





HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

Nama : Dyah Mardiasih

NPM : 0906499152

Tanda Tangan :

Tanggal : 01 Juli 2011

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh

Nama : Dyah mardiasih
NPM : 0906499152
Program studi : Pasar Modal
Judul Tesis : *Analisa Market Timing dan Stock Selection dan Pengaruh Harga Emas dan Harga Obligasi pada Excess Return Reksadana tahun 2006 - 2010*

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

DEWAN PENGUJI

Pembimbing :
(.....Tanda Tangan.....)

Pembimbing :
(.....Tanda Tangan.....)

Penguji :
(.....Tanda Tangan.....)

Penguji :
(.....Tanda Tangan.....)

Ditetapkan di :

Tanggal :

KATA PENGANTAR

Pertama-tama saya ingin mengucapkan terima kasih kepada Allah subhanawatala, tanpa nikmatNya yang diberikan kepada saya sehingga saya dapat menyelesaikan tesis ini yang merupakan salah satu syarat kelulusan untuk mendapatkan gelar Manajemen Magister di Jurusan Pasar Modal Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Saya juga ingin mengucapkan terima kasih kepada beberapa orang yang sangat membantu saya dalam menyelesaikan tesis, mereka adalah :

- Bapak Prof. Renald Khasali yang telah bersedia memberikan pengarahan dan bimbingan sehingga akhir kuliah saya di Magister Manajemen Universitas Indonesia dan lulus dengan hasil yang memuaskan.
- Bapak Prof. Adler Haymans Manurung yang telah bersedia menjadi pembimbing dan memberikan bimbingan dan menyediakan waktu sampai karya akhir ini berhasil di selesaikan dengan baik
- Arif Marendra, suami yang selalu mendukung saya dalam berbagai macam peristiwa sampai akhir nya saya menyelesaikan studi dengan hasil yang sangat memuaskan.
- Kedua orang tua saya, Bapak dan Ibu Saafroedin Bahar atas segala perhatian dan kasih sayang nya, juga kedua kakak saya Velly Saafrianti dan Saanti Indrayani atas support dan perhatian nya kepada saya.
- Seluruh teman di PMR 2009 atas bantuan dan waktu yang telah di lewati bersama dalam susah dan senang selama dua tahun terakhir.
- Teman belajar seperjuangan saya yaitu Farid, Yuyu, Tanti, Irvan, Orin, Emzo, thanks for info, fotokopian, traktiran starbucks dan seluruh waktu yang di berikan sampai penghujung waktu belajar kita, sukses semua yah teman-teman.
- Seluruh nya yang telah membantu yang nama nya tidak dapat saya sebutkan satu persatu.

HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI

TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS

=====

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

Nama : Dyah Mardiasih

NPM : 0906499152

Program Studi : Pasar modal

Departemen : Manajemen

Fakultas : Ekonomi

Jenis karya : Tesis

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

Analisa Market Timing dan Stock Selection dan Pengaruh Harga Emas dan Harga Obligasi pada Excess Return Reksadana Tahun 2006-2010

Beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan , mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (database), merawat, dan memublikasikan tugas akhir 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 : 01 Juli 2011

Yang menyatakan

(Dyah Mardiasih)



ABSTRAK

Nama : Dyah Mardiasih

Program Studi : MM Khusus – Pasar Modal

Judul : Analisa Market Timing dan Stock Selection dan Pengaruh Harga Emas dan Harga Obligasi pada Excess Return Reksadana tahun 2006-2010

Tesis ini meneliti kemampuan Manajer investasi dalam *market timing* dan *stock selection* dengan menggunakan regresi kuadratik yang di kembangkan oleh Treynor dan Mazuy dan melihat pengaruh dari harga emas dan obligasi terhadap *excess return* reksadana saham yang di jadikan objek penelitian. Dari 10 Reksadana tersebut hanya satu yang signifikan secara statistik dalam melihat kemampuan *market timing* Manajer Investasi. Dalam melihat kemampuan *stock selection* penelitian ini menghasilkan bahwa seluruh reksadana tidak signifikan secara statistik. Pengaruh harga emas secara signifikan berpengaruh positif terhadap satu reksadana. Sedangkan indeks Obligasi tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keseluruhan reksadana yang di jadikan sampel dalam penelitian.

Kata Kunci :

Market timing, stock selection, excess return, harga emas, harga obligasi

ABSTRACT

Name :DyahMardiasih
Study Program : Special MM - Capital Markets
Title : Analysis of Market Timing and Stock Selection and Gold Prices and Bond Price Effect on Excess Return of Stock Mutual Fund year 2006-2010

This thesis examines the ability of investment managers in market timing and stock selection using quadratic regressions that was developed by Treynor and Mazuy and to see the effect of gold prices and bond prices to the excess return on equity funds which are the objects of this research. Of the 10 mutual funds there is only one which is statistically significant in viewing of market timing ability of the Investment Managers. The other nine of the mutual funds shares can not be determined because the performance was not statistically significant in the excess return of mutual funds. In looking at the stock selection ability of this study resulted that all mutual funds are not statistically significant. The effect of gold price is significantly positive effect on Reksadana Panin Maksima Fund. Meanwhile, bond index has no significant effect on the overall mutual funds as the sample in this research.

Keywords:

Market timing, stock selection, excess return, gold prices, bond prices

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR	iv
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH.....	v
ABSTRAK.....	vi
ABSTRACT.....	vii
DAFTAR ISI.....	viii
DAFTAR GAMBAR	xii
DAFTAR TABEL.....	xiii
DAFTAR RUMUS.....	xv
BAB 1 PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Pembatasan Masalah	5
1.3 Tujuan Penelitian	6
1.4 Manfaat Penelitian	7
1.5 Metode Penelitian.....	7
1.6 Sistematika Penelitan	8
BAB 2 LANDASAN TEORI.....	10
2.1 Pengelolaan Portofolio Investasi.....	10
2.2 Efficient Market Hypotesis	14
2.3 Konsep Pengembalian	15
2.4 Konsep Risiko	16

2.5 Hubungan tingkat risiko dan return harapan	18
2.6 Portofolio Berisiko yang Optimal	19
2.7 Evaluasi Kinerja Portofolio.....	20
2.8 Risk Adjusted Performance.....	22
2.9 Capital Asset Pricing Model.....	28
2.10 Market Timing	32
2.11 Pengertian dan Mekanisme Kinerja Reksadana	34
2.12 Memilih Manajer Investasi	39
2.13 Perkembangan Reksadana di Indonesia	40
2.14 Emas dan Fungsi nya	42
2.14.1 Emas sebagai instrumen investasi.....	43
2.15 Obligasi	44
2.15.1 Obligasi sebagai Investasi	44
2.15.2 Obligasi di Indonesia	46
2.16 Penelitian dan Penemuan Terdahulu	47
BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN.....	51
3.1 Metode Penelitian.....	51
3.2 Metode Analisis	52
3.3 Definisi Operasional.....	55
3.3.1 Return Pasar	55
3.3.2 Tingkat Bunga SBI.....	55
3.3.3 Return Portofolio.....	56
3.3.4 Harga Emas	56
3.3.5 Indeks Obligasi.....	56
3.4 Periode Pengamatan	57
3.5 Objek Penelitian	57

3.6 Metode Pemilihan Sampel	57
3.7 Data yang Diperlukan	58
3.8 Teknik Pengumpulan Data	59
3.9 Pengujian Data dan Model	59
3.9.1 Uji Normalitas	59
3.9.2 Uji Autokorelasi	60
3.9.3 Uji Stasioneritas	62
3.9.4 Uji Heteroskedastis	62
3.9.5 Uji Signifikansi	63
BAB 4 ANALISA DATA	66
4.1 Pendahuluan	66
4.2 Statistik Deskriptif	67
4.2.1 Mean dan Median	69
4.2.2 Nilai Skewness	69
4.2.3 Nilai Kurtosis	70
4.3 Pengujian Data dan Uji Signifikansi	70
4.3.1 Pengujian Normalitas	70
4.3.2 Uji Autokorelasi	72
4.3.3 Uji Stasioneritas	74
4.3.4 Uji Heteroskedastisitas	75
4.3.5 Uji Signifikansi t	76
4.3.6 Uji F dan R^2	78
4.3.7 Reksadana Batavia Dana Saham	82
4.3.8 Reksadana BNP Paribas Ekuitas	85
4.3.9 Reksadana BNP Paribas Pesona	87
4.3.10 Reksadana Dana Ekuitas Andalan	89

4.3.11 Reksadana Makinta Mantap	92
4.3.12 Reksadana Manulife Dana Saham	95
4.31.3 Reksadana Panin Dana Maksima	97
4.3.14 Reksadana Phinisi Dana Saham	99
4.3.15 Reksadana Schroder Dana Istimewa	101
4.3.16 Reksadana Schroder Dana Prestasi Plus	103
4.4 Ranking Reksadana yang menggunakan Stock Slection dan Market Timing	105
4.5 Pengaruh harga emas dan harga obligasi terhadap excess return reksadana	107
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN.....	110
5.1 Kesimpulan	110
5.2 Saran.....	111
5.3 Implikasi Penelitian.....	112
DAFTAR PUSTAKA.....	114
LAMPIRAN.....	117

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Proses Pengelolaan Investasi.....	11
Gambar 2.2 Risiko Portofolio	17
Gambar 2.3 Hubungan Risiko dan Return Harapan.....	18
Gambar 2.4 Optimal Capital Allocation Line	20
Gambar 2.5 Penjelasan tentang bias dari Jensen Alpha.....	26
Gambar 2.6 Security Market Line (SML).....	31
Gambar 2.7 Mekanisme Kerja Reksadana	33
Gambar 2.8 Perbandingan Harga Emas dan Inflasi.....	43
Gambar 4.1 Statistik Durbin Watson d	73
Gambar 4.2 Grafik Pertumbuhan Return Reksadana Batavia Dana Saham.....	82
Gambar 4.3 Grafik Pertumbuhan Return Reksadana BNP Paribas Ekuitas.....	85
Gambar 4.4 Grafik Pertumbuhan Return Reksadana BNP Paribas Pesona	87
Gambar 4.5 Grafik Pertumbuhan Return Reksadana Dana ekuitas Andalan	89
Gambar 4. 6 Grafik Pertumbuhan Return Reksadana Makinta Mantap ...	90
Gambar 4.7 Grafik Pertumbuhan Return Reksadana Manulife Dana Saham.....	95
Gambar 4.8 Grafik Pertumbuhan Return Reksadana Panin Dana Maksima.....	97
Gambar 4.9 Grafik Pertumbuhan Reksadana Phinisi Dana Saham	99
Gambar 4.10 Grafik Pertumbuhan Return Reksadana Schroder Dana Istimewa	101
Gambar 4.11 Grafik Pertumbuhan Return Reksadan Schroder Prestasi Plus.....	103

