983	,012548226

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,323	3	,108	682,855	,000 ^a
	Residual	,005	32	,000		
	Total	,328	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: DEML046 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,003	,002		1,505	,142
	Rmt-Rft	1,035	,024	1,000	43,754	,000
	SMBt	-,031	,033	-,022	-,929	,360
	HMLt	,022	,039	,013	,556	,582

- a. Dependent Variable: DEML046 -Rft

Lampiran 18
Output Regresi DEML013

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: DEML013 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,989 ^a	,978	,976	,014690142

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,314	3	,105	485,155	,000 ^a
	Residual	,007	32	,000		
	Total	,321	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: DEML013 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,004	,002		1,720	,095
	Rmt-Rft	1,024	,028	,998	36,947	,000
	SMBt	-,062	,039	-,043	-1,580	,124
	HMLt	-,016	,046	-,009	-,336	,739

- a. Dependent Variable: DEML013 -Rft

Lampiran 19
Output Regresi STME048

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: STME048 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,956 ^a	,913	,905	,037131956

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,466	3	,155	112,608	,000 ^a
	Residual	,044	32	,001		
	Total	,510	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: STME048 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,005	,006		-,749	,459
	Rmt-Rft	1,111	,070	,860	15,870	,000
	SMBt	,284	,099	,158	2,865	,007
	HMLt	-,331	,117	-,153	-2,835	,008

- a. Dependent Variable: STME048 -Rft

Lampiran 20
Output Regresi BNNK001

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: BNNK001 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,908 ^a	,824	,808	,038348548

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,221	3	,074	50,012	,000 ^a
	Residual	,047	32	,001		
	Total	,268	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: BNNK001 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,002	,007		-,244	,809
	Rmt-Rft	,804	,072	,858	11,112	,000
	SMBt	,146	,102	,112	1,429	,163
	HMLt	-,097	,121	-,062	-,802	,428

- a. Dependent Variable: BNNK001 -Rft

Lampiran 21
Output Regresi PEOK005

Variables Entered/Removed^p

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: PEOK005 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,954 ^a	,911	,902	,027078331

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^p

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,239	3	,080	108,779	,000 ^a
	Residual	,023	32	,001		
	Total	,263	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: PEOK005 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,006	,005		-1,304	,202
	Rmt-Rft	,869	,051	,937	17,020	,000
	SMBt	,063	,072	,049	,873	,389
	HMLt	-,028	,085	-,018	-,329	,744

- a. Dependent Variable: PEOK005 -Rft

Lampiran 22
Output Regresi DEPS007

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: DEPS007 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,941 ^a	,886	,875	,035200407

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,307	3	,102	82,701	,000 ^a
	Residual	,040	32	,001		
	Total	,347	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: DEPS007 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,015	,006		2,452	,020
	Rmt-Rft	,947	,066	,888	14,265	,000
	SMBt	,293	,094	,198	3,117	,004
	HMLt	,272	,111	,152	2,460	,019

- a. Dependent Variable: DEPS007 -Rft

Lampiran 23
Output Regresi NIPA084

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: NIPA084 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,849 ^a	,720	,694	,086563280

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,617	3	,206	27,443	,000 ^a
	Residual	,240	32	,007		
	Total	,857	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: NIPA084 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,023	,015		-1,532	,135
	Rmt-Rft	1,195	,163	,714	7,323	,000
	SMBt	,695	,231	,299	3,012	,005
	HMLt	-,063	,272	-,022	-,232	,818

- a. Dependent Variable: NIPA084 -Rft

Lampiran 24
Output Regresi DEPR093

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: DEPR093 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,971 ^a	,943	,938	,034110536

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,616	3	,205	176,488	,000 ^a
	Residual	,037	32	,001		
	Total	,653	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: DEPR093 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,010	,006		1,679	,103
	Rmt-Rft	1,292	,064	,884	20,089	,000
	SMBt	,521	,091	,257	5,733	,000
	HMLt	,166	,107	,068	1,549	,131

- a. Dependent Variable: DEPR093 -Rft

Lampiran 25
Output Regresi HSLR013

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: HSRL013 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,963 ^a	,928	,921	,034401501

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,485	3	,162	136,558	,000 ^a
	Residual	,038	32	,001		
	Total	,523	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: HSRL013 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,002	,006		-,296	,769
	Rmt-Rft	1,137	,065	,869	17,531	,000
	SMBt	,442	,092	,243	4,822	,000
	HMLt	-,006	,108	-,003	-,051	,960

- a. Dependent Variable: HSRL013 -Rft

Lampiran 26
Output Regresi HSSC004

Variables Entered/Removed^p

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: HSSC004 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,991 ^a	,981	,980	,013020742

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^p

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,286	3	,095	562,850	,000 ^a
	Residual	,005	32	,000		
	Total	,292	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: HSSC004 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,006	,002		2,552	,016
	Rmt-Rft	,984	,025	1,007	40,082	,000
	SMBt	-,026	,035	-,019	-,762	,452
	HMLt	,188	,041	,115	4,589	,000

- a. Dependent Variable: HSSC004 -Rft

Lampiran 27
Output Regresi DESC018

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: DESC018 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,992 ^a	,984	,982	,012093899

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,280	3	,093	637,800	,000 ^a
	Residual	,005	32	,000		
	Total	,285	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: DESC018 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,006	,002		3,032	,005
	Rmt-Rft	,975	,023	1,010	42,751	,000
	SMBt	-,053	,032	-,039	-1,630	,113
	HMLt	,124	,038	,076	3,252	,003

- a. Dependent Variable: DESC018 -Rft

Lampiran 28
Output Regresi DESL125

Variables Entered/Removed^p

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: DESL125 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,965 ^a	,930	,924	,032813425

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^p

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,461	3	,154	142,696	,000 ^a
	Residual	,034	32	,001		
	Total	,495	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: DESL125 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,010	,006		1,856	,073
	Rmt-Rft	1,166	,062	,916	18,847	,000
	SMBt	,253	,087	,143	2,887	,007
	HMLt	-,015	,103	-,007	-,144	,886

- a. Dependent Variable: DESL125 -Rft

Lampiran 29
Output Regresi NITR002

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: NITR002 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,986 ^a	,972	,970	,020050833

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,453	3	,151	375,486	,000 ^a
	Residual	,013	32	,000		
	Total	,466	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: NITR002 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,001	,003		-,197	,845
	Rmt-Rft	1,161	,038	,940	30,709	,000
	SMBt	,253	,053	,147	4,732	,000
	HMLt	,039	,063	,019	,612	,545

- a. Dependent Variable: NITR002 -Rft

Lampiran 30
Output Regresi DETR113

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	HMLt, Rmt-Rft, SMBt ^a	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: DETR113 -Rft

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,979 ^a	,959	,955	,026011734

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,501	3	,167	246,853	,000 ^a
	Residual	,022	32	,001		
	Total	,523	35			

- a. Predictors: (Constant), HMLt, Rmt-Rft, SMBt
b. Dependent Variable: DETR113 -Rft

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,013	,004		-2,958	,006
	Rmt-Rft	1,154	,049	,882	23,524	,000
	SMBt	,362	,069	,199	5,220	,000
	HMLt	-,221	,082	-,101	-2,696	,011

- a. Dependent Variable: DETR113 -Rft