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Tabel Matriks Keputusan Taktik Portofolio	13
Tabel 2.2 Kategori dan Tujuan Reksadana	36
Tabel 2.3 Perkembangan Reksadana di Indonesia.....	40
Tabel 3.1 Perhitungan Jensen Alpha – SML.....	58
Tabel 3.2 Tabel Uji Statistik Durbin – Watson d.....	58
Tabel 4.1 Tabel Deskriptif	68
Tabel 4.2 Ringkasan hasil uji Jarque-Berra	71
Tabel 4.3 Ringkasan Hasil Uji Durbin Watson.....	72
Tabel 4.4 Ringkasan hasil uji Augmented Dicky-Fuller (ADF) Test	74
Tabel 4. 5 Ringkasan Hasil Uji White	76
Tabel 4. 6 Ringkasan Hasil t-test	77
Tabel 4.7 Ringkasan Hasil Agresi.....	80
Tabel 4.8 Tabel Return Tertinggi dan Terendah Batavia Dana Saham	82
Tabel 4.9 Tabel Regresi Reksadana Batavia Dana Saham	83
Tabel 4.10 Tabel Return Terendah dan Tertinggi Reksadana BNP Paribas Ekuitas	85
Tabel 4.11 Tabel Regresi Reksadana BNP Paribas Ekuitas	86
Tabel 4.12 Tabel Return Terendah dan Tertinggi BNP Paribas Pesona ...	87
Tabel 4.13 Tabel Regresi Reksadana BNP Paribas Pesona	88
Tabel 4.14 Tabel Return Terendah dan Tertinggi Reksadana Dana Ekuitas Andalan	90
Tabel 4.15 Tabel Regresi Reksadana Dana Ekuitas Andalan	90

Tabel 4.16 Tabel Return Terendah dan Tertinggi Reksadana Makinta Mantap.....	92
Tabel 4.17 Tabel Regresi Reksadana Makinta Mantap	93
Tabel 4.18 Tabel Return Terendah dan Tertinggi Reksadana Manulife Dana Saham	95
Tabel 4.19 Tabel Regresi Reksadana Manulife Dana Saham	96
Tabel 4.20 Tabel Return Terendah dan Tertinggi Reksadana Panin Dana Maksima	97
Tabel 4.21 Tabel Regresi Reksadana Panin Dana Maksima.....	98
Tabel 4.22 Tabel Return Tertinggi dan Terendah Reksadana Phinisi Dana Saham	99
Tabel 4.23 Tabel Regresi Reksadana Phinisi Dana Saham.....	100
Tabel 4.24 Tabel Return Tertinggi dan Terendah Reksadana Schroder Dana Istimewa.....	101
Tabel 4.25 Tabel Regresi Reksadana Schroder Dana Istimewa	102
Tabel 4.26 Tabel Return Tertinggi dan Terendah Schroder Dana Prestasi Plus	103
Tabel 4.27 Tabel Regresi Reksadana Schroder Dana Prestasi Plus.....	104
Tabel 4.28 Tabel Ringkasan Nilai Alpha Reksadana.....	105
Tabel 4.29 Tabel Ringkasan nilai Beta ₂	106
Tabel 4.30 Tabel Hasil Regresi Emas, Bonds terhadap Excess Return Reksadana	108

DAFTAR RUMUS

Rumus 2.1 Indeks Sharpe.....	23
Rumus 2.2 Indeks Treynor.....	23
Rumus 2.3 Indeks Jensen	24
Rumus 2.4 Capital Asset Pricing Model.....	29
Rumus 2.5 Koefisien Beta.....	30
Rumus 2.6 Market Timing.....	32
Rumus 2.7 Regresi Kuadratik	32
Rumus 2.8 Regresi Variabel Dummy	33
Rumus 3.1 Regresi Kuadratik Treynor Mazuy.....	53
Rumus 3.2 Regresi yang di gunakan dalam Penelitian.....	54
Rumus 3.3 Return Pasar.....	55
Rumus 3.4 Return Portofolio	56
Rumus 3.5 Uji Statistik Jarque Berra.....	59
Rumus 3.6 Uji Statistik Durbin Watson	61

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Pengertian sederhana dari investasi adalah menempatkan uang atau dana dengan harapan untuk memperoleh tambahan atau keuntungan atas uang atau dana tersebut. Sebagai awal, sangat penting untuk memahami bahwa *no single investment is right for everyone*, hal inilah yang membuat setiap individu memilih investasi yang berbeda-beda (Suhartono & Qudsi, 2008). Setiap jenis investasi memiliki beberapa karakteristik tersendiri, dan diperlukan pertimbangan secara cermat untuk memilih aset untuk berinvestasi yaitu, tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected rate of return*), tingkat risiko (*rate of risk*), dan ketersediaan jumlah dana yang akan diinvestasikan (Pratomo & Nugraha, 2000). Pihak yang melakukan investasi dapat di kelompokkan ke dalam kelompok investasi pada aset riil dan finansial, di mana pemilik dana selalu mencari instrument investasi yang memberikan tingkat pengembalian yang tinggi (Manurung, 2006).

Portofolio investor secara sederhana merupakan sekumpulan koleksi aset investasi. Aset yang di investasikan dapat di kategorikan ke dalam kelas aset secara menyeluruh, seperti saham, obligasi, emas, deposito dan lain sebagainya. Investor memiliki dua tipe pengambilan keputusan dalam menentukan portofolionya, yang pertama adalah pengambilan keputusan alokasi aset (*asset allocation*) mana yang akan di jadikan investasi, dan yang kedua adalah keputusan pemilihan sekuritas (*security selection*) adalah pemilihan sekuritas mana yang akan di pegang di antara kelas-kelas aset yang tersedia tersebut (Bodie, Kane, & Marcus, 2009).

Salah satu kegiatan investasi yang dapat di pilih oleh investor adalah berinvestasi pada pasar modal. Pasar modal (*capital market*) pada prinsip nya merupakan pasar untuk sekuritas jangka panjang baik berbentuk hutang maupun ekuitas serta berbagai produk turunan nya. Dimana jenis sekuritas di pasar modal Indonesia di kelompokkan kedalam bentuk berikut, yaitu : sekuritas di pasar ekuitas, sekuritas di pasar obligasi, sekuritas di pasar derivatif, dan reksadana (Tandelilin, 2010).

Terdapat banyak faktor yang mempengaruhi pasar modal Indonesia, emas merupakan salah satu komoditi penting yang dapat mempengaruhi pergerakan bursa saham. Hal ini di didasari bahwa emas merupakan alternatif investasi yang cenderung aman dan bebas resiko (Sunariyah, 2006). Investasi di Emas bisa dalam beberapa jenis atau media emas seperti emas batangan, koin emas, tabungan emas, sertifikat emas, reksadana dengan underlying perusahaan pertambangan emas, maupun sampai dengan membeli kontrak berjangka komoditi emas. Jenis emas batangan adalah bentuk yang terbaik untuk investasi, karena di manapun dan kapan pun investor ingin menjual nya nilai nya akan selalu sama. Nilai ini mengikuti standar internasional yang berlaku nilai nya pada hari penjualan lagi. Oleh sebab itu, kenaikan harga emas akan mendorong penurunan indeks harga saham karena investor yang semula berinvestasi di pasar modal akan mengalihkan dana nya untuk berinvestasi di emas yang relatif aman daripada berinvestasi di bursa saham (Arumdati, 2011)

Selain emas, pilihan untuk investor adalah berinvestasi di obligasi. Adapun keuntungan obligasi adalah tingkat bunga yang lebih tinggi dibandingkan tingkat suku bunga deposito pada saat obligasi tersebut diterbitkan dan kerugiannya adalah ketika suku bunga deposito meningkat. Sedangkan resiko yang harus dihadapi dalam berinvestasi didalam obligasi, resiko paling besar adalah kemungkinan tidak dibayarnya pokok (*principal*) dari obligasi dan bunganya (Manurung, 2006), hal ini akan terjadi bila perusahaan tersebut mengalami masalah keuangan yang tidak diungkapkan ke publik, untuk

mengurangi resiko gagal bayar investor perlu memperhatikan rating obligasi yang dikeluarkan badan pemeringkat obligasi independen.

Menurut Undang – undang pasar modal no 8 tahun 1995, pasal 1 ayat (27), definisi Reksadana adalah wadah yang di pergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat Pemodal untuk selanjut nya di investasikan dalam portofolio efek oleh Manajer Investasi. Reksadana muncul karena pada umum nya pemodal mengalami kesulitan untuk melakukan investasi pada surat-surat berharga. Kesulitan yang di hadapi pemodal adalah dibutuhkan dana yang relatif besar, analisa dan memonitor kondisi pasar secara terus menerus yang menyita waktu. Reksadana memberikan manfaat untuk mengatasi kendala tersebut dengan cara menggabungkan sejumlah dana investasi, kemudian mempercayakannya kepada Manajer Investasi dan Bank Kustodian. Manajer Investasi akan menginvestasikan uang dari investor kepada beberapa sekuritas yang berbeda seperti obligasi, saham, atau apapun yang menjadi fokus dari reksadana tertentu (Pratomo & Nugraha, 2000).

Beberapa faktor mendorong perkembangan Reksadana di Indonesia, pertama adalah faktor pembebasan pajak atas investasi reksadana, ini membuat reksadana lebih menarik di bandingkan deposito atau obligasi. Faktor kedua yang menjadi pertimbangan investor dalam memilih reksadana adalah kenyataan suku bunga yang ada di tawarkan oleh deposito dan SBI semakin menurun, sehingga akan lebih menguntungkan untuk berinvestasi di reksadana yang memberikan pengembalian lebih besar. Reksadana saham adalah reksadana yang dana nya hampir seluruh nya pada saham dan sekitar 5 sampai 10 persen menginvestasikan pada kas atau pasar uang untuk menjaga adanya penarikan dari Investor (Manurung ,2006).

Menurut Suhartono & Qudsi (2008) pasar saham yang sangat fluktuatif membuat banyak investor merasa takut untuk berinvestasi pada saham. Tidak sedikit masyarakat memiliki persepsi bahwa investasi pada saham mempunyai

ketidakpastian spekulatif yang tinggi, bahkan cenderung seperti berjudi. Persepsi ini disebabkan oleh banyaknya investor Indonesia berorientasi jangka pendek, namun apabila dilihat dari sisi pengembalian nya, investasi pada saham menjanjikan pengembalian jangka panjang yang sangat menarik.

Di bandingkan jenis reksadana lain maka reksadana saham potensi pertumbuhan nilai investasinya lebih besar, namun demikian juga resikonya. Untuk jangka pendek, resiko berinvestasi pada saham adalah fluktuasi harga yang tidak menentu, dengan berinvestasi pada Reksadana Saham maka ini akan memberikan investor banyak manfaat, daripada melakukan investasi pada saham langsung. Ketika menginvestasikan uang dalam reksadana, investor perlu memikirkan beberapa indikator yang dapat membantu menjelaskan tentang komposisi dan kinerja masa lalu dari Reksadana. Sebelum melakukan pemilihan terhadap reksadana tertentu, investor perlu memikirkan untung dan rugi dari memilih suatu Reksadana (Suhartono & Qudsi, 2008).

Mengevaluasi Kinerja berdasarkan pengembalian rata-rata tidak memberikan hasil yang baik apabila resiko tidak dimasukkan di dalam pengukuran, sehingga investor dapat membandingkan dengan cara yang benar. Cara yang paling mudah dan banyak dipakai adalah dengan cara melakukan penyesuaian terhadap pengembalian dengan resiko dari portofolio dengan investasi lain yang memiliki resiko karakteristik yang sama (Bodie, Kane, & Marcus, 2009).

Pengelolaan portofolio aktif dengan melakukan pemilihan pada saham dengan cara memasukkan saham yang memberikan return yang tinggi, dan mengeluarkan saham yang memberikan kerugian pada portofolio sehingga mendapatkan tingkat pengembalian yang lebih baik dari pasar disebut kemampuan dalam *stock selection*. Sedangkan kemampuan manajer dalam memilih waktu yang tepat untuk melakukan pembelian dan penjualan saham dari portofolio reksadana disebut dengan kemampuan *market timing* (Manurung, 2006). Kedua unsur tersebut memiliki peran penting dalam kinerja portofolio secara keseluruhan. Treynor dan Mazuy (1966) mempertimbangkan bahwa

Manajer Investasi dapat memprediksi pasar dan mengubah portofolio mereka. Hal ini membuat garis karakteristik tidak lagi berupa garis lurus, melainkan berbentuk garis kurva. Mereka menemukan bahwa hanya 1 dari 57 reksadana dalam sampel mereka memiliki garis karakteristik menunjukkan kelengkungan menunjukkan bahwa tidak ada investor-profesional atau amatir-bisa menebak pasar.

Tesis ini akan berfokus kepada penelitian yang mengacu kepada model yang di kembangkan oleh Treynor Mazuy (1966) dengan sampel reksadana yang akan di analisis dalam periode tahun 2006 sampai dengan 2010 untuk melihat apakah Manajer Investasi yang mengelola Portofolio nya secara aktif dapat melampaui pengembalian yang di berikan pasar. Sampel yang akan di gunakan adalah Reksadana Saham yang di asumsikan menggunakan strategi aktif dalam pengelolaan portofolionya. Objek penelitian ini berdasarkan pada sifat yang melekat pada saham yang memberikan pengembalian yang tinggi, namun memiliki resiko yang tinggi pula.

Perkembangan reksadana yang signifikan inilah yang melatarbelakangi penelitian ini di lakukan, untuk mengetahui kinerja strategi aktif yang di miliki oleh Manajer Investasi dalam melakukan *market timing* dan kemampuan *stock selection*. Dan untuk melihat apakah harga obligasi dan harga emas mempengaruhi *excess return* dari setiap reksadana saham yang di jadikan sampel.

1.2 Pembatasan masalah

Investor dan Manajer Investasi selalu melakukan berbagai macam strategi untuk mendapatkan *return* yang dapat mengalahkan pasar. Dalam hal ini, Manajer Investasi berusaha untuk selalu mengevaluasi portofolio yang mereka buat agar dapat mencapai tujuan tersebut. Namun, pengembalian yang di dapatkan oleh setiap Manajer Investasi berbeda-beda. Ini di karenakan adanya perbedaan di dalam kemampuan setiap Manajer Investasi

dalam melakukan strategi aktif dalam hal ini adalah kemampuan dalam *market timing* dan *stock selection*. Lebih lanjut, penelitian akan melihat apakah harga obligasi dan harga emas dapat mempengaruhi return yang di berikan masing-masing reksadana.

Oleh karena itu, permasalahan yang akan di kemukakan dalam tesis ini adalah :

1. Bagaimana kemampuan manajer investasi dalam menggunakan market timing untuk mengelola reksadana saham
2. Bagaimana tingkat keberhasilan pemilihan stok (*stock selection*) yang dilakukan oleh manajer investasi dalam mengelola reksadana saham
3. Bagaimana pengaruh harga emas dan obligasi terhadap pengembalian reksadana

Penelitian ini akan berfokus kepada reksadana saham yang memiliki karakteristik tingkat volatilitas yang tinggi di bandingkan jenis reksadana lain, sehingga dapat di teliti perubahan dari setiap strategi yang di gunakan oleh manajer investasi, di mana yang akan di teliti tentang strategi aktif yang di lakukan oleh Manajer Investasi dalam melakukan manajemen dalam Portofolio nya.

1.3 Tujuan penelitian

Tesis ini akan meneliti Reksadana Saham yang menjadi sampel untuk menjawab beberapa pertanyaan berikut :

1. Manajer Investasi yang mengelola porotfolio nya secara aktif dapat melampaui performa pasar
2. Manajer Investasi memiliki kemampuan dalam market timing dalam mengelola portofolio nya
3. Manajer Investasi memiliki kemampuan dalam stock selection dalam mengelola portofolio nya

4. Pengaruh dari harga emas dan harga obligasi terhadap pengembalian Reksadana

1.4 Manfaat Penelitian

Tesis ini di harapkan dapat bermanfaat bagi :

1. Kalangan Akademik, di harapkan dapat memberikan suatu kontribusi mengenai kemampuan Manajer Investasi pada khusus nya dan Kinerja Reksadana pada umum nya
2. Bagi Investor, dapat melihat tentang kemampuan dari Manajer Investasi dalam melakukan strategi portofolio aktif nya dalam melakukan *market timing* dan *stock selection*, sehingga pemilihan reksadana yang akan di beli dapat berdasarkan suatu dasar yang kuat dalam pengukuran kinerja
3. Bagi Manajer Investasi, dapat di jadikan acuan untuk dapat memilih strategi yang lebih baik, agar bisa mencapai pengembalian portofolio yang lebih baik

1.5 Metode Penelitian

Metode yang di lakukan dalam melakukan penelitian karya akhir ini dengan menggunakan studi literatur dari Undang- Undang yang mengatur segala yang berkaitan dengan pasar modal termasuk reksadana, dan berbagai macam buku tentang investasi. Data- data yang di sajikan dalam penelitian ini di dapatkan melalui prospektus reksadana, jurnal ekonomi, artikel surat kabar dan website Investasi.

1.6 Sistematika Penelitian

Kerangka Penelitian dari karya akhir ini adalah sebagai berikut :

Bab I Pendahuluan

Bab ini berisi tentang latar belakang masalah, permasalahan, dan pembatasan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, metode penelitian, dan sistematika Penelitian yang akan di gunakan dalam karya akhir.

Bab II Latar belakang Teori dan Profil Reksadana

Bab ini berisi tentang Literatur yang menerangkan tentang topik dalam penelitian yang telah ada sebelum nya, penjelasan tentang Hipotesis Pasar Efisien (Efficient Market Hypotesis) dan bentuk nya. Bab ini juga akan berisi tentang teori yang di gunakan untuk mengukur kinerja reksadana yang telah di ketahui secara umum, dan pengetahuan dasar bagi investor yang belum memahami tentang evaluasi pada portofolio, ukuran dari kinerja yang menyesuaikan resiko akan membantu untuk memahami metode yang di sampaikan, Selain itu, akan di berikan pula gambaran tentang profil reksadana yang ada di Indonesia

Bab III Metodologi Penelitian

Dalam bab ini akan di bahas tentang metodoogi yang di gunakan dalam penelitian. Akan di jelaskan tentang populasi dan sampel penelitian, kriteria pemilihan sampel, sumber-sumber data, periode penelitian, variabel yang di analisis, dan metode statistik yang di gunakan dalam penelitian.

Bab IV Analisis dan Pembahasan

Dalam bab ini akan di kaji tentang hasil perhitungan model regresi yang di gunakan dalam penelitian dan melakukan analisis dan pembatasan yang menitikberatkan kepada kemampuan manajer investasi dalam melakukan strategi aktif melakukan market timing dan pemilihan sekuritas yang akan di masukkan ke dalam portofolio, serta pengaruh antara excess return reksadana dengan harga dari emas dan obligasi.

Bab V Kesimpulan dan Saran

Berisi tentang kesimpulan dan saran dari hasil analisis yang di peroleh dari penelitian ini.

BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1 Pengelolaan portofolio investasi

Menurut Fabozi (1995) ada lima tahapan dalam pengelolaan investasi yaitu :

- Penentuan tujuan investasi tergantung dari investor nya untuk memilih pengembalian dan resiko yang akan di hadapi
- Pembentukan kebijakan investasi untuk memenuhi tujuan investasi tersebut, Penentuan kebijakan investasi di mulai dengan penentuan alokasi aset.
- Pemilihan strategi portofolio yang di bagi menjadi Pengelolaan Portofolio aktif, dimana pengelolaan dilakukan dengan sering kali mengganti saham untuk mendapatkan tingkat pengembalian yang tinggi. Pengelolaan portofolio aktif selalu berkonsentrasi pada jumlah saham yang kecil dikenal dengan pemilihan saham (stock selection) dan melakukan perubahan keluar atau masuk dengan terdiversifikasi nya portofolio dikenal dengan pendekatan kondisi pasar (market timing)
- Pemilihan asset, tahapan ini mencoba untuk mendapatkan saham yang harga nya masih murah (undervalued)
- Pengukuran evaluasi kinerja dan resiko nya di hitung dan di bandingkan dengan patokan



Gambar 2,1 Proses Pengelolaan Investasi

Sumber : Manurung : reksadana investasi ku : 85

Dalam penentuan tujuan investasi semua tergantung dari investor, karena tergantung kepada pengembalian yang investor tersebut inginkan. Dalam tahap membentuk kebijaksanaan investasi, investor menggunakan berbagai macam strategi untuk memenuhi tujuan investasi, dimulai dengan melakukan alokasi asset, lalu memilih batasan sesuai resiko dan berbagai macam regulasi yang ada. Dalam hal alokasi asset ada tiga pendekatan yang berlaku saat ini yaitu (Manurung, 2007) :

- Asset alokasi strategis
Merupakan hasil konsekuensi dari optimisasi *means-variance* dimana aset alokasinya untuk jangka panjang, Dalam hal ini tidak adanya keputusan berdasarkan kondisi pasar.
- Aset alokasi taktis
Pendekatan ini mempunyai pandangan bahwa manajer dapat mengalahkan pasar, disamping itu umumnya manajer investasi tidak mempunyai

konsesus dalam keadaan pasar di masa mendatang, bahkan dapat dikatakan bahwa pasar dalam keadaan inefisien, untuk dapat mengalahkan pasar, manajer investasi menggunakan kondisi pasar (*market timing*). Pendekatan ini merekomendasikan perdagangan kontrarian dimana penganut strategi ini merekomendasikan pembelian (penjualan asset) ketika pasar turun (naik).

- Aset alokasi dinamis

Melakukan proteksi terhadap arus pendapatan portofolio dan mencoba menghilangkan *downside risk* yang dihadapi portofolio, maka kunci dari pendekatan ini adalah pengendalian resiko.

Pemilihan strategi portofolio terbagi menjadi dua yaitu (Manurung, 2007) :

- Pengelolaan portofolio aktif

Dalam strategi ini periode pengelolaan sangatlah temporer dimana manajer investasi sering kali mengganti saham untuk mendapatkan tingkat pengembalian yang tinggi. Dalam hal ini manajer investasi tidak rugi jika melakukan cut loss jika ada saham lain yang menjanjikan tingkat pengembalian yang tinggi dibandingkan saham yang dimiliki saat ini. Pengelolaan portofolio aktif selalu berkonsentrasi pada jumlah saham yang kecil dikenal dengan pemilihan saham atau *stock selection* dan melakukan perubahan keluar atau masuk dengan terdiversifikasinya portofolio dikenal dengan pendekatan kondisi pasar atau *market timing*. Oleh karenanya, pekerjaan manajer investasi bukanlah meramalkan tingkat pengembalian secara akurat tetapi meramalkan secara akurat dibandingkan tingkat pengembalian pasar.

- Pengelolaan portofolio pasif

Dalam strategi ini diasumsikan bahwa pasar adalah efisien, dan akibatnya manajer investasi tidak dapat sukses dalam mengelola portofolio dengan menggunakan pendekatan kondisi pasar (*market timing*) dan pemilihan saham (*stock selection*), oleh karenanya portofolio harus sangat

terdiversifikasi dengan tingkat resiko yang sudah ditentukan sebelumnya, dan saham-saham yang menjadi portofolio tidak banyak berubah untuk jangka panjang.

Pemilihan asset setelah strategi portofolio dipilih, dalam hal ini pengetahuan pemilihan saham terutama untuk strategi portofolio aktif dalam tahapan ini manajer investasi berusaha membentuk portofolio efisien yang akan memberikan tingkat pengembalian tinggi pada tingkat resiko tertentu atau resiko terendah dengan tingkat pengembalian tertentu.

Pengukuran dari kinerja portofolio dan resikonya dihitung dan dibandingkan dengan patokan atau benchmark. Pemilihan patokan harus hati-hati. Hasil yang diperoleh dibandingkan dengan patokan sehingga kelihatan bahwa manajer investasi outperform atau underperform (Manurung, 2007).

Tabel 2.1 Matriks Keputusan Taktik Portofolio

Kemampuan Menilai	Kemampuan Meramalkan Pasar	
	Bagus (Good)	Lemah (Poor)
Sekuritas Undervalue		
Bagus (Good)	1, Konsentrasi pada sejumlah saham yang undervalue	1, Konsentrasi pada sejumlah saham yang undervalue
	2, Ubah risiko saham (beta) keatas dan kebawah rata-rata jangka panjang berdasarkan ramalan pasar	2, Pertahankan beta stabil pada tingkat yang diharapkan dalam jangka panjang
Lemah (Poor)	3, Investasi dengan diversifikasi yang sangat luas (saham terdaftar)	3, Investasi dengan diversifikasi yang sangat luas (saham terdaftar)
	4, Ubah risiko saham (beta) ke atas dan ke bawah rata-rata jangka panjang berdasarkan Ramalan Pasar	4, Pertahankan beta stabil pada tingkat yang diharapkan dalam jangka panjang

Sumber : Reksadana Investasi ku : Manurung hal,88

2.2 *Efficient Market Hypothesis*

Fama (1970), mengklasifikasikan bentuk pasar yang efisien ke dalam tiga *Efficient Market Hypotesis (EMH)* sebagai berikut :

- *Weak form Hypothesis*

Pasar Efisien dalam bentuk lemah berarti semua informasi di masa lalu (historis) akan tercermin dalam harga yang terbentuk sekarang. Oleh karena itu, informasi historis tersebut (seperti harga dan volume perdagangan, serta peristiwa di masa lalu) tidak bisa lagi di gunakan untuk memprediksi perubahan harga di masa yang akan datang, karena sudah tercermin pada harga saat ini. Implikasi nya adalah bahwa investor tidak akan bisa memprediksi nilai pasar saham di masa mendatang dengan menggunakan data historis, seperti yang di lakukan dalam analisis teknikal

- *Semi strong form hypothesis*

Pasar efisien dalam bentuk setengah kuat berarti harga pasar yang terbentuk sekarang telah mencerminkan informasi historis di tambah dengan semua informasi yang di publikasikan (seperti *earning*, dividen, pengumuman *stock split*, penerbitan saham baru, kesulitan keuangan yang dialami perusahaan, dan peristiwa-peristiwa publikasi lain nya yang berdampak kepada aliran kas perusahaan di masa mendatang). Pada pasar efisien bentuk setengah kuat, *return* tak normal hanya terjadi di seputar pengumuman (publikasi) suatu peristiwa sebagai representasi dari respon pasar terhadap pengumuman tersebut. Suatu pasar di nyatakan efisien dalam bentuk setengah kuat jika informasi terserap atau di respon dengan cepat oleh pasar (dalam satu hingga dua spot waktu atau hari di seputar pengumuman). *Return* tak normal yang terjadi berkepanjangan (lebih dari tiga spot waktu) mencerminkan sebagian respon pasar terlambat dalam menyerap atau menginterpretasi informasi, dan dengan demikian di anggap pasar tidak efisien dalam bentuk setengah kuat.

- *Strong form hypothesis*

Pasar Efisien dalam bentuk kuat berarti harga pasar saham yang terbentuk sekarang telah mencerminkan informasi historis di tambah semua informasi yang di publikasikan ditambah dengan informasi yang tidak di publikasikan. Pada pasar efisien dalam bentuk kuat, tidak akan ada seorang investor pun akan mendapatkan *return* abnormal.

Jika hipotesis pasar efisien merupakan sesuatu yang dapat di buktikan di dunia nyata, maka investor tidak perlu melakukan pemilihan saham secara selektif, di karenakan harga sudah mencerminkan seluruh informasi yang tersedia (dalam hipotesis bentuk kuat) (Tandelilin, 2010). Hipotesis pasar yang efisien akan berpendapat bahwa daripada berinvestasi di dalam Reksadana yang di kelola secara aktif dengan biaya atau *fee* yang mahal, maka sebaiknya investor melakukan strategi *buy and hold* dan menggunakan indeks Fund. Meskipun begitu, manajemen portofolio dalam pasar yang efisien masih di perlukan, karena investor mempunyai beragam karakteristik dan tingkat penghindaran resiko yang berbeda-beda. Selain itu peran dari Manajer Investasi dalam pasar yang efisien adalah untuk membentuk suatu portofolio yang memenuhi segala kriteria dari investor untuk mengalahkan pasar (Bodie, Marcus & Kane, 2009).

2.3 Konsep Pengembalian (*Return*)

Return adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh investor atas suatu investasi yang dilakukannya. Tanpa adanya keuntungan yang dapat dinikmati dari suatu investasi, tentunya pemodal tidak akan melakukan investasi. Jadi setiap investasi baik jangka panjang maupun jangka pendek mempunyai tujuan utama mendapatkan keuntungan yang disebut *return* baik langsung maupun tidak, (Suhartono & Qudsi, 2008)

Komponen *return*:

- *Current income*

Adalah keuntungan yang diperoleh melalui pembayaran yang bersifat periodik seperti pembayaran bunga, deposito, bunga obligasi, dividen dan sebagainya, Keuntungan biasanya diterima dalam bentuk kas atau setara kas sehingga dapat diuangkan secara cepat misalnya kupon bunga obligasi, dividen tunai.

- *Capital gain*

Keuntungan yang diterima karena adanya selisih untung antara harga jual dan harga beli suatu instrumen investasi. Jika *current income* ditambah *capital gain/loss* maka jumlahnya disebut *total return* yang artinya adalah jumlah pendapatan lancar dan selisih harga pembelian dengan penjualan yang diterima dari suatu investasi untuk jangka waktu tertentu.

2.4 Konsep Risiko

Pada situasi ketidakpastian, pemodal hanya dapat mengharapkan tingkat keuntungan yang akan diperoleh, namun mereka tidak dapat mengetahui dengan pasti tingkat keuntungan yang akan diperoleh. Ketidakpastian atau risiko investasi tersebut diukur dengan penyebaran nilai tingkat keuntungan yang diharapkan. Ukuran penyebaran ini adalah deviasi standar (*variance*). Risiko dapat berkurang apabila investor memasukkan aset yang kurang berkorelasi di dalam portofolio diantara aset yang besar dan berbeda-beda. (Tandelilin, 2010)

Risiko dalam investasi dapat di bagi menjadi dua (Brealey dan Myers, 2003)

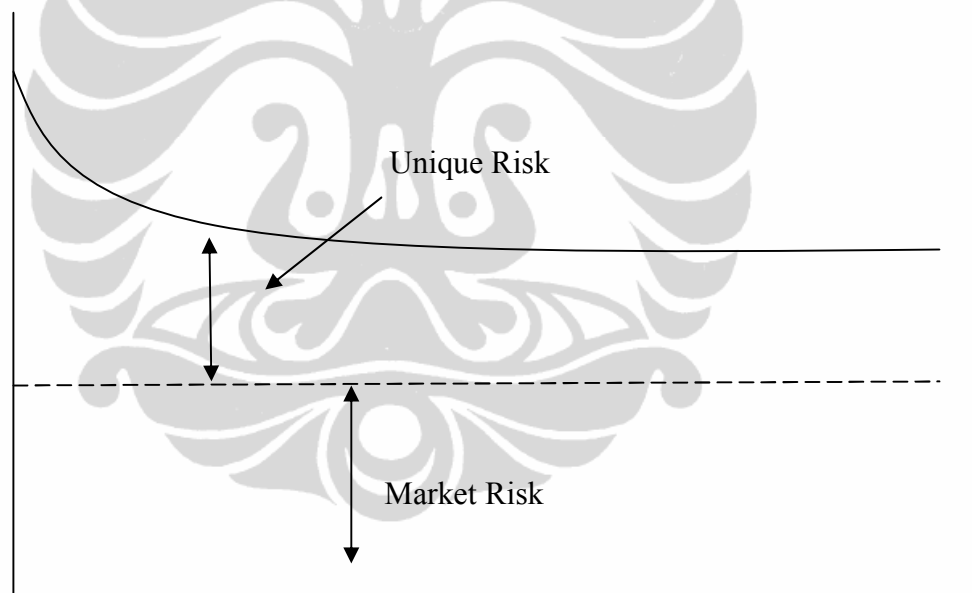
- *Systematic Risk* atau Risiko Sistematis

Risiko ini merupakan risiko yang timbul berdasarkan keadaan faktor –faktor di dalam makroekonomi, seperti siklus bisnis, inflasi, suku bunga, dan nilai tukar. Karena terjadi di dalam makroekonomi, risiko ini sulit untuk di prediksi, tetapi semua nya mempengaruhi nilai pengembalian saham. Risiko sistematis mengukur korelasi antara *return* dari portofolio dengan *return* yang di hasilkan

pasar. Dalam portofolio yang terdiversifikasi dengan baik dikenal dengan risiko sistematis di kenal dengan Beta yang di ukur berdasarkan kesensitifitasnya terhadap pergerakan pasar.

- *Unsystematic Risk* atau Risiko Tidak Sistematis

Risiko ini merupakan risiko yang timbul berasal dari dalam perusahaan, dan hanya berpengaruh pada risiko spesifik perusahaan yang berpengaruh pada *return* yang di hasilkan oleh perusahaan tersebut. Risiko ini dapat di diversifikasikan karena berasal dari dalam perusahaan sendiri, bukan berasal dari faktor makroekonomi seperti *Systematic Risk*. Investor dapat mendiversifikasikan risiko ini dengan cara berinvestasi ke dalam perusahaan yang berbeda-beda, sehingga risikonya dapat berkurang.



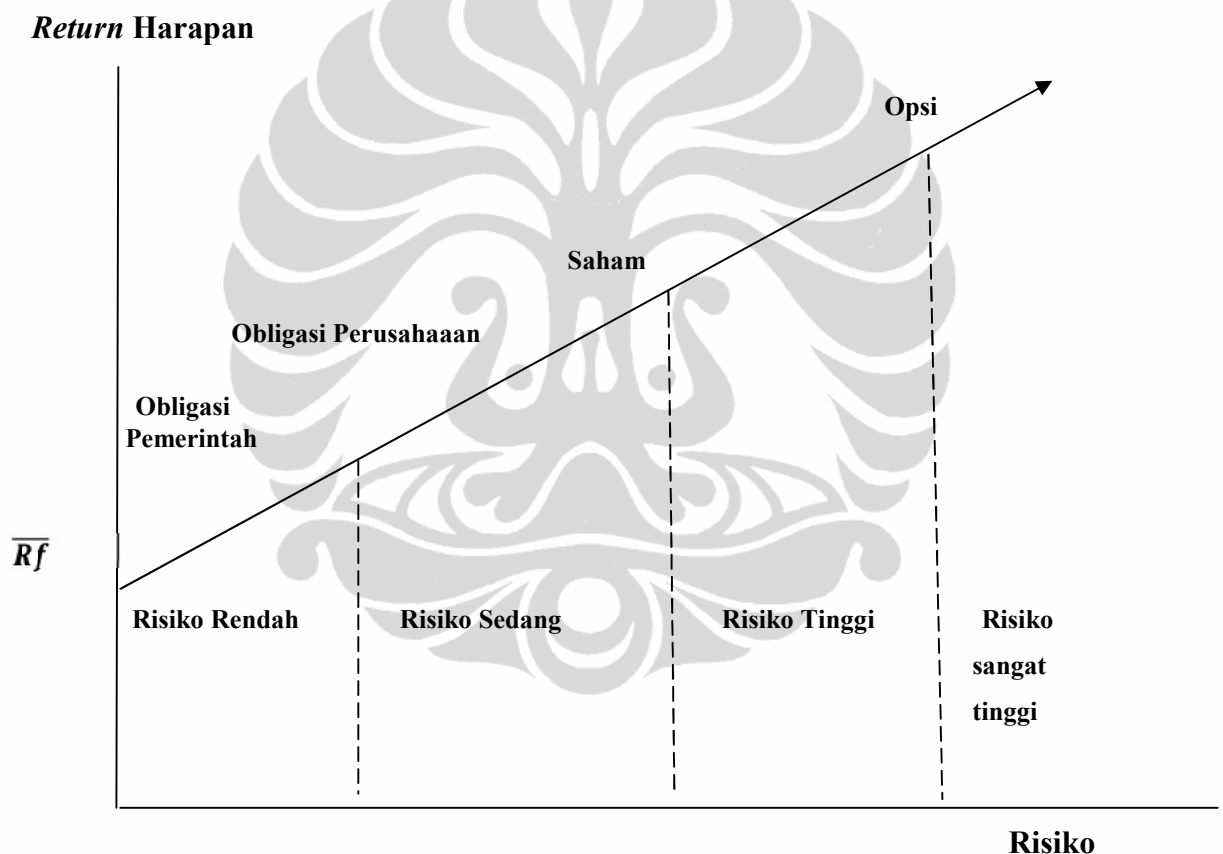
Gambar 2.2 Risiko Portofolio

Sumber : Bodie, Kane & Marcus (2009), Investment hal :196

2.5 Hubungan Tingkat Risiko dan Return Harapan

Hubungan antara tingkat risiko dan *return* harapan merupakan hubungan yang bersifat searah dan linier. Artinya semakin besar risiko suatu aset, semakin besar pula *return* harapan atas aset tersebut, dan juga sebaliknya. (Tandelilin, 2010)

Gambar berikut akan menerangkan hubungan antara *return* harapan dan risiko pada berbagai jenis aset yang mungkin bisa di jadikan alternatif investasi (Tandelilin, 2010)



Gambar 2.3 Hubungan Risiko dan *Return* Harapan

Sumber : Tandelilin (2010), Portofolio dan Investasi hal : 11

Garis Vertikal dalam gambar tersebut diatas menunjukkan besarnya tingkat *return* harapan dari masing-masing jenis aset, sedangkan garis horizontal

memperlihatkan risiko yang di tanggung investor. Titik R_f pada gambar di atas menunjukkan tingkat *return* bebas risiko (*risk free*), R_f pada gambar di atas menunjukkan satu pilihan investasi yang menawarkan tingkat *return* harapan sebesar R_f dengan risiko sebesar nol. Selanjut nya obligasi pemerintah terlihat mempunyai risiko yang cenderung rendah dan tingkat *return* harapan yang tidak terlalu tinggi. Sedangkan di sisi lain, bila investor memilih untuk berinvestasi pada opsi, maka risiko yang akan di tanggung merupakan risiko yang tinggi, dan tingkat *return* harapan yang juga tinggi. Kesimpulan yang bisa di tarik dari pola hubungan antara risiko dan *return* adalah bahwa risiko dan *return* harapan mempunyai hubungan yang searah dan linear (Tandelilin :2010). Artinya, semakin tinggi risiko suatu aset, semakin tinggi pula tingkat *return* harapan dari aset tersebut dan sebaliknya.

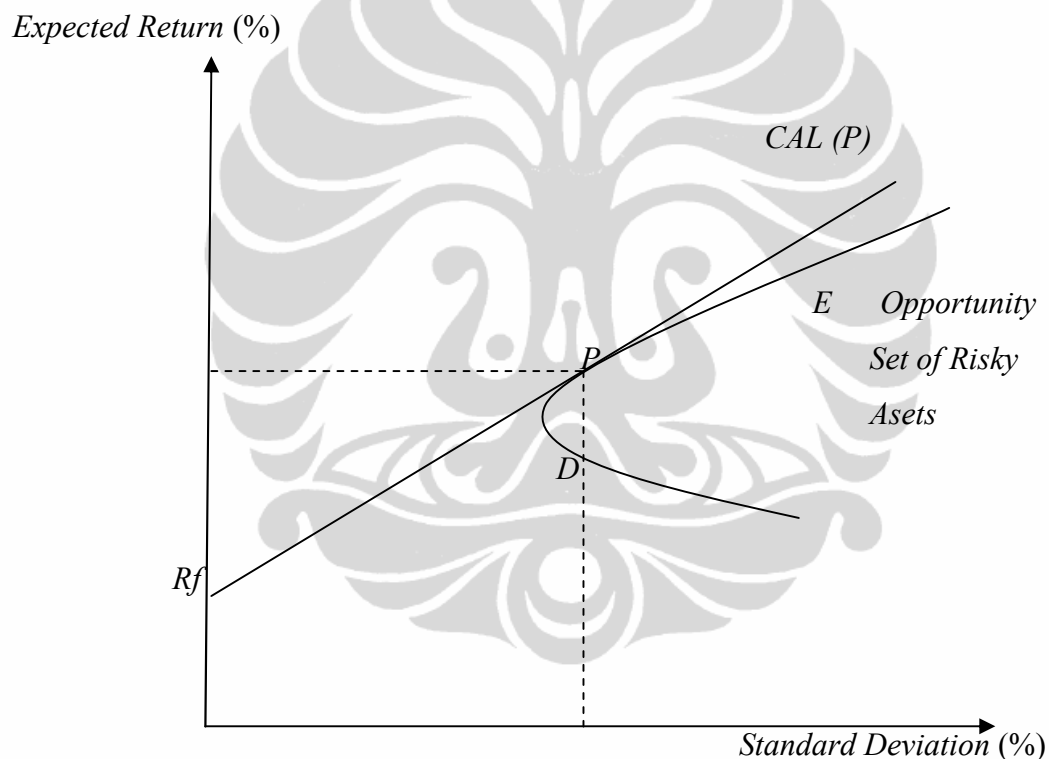
2.6 Portofolio Berisiko yang Optimal

Pemilihan Investasi dapat di gambarkan sebagai proses dari atas kebawah sebagai berikut (Bodie,Kane & Marcus 2009) :

- Alokasi modal antara portofolio yang berisiko dan aset bebas risiko
- Alokasi aset antara berbagai macam kelas-kelas aset
- Pemilihan sekuritas dari setiap aset individual dari setiap kelas aset

Dalam pendekatan Markowitz (Bodie, Kane & Marcus, 2009), pemilihan portofolio investor didasarkan pada preferensi terhadap *return* harapan dan risiko masing-masing pilihan portofolio. Portofolio yang efisien adalah portofolio yang menyediakan *return* maksimal bagi investor dengan tingkat risiko tertentu, atau portofolio yang menawarkan risiko terendah dengan tingkat *return* tertentu. Sedangkan portofolio optimal adalah portofolio yang di pilih investor dari sekian banyak pilihan yang ada pada portofolio efisien. Pemilihan portofolio optimal di dasarkan pada preferensi investor terhadap *return* harapan dan risiko yang di tunjukan oleh kurva indiferen.

Dalam gambar di bawah dapat kita lihat portofolio yang berada pada kurva adalah portofolio yang efisien, atau di sebut dengan permukaan efisien (*efficient frontier*), di mana kombinasi dari aset-aset ini akan membentuk portofolio yang efisien. Portofolio yang optimal adalah portofolio *P*, di sebabkan *return* harapan dan risiko yang sesuai dengan pilihan investor. Portofolio *D* tidak optimal karena tidak memiliki *return* yang tinggi apabila di dibandingkan dengan Portofolio *P*, akan tetapi memiliki risiko yang sama, sehingga bagi investor, pilihan portofolio *D* tidak menarik.



Gambar 2.4 Optimal Capital Allocation Line & Optimal Portfolio

Sumber : Bodie, Kane & Marcus (2009), Investments hal: 206

2.7 Evaluasi Kinerja Portofolio

Kinerja yang unggul dimasa lalu mungkin adalah hasil dari nasib baik, yang mana kinerja seperti itu jangan diharap terus berlanjut di masa depan. Disisi lain, kinerja yang unggul di masa lalu bisa saja berasal dari keahlian-keahlian tingkat

tinggi manajer investasi. Sebaliknya, kinerja masa lalu yang buruk bisa saja disebabkan oleh nasib buruk, tapi mungkin juga akibat dari *turnover* yang berlebihan, *fee* manajemen yang tinggi atau biaya lain yang berkaitan dengan manajemen investasi yang tidak ahli. Kemungkinan-kemungkinan itu menyarankan bahwa tugas pertama pada evaluasi kinerja adalah berusaha menentukan apakah kinerja masa lalu tergolong unggul atau kinerja seperti itu disebabkan oleh keahlian atau nasib (Tandelilin, 2010)

Ide penting atas evaluasi kinerja adalah membandingkan imbal hasil yang diperoleh oleh manajer investasi melalui manajemen aktif dengan imbal hasil yang diperoleh klien jika memilih portofolio investasi alternatif. Alasan perbandingan ini adalah kinerja seharusnya dievaluasi atas dasar relatif bukan berdasarkan tingkat *absolute*. Untuk menyebut kinerja manajer sebagai unggul atau *inferior* diperlukan imbal hasil atas portofolio yang sama yang dikelola secara aktif atau pasif untuk perbandingan. Dalam menentukannya investor harus yakin bahwa portofolio tersebut relevan, layak dan diketahui sebelumnya yang berarti portofolio itu harus menunjukkan portofolio alternatif yang mungkin seharusnya dipilih sebagai investasi bukannya portofolio yang akan dievaluasi itu sendiri (Bodie, Marcus & Kane, 2009).

Pada pasar investasi yang telah berkembang, dan likuiditas masing-masing jenis atau instrumen investasi yang tinggi, akan ada suatu indeks pasar untuk masing-masing jenis instrumen tersebut. Indeks pasar ini merupakan indikator kinerja secara agregat untuk suatu jenis instrumen (atau portofolio tertentu). Di Indonesia, khususnya untuk pasar saham, indeks yang di kenal adalah Indeks Harga Saham Gabungan, yang di keluarkan oleh Bursa Efek Jakarta. Indeks tersebut sudah sering di gunakan sebagai tolok ukur atau pembanding dari kinerja suatu portofolio saham atau Reksadana yang berorientasi pada saham.(Pratomo&Nugraha, 2000)

Penggunaan tolok ukur dalam pengukuran kinerja Reksadana di maksudkan untuk membandingkan apakah kinerja Reksadana yang di kelola oleh Manajer Investasi dapat mengalahkan (*outperform*) pasar, atau di kalahkan (*underperform*)

oleh pasar. Untuk dapat di bandingkan dengan suatu tolok ukur, ada tiga hal yang perlu di perhatikan, yakni jenis instrumen, perpajakan, serta periode waktu yang sama (Pratomo & Nugraha, 2000).

2.8 *Risk-Adjusted Performance*

Menurut (Bodie, Kane & Marcus 2009), mengevaluasi kinerja berdasarkan rata-rata pengembalian tidak terlalu bermanfaat. *Return* atau pengembalian harus di sesuaikan dengan risiko sebelum dapat di bandingkan secara bermanfaat. Hal yang paling sederhana dan cara yang paling populer adalah dengan cara menyesuaikan *return* untuk risiko portofolio adalah dengan mengkompensasikan nilai pengembalian dengan investasi lain dengan karakteristik risiko yang sama. Metode dari evaluasi kinerja portofolio berdasarkan risiko menggunakan kriteria *mean-variance* dapat di ketahui secara simultan sesuai dengan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Dengan cara ini melakukan perbandingan kinerja oleh berbagai manajer Investasi merupakan langkah awal, akan tetapi pembobotan ini akan menghasilkan sesuatu yang tidak akurat karena beberapa portofolio tidak dapat di perbandingkan secara langsung, Oleh karena itu perhitungan kinerja dengan memasukkan rata-rata risiko lebih di sukai.

Terdapat tiga model evaluasi kinerja portofolio dengan menyesuaikan risiko adalah sebagai berikut :

- ***Indeks Sharpe***

Indeks Sharpe di kenal juga dengan *Reward To Variability Ratio*, Indeks Sharpe mendasarkan perhitungannya pada konsep garis pasar modal (*capital market line*) sebagai *benchmark*, yaitu dengan cara membagi premi risiko portofolio dengan standar deviasinya. Dengan demikian indeks Sharpe akan bisa di pakai untuk mengukur premi risiko untuk setiap unit risiko pada portofolio tersebut (Tandelilin, 2010)

Rumus Indeks Sharpe :

$$Sp = \frac{Rp - RF}{\sigma_{TR}} \quad (2.1)$$

Dalam hal ini :

Sp = indeks Sharpe portofolio

Rp = rata-rata return portofolio P selama periode pengamatan

RF = rata-rata tingkat return bebas risiko selama periode pengamatan

σ_{TR} = standar deviasi return portofolio P selama periode pengamatan

Premi risiko portofolio $Rp - Rf$, merupakan kompensasi untuk memikul risiko. Sedangkan deviasi standar *return* portofolio adalah pengukur risiko. Dengan demikian indeks Sharpe merupakan rasio kompensasi terhadap total risiko. Semakin tinggi Indeks Sharpe, maka semakin baik kinerja portofolio tersebut.

- **Indeks Treynor**

Indeks Treynor merupakan ukuran kinerja portofolio yang dikembangkan oleh Jack Treynor, dan indeks ini juga sering disebut juga *Reward To Volatility Ratio*. Seperti halnya indeks *Sharpe*, kinerja portofolio pada *Indeks Treynor* dapat dilihat dengan cara menghubungkan tingkat *return* portofolio dengan besarnya risiko dari portofolio tersebut. Perbedaannya dengan indeks *Sharpe* adalah penggunaan garis pasar sekuritas (*security market line*) sebagai patokan, dan bukan garis pasar modal (*capital allocation line*) seperti pada Indeks *Sharpe*, Asumsi yang digunakan oleh *Treynor* adalah bahwa portofolio sudah terdiversifikasi dengan baik sehingga risiko yang dianggap relevan adalah risiko sistematis (diukur dengan beta) (Tandelilin, 2010)

Rumus Indeks Treynor :

$$Tp = \frac{Rp - Rf}{\beta_p} \quad (2.2)$$

Dalam hal ini :

T_p = Indeks Treynor Portofolio

R_p = Rata-rata return portofolio p selama periode pengamatan

R_f = Rata-rata peningkatan tingkat return bebas risiko selama periode pengamatan

B_p = beta portofolio p

Sama seperti indeks *Sharpe*, indeks *Treynor* juga merupakan suatu rasio kompensasi terhadap risiko. Tetapi dalam indeks Treynor, risiko di ukur tidak dengan total risiko, melainkan hanya risiko sistematis.

- **Indeks Jensen**

Indeks *Jensen* merupakan indeks yang menunjukkan perbedaan antara tingkat *return* aktual (*realized return*) yang di peroleh portofolio dengan tingkat *return* harapan (*expected return*) jika portofolio tersebut berada pada garis pasar modal. Indeks Jensen adalah kelebihan *return* di atas atau di bawah garis pasar sekuritas (*security market line*). Indeks Jensen secara mudah nya dapat di interpretasikan sebagai pengukur berapa banyak portofolio “mengalahkan” pasar (Tandelilin,2010)

Rumus Indeks Jensen :

$$J_p = R_p - [R_f + (R_M - R_f) \beta_p] \quad (2.3)$$

Dalam hal ini :

J_p = Indeks Jensen Portofolio

R_p = Rata-rata portofolio p selama periode pengamatan

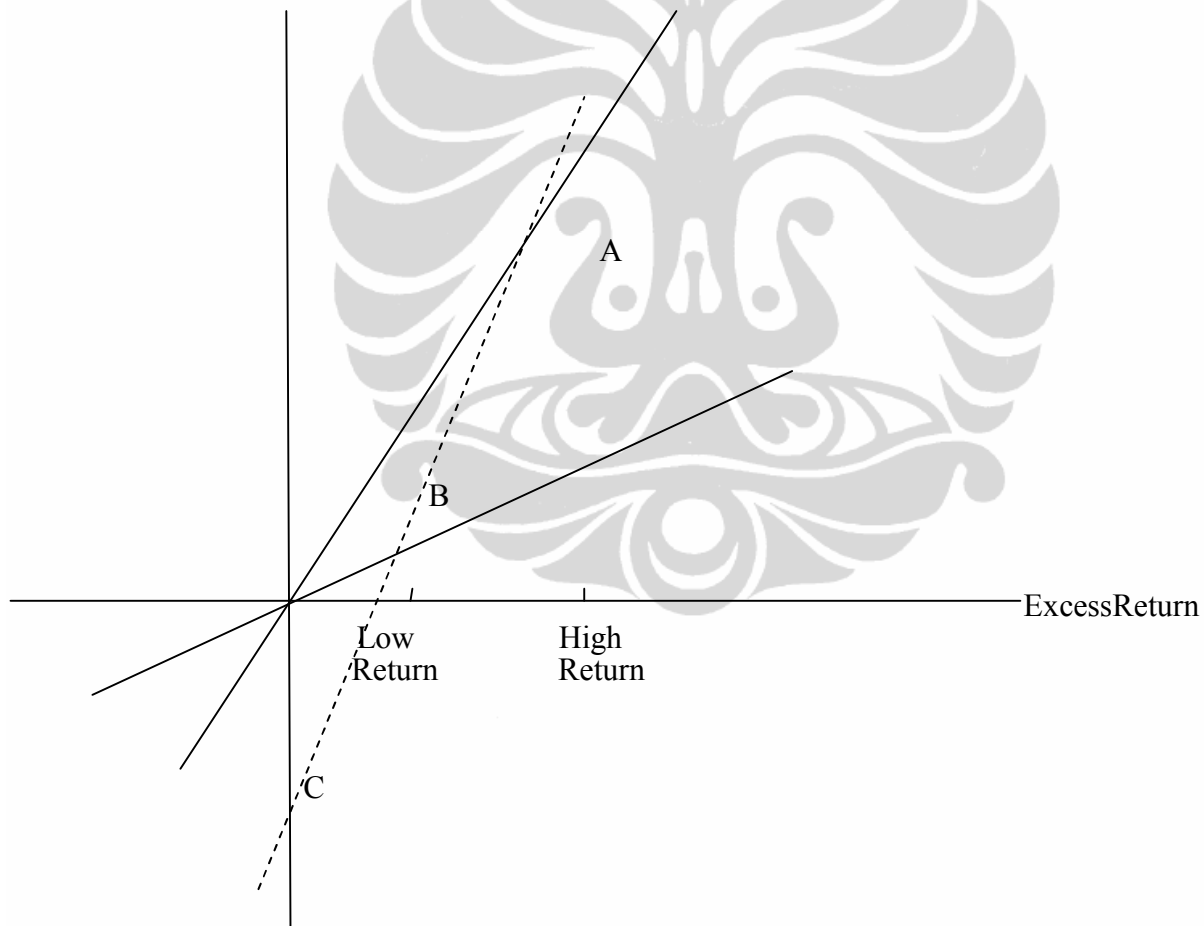
R_f = Rata-rata tingkat return bebas risiko selama periode pengamatan

β_p = beta portofolio p

Indeks yang bernilai positif berarti portofolio memberikan *return* lebih besar dari *return* harapan nya (berada di atas garis pasar sekuritas) sehingga merupakan hal yang bagus karena portofolio mempunyai *return* yang relatif tinggi untuk tingkat risiko sistimatis nya. Demikian juga sebaliknya, indeks yang bernilai negatif menunjukkan bahwa portofolio mempunyai *return* yang relatif rendah untuk tingkat risiko sistematis nya.

Persamaan indeks Jensen dengan indeks Treynor adalah bahwa kedua indeks ukuran kinerja portofolio tersebut menggunakan garis pasar sekuritas sebagai dasar untuk membuat persamaan. Sedangkan perbedaannya adalah bahwa indeks *Treynor* sama dengan *slope* garis yang menghubungkan posisi portofolio dengan *return* bebas risiko, sedangkan indeks Jensen merupakan selisih antara *return* portofolio dengan *return* portofolio yang hanya mengikuti pasar (Tandelilin,2010). Akan tetapi, model pengukuran *Jensen* juga menuai kritik yang di karenakan pengukuran tersebut diambil dari model CAPM dan asumsinya. Masalah pertama dengan pengukuran *Jensen* adalah pentingnya memilih patokan yang tepat. Kritik ini disampaikan oleh *Roll* (Bodie, Kane & Marcus, 2009) dan salah satu kritik yang terkenal dalam mengkritisi CAPM model yang di dalamnya menyatakan bahwa hampir tidak mungkin untuk meneliti nilai nyata dari sebuah pasar pada portofolio dikarenakan pada portofolio tersebut terdapat aset dari setiap pasar yang memiliki sesuatu nilai yang dapat diperdagangkan. Tetapi kekurangan dari menggunakan sebuah indeks pasar adalah indeks tersebut tidak mencerminkan nilai yang benar dari sebuah portofolio dikarenakan seseorang manajer investasi yang menggunakan metoda pasif (*buy and hold*) dapat menghasilkan kinerja yang lebih dari sebuah indeks pasar (Bodie, Kane & Marcus, 2009). Masalah kedua dalam pengukuran Jensen adalah asumsi mengenai beta portofolio adalah stabil. Dengan kata lain variasi yang tinggi pada pasar membutuhkan penelitian dengan waktu yang lama atau periode yang lama untuk dapat menentukan tingkat kinerjanya dengan menggunakan metoda statistik

apapun, ini dikarenakan pengukuran Jensen menganggap pengembalian dari portofolio adalah tersebar dengan sebuah konstan variasi dan *mean*, padahal pengembalian dari sebuah portofolio jauh dari konstan dan berubah-ubah kecuali portofolio tersebut menggunakan metoda beli dan tahan. Didalam situasi ini memperkirakan pengukuran yang berbeda-beda berdasarkan asumsi pengembalian yang konstan dapat menimbulkan kesalahan yang substansial (Bodie, Kane & Marcus 2009). Yang ketiga, diketahui bahwa pengukuran mempunyai kelemahan dari bias statistik ketika manajer investasi berhasil melakukan pendekatan kepada pasar (Jensen 1972), ini dapat digambarkan pada ilustrasi gambar dibawah :



Gambar 2.5 Penjelasan tentang Bias dari Jensen Alpha

Sumber : Jarrow, Maximovic, Ziemba (1995), Finance hal :597

Didalam pengukuran *Jensen* menurut Bodie, Kane & Marcus (2009), sebuah konstan beta diasumsikan ke seluruh waktu. Ini menjadi masalah ketika manajer investasi berhasil melakukan pendekatan pasar. Di dalam gambar dapat digambarkan bahwa manajer hanya dapat memilih dua portofolio, yang satu dengan beta yang tinggi dan yang lain dengan yang rendah. Kedua ini merepresentasikan dengan lereng yang curam dan yang kurang curam didalam gambar, jika manajer investasi dapat mendeteksi dua signal yaitu jika kinerja kelebihan pengembalian menjadi *RH* (pengembalian yang tinggi) atau artinya melebihi garis *mean* atau menjadi *RL* atau dibawah garis *mean*, jika kemudian manajer investasi tersebut dapat bereaksi sebagai seseorang yang melakukan pendekatan pasar maka ia akan memilih beta yang tinggi pada portofolionya dan berada pada point *A* jika ia mendapatkan sinyal untuk mendapatkan pengembalian yang tinggi atau ia berada pada point *B* jika ia mendapatkan signal untuk mendapatkan pengembalian yang rendah. Risiko yang diperkirakan (beta) dari sebuah strategi investasi digambarkan dengan garis putus-putus yang menghubungkan titik *A* ke titik *B*, melebihi risiko dari portofolio, kemudian menentukan pengukuran Jensen dapat dilakukan, garis putus-putus pada titik *C* mungkin menjadi indikasi negatif yang mengindikasikan manajer investasi yang berhasil, pendekatan pasar menjadi inferior dengan sebuah nilai alpha yang mengindikasikan kinerja yang buruk. Ini dikarenakan distribusi konstan, walaupun masalah ini sudah diketahui tetapi pengukuran Jensen tetap digunakan pada literature akademis.

Pengevaluasian kinerja reksadana berdasarkan pemilihan Jensen Alpha dikatakan sebagai *microforecasting* dimana bedanya dengan *macroforecasting* yang melakukan prakiraan pasar sebagai satu kesatuan utuh. Ini juga disebut pendekatan pasar (*market timing*), proses ini berkaitan dengan perubahan portofolio ke aset yang aman atau mendistribusikannya portofolio tersebut untuk menjadi aman tergantung dari keadaan pasar apakah pasar diharapkan *bullish* atau *bearish* (Christensen, 2005).

2.9 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Bodie, Kane & Marcus (2009) menyebutkan bahwa CAPM memberikan prediksi yang tepat dari hubungan yang semestinya diteliti antara risiko dari aset dan return yang diharapkan. Hubungan ini menyediakan dua fungsi yang vital yaitu :

- Menyediakan *benchmark* dari *rate of return* untuk mengevaluasi investasi yang mungkin,
- Model ini dapat membantu membuat perkiraan yang baik dari pengembalian yang diharapkan dari aset yang belum diperdagangkan di pasar,

CAPM pertama kali di kenalkan oleh Sharpe, Lintner, dan Mossin pada pertengahan tahun 1960-an. CAPM merupakan suatu model yang menghubungkan tingkat pengembalian yang diharapkan dari suatu aset berisiko dengan risiko dari aset tersebut pada kondisi pasar yang seimbang. CAPM didasari oleh teori portofolio yang dikemukakan Markowitz, dimana masing-masing investor diasumsikan akan mendiversifikasikan portofolionya dan memilih portofolio yang optimal atas dasar preferensinya terhadap return dan risiko. Portofolio pilihannya merupakan titik-titik portofolio yang terletak di sepanjang garis portofolio efisien. Asumsi-asumsi berikut digunakan sebagai penyederhana bagi realitas yang ada yang dibuat oleh CAPM, yaitu (Tandelilin, 2010) :

- Semua investor mempunyai distribusi probabilitas tingkat return yang identik, karena mereka mempunyai harapan atau ekspektasi yang hampir sama. Semua investor menggunakan sumber informasi seperti tingkat return, varians return, dan matriks korelasi yang sama dalam kaitannya dengan pembentukan portofolio yang efisien.
- Semua investor mempunyai satu periode waktu yang sama, misalnya satu tahun.
- Semua investor dapat meminjam (*borrowing*) atau meminjamkan (*lending*) uang pada tingkat return yang bebas risiko

- Tidak ada biaya transaksi
- Tidak ada pajak pendapatan
- Tidak ada inflasi
- Terdapat banyak sekali investor, dan tidak ada satu pun investor yang mempengaruhi harga suatu sekuritas
- Pasar dalam keadaan seimbang (*equilibrium*)

Dengan asumsi-asumsi yang ada tersebut, maka menurut (Bodie, Kane & Marcus 2009) implikasi dari CAPM adalah setiap individu akan berusaha untuk mengoptimalkan portofolio mereka masing-masing dan akan mempunyai portofolio yang sama, dengan bobot dari setiap aset sama dengan portofolio dari pasar.

Rumus CAPM

$$E(R_i) = r_f + \beta (E(r_m) - r_f) \quad (2.4)$$

Dimana :

$E(R_i)$ = Pengembalian yang di harapkan dari saham

r_f = Risk Free

β = Sensitivitas pengembalian saham terhadap pengembalian pasar

$E(r_m)$ = Pengembalian yang di harapkan dari Pasar

$E(r_m) - r_f$ = Market atau Risk Premium

Expected return yang di berikan oleh CAPM akan membantu investor untuk menentukan apakah investasi yang akan di lakukan akan memberikan pengembalian yang sesuai dengan risiko yang ada pada investasi tersebut. Dalam CAPM, koefisien beta mengacu kepada risiko sistematis yang di hitung untuk semua risiko yang ada pada portofolio yang didiversifikasikan dengan baik. Koefisien beta ini mengukur bagaimana portofolio atau saham berkorelasi dengan pengembalian pasar secara keseluruhan. Sebagai pengukur risiko dapat di deskripsikan sebagai seberapa sensitif pergerakan saham terhadap pergerakan pasar (Bodie, Kane & Marcus 2009).

Pada CAPM, portofolio pasar adalah portofolio aset berisiko yang optimal. Karena portofolio pasar terdiri dari semua aset berisiko, maka portofolio tersebut adalah portofolio yang sudah terdiversifikasi dengan baik. Dengan demikian, risiko portofolio pasar hanya akan terdiri dari risiko sistematis saja, yaitu risiko yang tidak dapat di hilangkan oleh diversifikasi. Risiko sistematis ini terkait dengan faktor-faktor ekonomi makro yang bisa mempengaruhi semua sekuritas yang ada. Yang bisa dijadikan ukuran portofolio pasar menurut CAPM meliputi semua aset berisiko yang ada, baik itu aset finansial (obligasi, opsi, *future*, dan lain-lain) maupun aset riil (emas, dan *real estate*).

Tetapi dalam kenyataannya hal itu sulit dilakukan karena jumlah yang banyak dan tidak mungkin untuk diamati satu persatu. Untuk itu diperlukan suatu proksi portofolio pasar, yang bisa diwakili oleh portofolio yang terdiri dari semua saham yang ada di pasar. Proksi ini bisa diwakili oleh nilai indeks pasar, seperti Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Untuk selanjutnya Indeks pasar inilah yang digunakan sebagai portofolio pasar. Portofolio tersebut merupakan portofolio yang berasal dari aset berisiko, dan risiko portofolio itu dapat diukur dengan menggunakan nilai deviasi standar dari rata-rata return pasar. Rumus menghitung koefisien Beta (β) adalah sebagai berikut :

$$\beta = \frac{\text{Cov}(r_i, r_m)}{\text{Var}(r_m)} \quad (2.5)$$

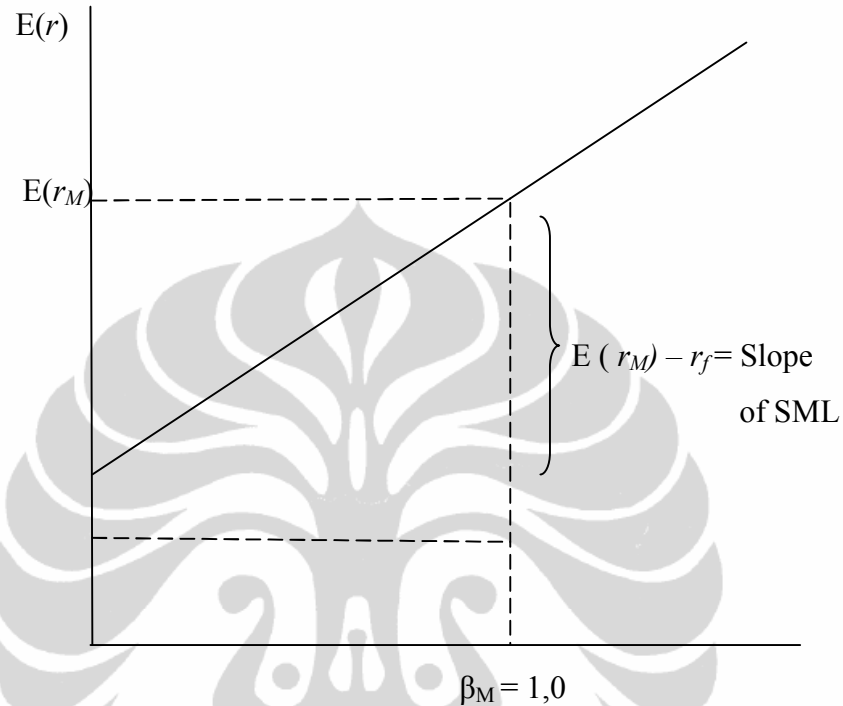
Dimana :

$\text{Cov}(r_i, r_m)$ = Kovarians antara saham (i) dan pengembalian pasar

$\text{Var}(r_m)$ = Varians dari pengembalian pasar

Oleh karena itu, asumsi-asumsi yang di sebut di atas akan memperlihatkan bahwa jika seluruh investor menginvestasikan pada portofolio yang identik, maka akan di ketemukan bahwa beta dari setiap aset dari portofolio pasar akan sama dengan beta dari aset portofolio mereka, sehingga akan menghasilkan *risk premium* yang sama untuk setiap aset. Bahkan jika investor tidak memiliki portofolio yang sama persis dengan portofolio pasar, portofolio yang telah terdiversifikasikan dengan

baik akan berkorelasi dengan pasar, sehingga beta saham relatif terhadap beta pasar akan menjadi ukuran yang baik terhadap risiko (Bodie, Kane & Marcus : 2009)



Gambar 2,6 Security Market Line (SML)

Sumber : Bodie, Kane & Marcus (2009) , Investments hal : 289

SML di gunakan untuk menilai sekuritas secara individual pada kondisi pasar yang seimbang, yaitu menilai tingkat *return* yang diharapkan dari sekuritas individual pada suatu tingkat risiko tertentu (beta). Bila di lihat dari SML, maka harga sekuritas dalam keadaan seimbang berada pada titik-titik sepanjang garis SML, karena garis tersebut menunjukkan tingkat return harapan pada risiko sistematis tertentu. Apabila harga sekuritas tidak berada pada garis SML, maka sekuritas tersebut di anggap *over* atau *under valued*. Oleh karena itu, SML memberikan *benchmark* untuk mengevaluasi kinerja dari investasi. Dengan menentukan tingkat risiko (beta), SML memberikan jumlah pengembalian yang diperlukan untuk mengkompensasi kan baik risiko maupun nilai waktu uang (Bodie, Kane & Marcus, 2009)

2.10 Market Timing

Market timing adalah kemampuan manajer investasi dalam rangka mengelola portofolio, membeli saham dengan beta di atas satu pada saat pasar akan naik, dan menjualnya dan menggantinya dengan membeli saham dengan beta di bawah satu pada saat pasar akan turun (Manurung, 2007).

Penentu *timing* pasar menentukan struktur portofolio sehingga memiliki beta yang relatif tinggi jika dia mengharapkan pasar naik dan beta yang relatif lebih rendah jika diantisipasi ada penurunan pasar. Ini disebabkan oleh imbal hasil yang diharapkan atas portofolio adalah fungsi linear dari beta portofolio tersebut (Sharpe, Alexander & Bailey, 1995)

$$R_p = \alpha_p + r_f + (r_M - r_f) \beta_p \quad (2.6)$$

Maka para penentu *timing* pasar akan :

- Memiliki portofolio ber-beta tinggi jika $r_m > r_f$
- Memiliki portofolio berbeta rendah jika $r_m < r_f$
- Regresi Kuadratik

Untuk mengukur kecakapan manager guna menentukan *timing* pasar dengan sukses, di perlukan suatu persamaan regresi kuadratik sebagai berikut :

$$r_{pt} - r_{ft} = a + b (r_{MT} - r_{ft}) + c [(r_{MT} - r_{ft})^2] + \varepsilon_{pt} \quad (2.7)$$

Dengan ε_{pt} adalah *random error term*, Jika nilai dari c adalah positif, maka artinya manajer telah menentukan *timing* pasar dengan sukses. (Sharpe, Alexander & Bailey, 1995)

- Regresi Variabel *Dummy*

Dalam regresi ini, periode saat sekuritas berisiko mengungguli sekuritas bebas risiko ($r_{MT} > r_{ft}$), maka keadaan ini di sebut *up market*. Periode pada saat sekuritas berisiko tidak seunggul sekuritas bebas risiko ($r_{MT} < r_{ft}$) maka di sebut *down*

market. Penentu timing pasar agar sukses memilih beta *up market* tinggi dan beta *down market* rendah.

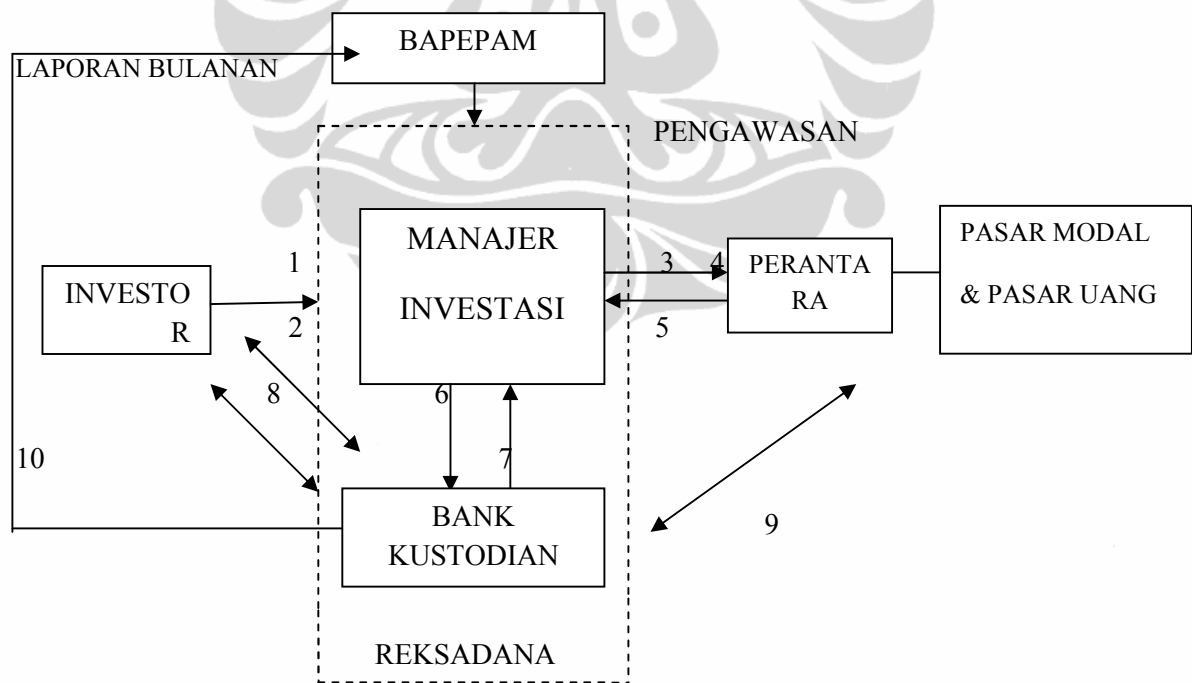
Untuk melakukan estimasi terhadap ke dua periode tersebut, metode regresi dengan persamaan variabel dummy di gunakan sebagai berikut :

$$r_{pt} - r_{ft} = a + b (r_{MT} - r_{ft}) + c [D_t (r_{MT} - r_{ft})] + \varepsilon_{pt} \quad (2.8)$$

Dengan ε_{pt} adalah *random error term* dan D_t adalah variabel *dummy* yang akan bernilai 0 untuk periode waktu lampau kapan pun jika t saat $r_{MT} < r_{ft}$ dan akan bernilai -1 untuk periode lampau kapan pun jika t saat $r_{MT} > r_{ft}$.

2.11 Pengertian dan Mekanisme Kerja Reksadana

Dalam kamus keuangan Reksadana di definisikan sebagai portofolio aset keuangan yang terdiversifikasi, di catat kan sebagai perusahaan investasi yang terbuka, yang menjual saham kepada masyarakat dengan harga penawaran dan penarikan nya pada harga nilai aktiva bersih nya (Manurung, 2007)



Gambar 2.7 Mekanisme Kerja Reksadana

Sumber : Pratomo & Nugraha (2000), Reksadana hal : 43

KET :

- Permohonan pembelian (investasi) atau penjualan kembali (pencairan) Unit Penyertaan
- Penyetoran Dana pembelian unit penyertaan atau pembayaran hasil penjualan kembali
- Perintah transaksi investasi
- Eksekusi transaksi investasi
- Konfirmasi transaksi
- Perintah penyelesaian transaksi
- Penyelesaian transaksi dan penyimpanan harta
- Informasi Nilai Aktiva Bersih/ Unit secara harian melalui media massa
- Laporan valuasi harian dan bulanan
- Laporan Bulanan kepada BAPEPAM

Secara singkat Reksadana memberikan banyak manfaat dan kemudahan kepada investor antara lain (Pratomo&Nugroho 2000) :

- Akses kepada instrumen-instrumen investasi yang sulit untuk di lakukan sendiri, seperti saham, obligasi dan instrumen lain nya.
- Pengelolaan investasi yang professional oleh Manajer Investasi yang sudah berpengalaman serta administrasi investasi yang di lakukan oleh bank Kustodian. Melalui Reksadana investor memberikan kepercayaan kepada Manajer Investasi dan bak Kustodian untuk mengelola dana nya, sehingga ia terbebas dari pekerjaan menganalisa, memonitor serta melakukan administrasi yang rumit.
- Diversifikasi investasi yang sulit di lakukan sendiri karena keterbatasan dana, namun dapat di lakukan oleh reksadana melalui dukungan dana dari sekian banyak investor yang berkumpul dalam satu wadah.

- Hasil investasi dari Reksadana bukan merupakan objek pajak , karena kewajiban pajak sudah di penuhi oleh Reksadana, Selain itu pendapatan instrumen investasi tertentu, saat ini kupon dari obligasi, bukan merupakan objek pajak bagi reksadana, sehingga investor reksadana pun dapat turut memanfaatkannya.
- Likuiditas nya tinggi, karena unit penyertaan (satuan investasi) Reksadana dapat di beli dan di cairkan setiap hari bursa melalui Manajer Investasi.
- Dana investasi yang di butuhkan relatif kecil, dengan dan mulai Rp,200,000 sudah dapat berinvestasi dengan berbagai macam kelebihan yang di sebutkan di atas.

- **Bentuk Hukum dan Sifat Operasional Reksadana**

Terdapat dua bentuk hukum Reksadana (Rahman, 2010) yakni berbentuk Perseroan Terbatas (PT. Reksadana) dan Reksadana berbentuk Kontrak Investasi Kolektif (Reksadana KIK).

PT. Reksadana akan menerbitkan saham yang akan di beli oleh investor. Dengan memiliki saham PT. Reksadana, investor mempunyai kepemilikan atas PT Tersebut. Sementara Reksadana KIK tidak menerbitkan saham, tetapi menerbitkan unit penyertaan. Dengan memiliki unit penyertaan Reksadana KIK, investor juga mempunyai kepemilikan atas kekayaan bersih Reksadana KIK tersebut.

Selain perbedaan dalam bentuk hukum menurut Rahman (2010), Reksadana terbagi atas sifat operasional nya, Reksadana juga di bedakan antara Reksadana terbuka (*open-end*) dan Reksadana tertutup (*close-end*).

Perbedaan utama antara kedua sifat operasional ini adalah dalam hal mekanisme jual beli saham/ unit penyertaan oleh investor sebagai berikut :

- Pada reksadana Terbuka jual beli saham/unit penyertaan Reksadana dilakukan antara Reksadana (Manajer Investasi) dengan investor tanpa melalui bursa

- Pada Reksadana tertutup jual beli saham setelah penawaran umum perdana (pasar sekunder) di lakukan melalui bursa antara investor dengan investor lainnya

Reksadana berbentuk perseroan dapat beroperasi secara terbuka maupun tertutup, sementara reksadana berbentuk KIK hanya dapat beroperasi secara terbuka, (Pratomo & Nugraha, 2000)

Tabel 2.2 Kategori dan Tujuan Reksadana

Jenis reksadana	Pasar Uang	Pendapatan Tetap	Pendapatan	Pertumbuhan & Pendapatan	Pertumbuhan	Pertumbuhan Aggresif
Risiko dari Volatility harga Saham	Sangat Rendah	Rendah	Rata-rata	Rata-rata	Tinggi	Sangat Tinggi
Tujuan Utama	Likuiditas	Hasil (<i>Yield</i>)	Pendapatan (<i>Income</i>)	Pertumbuhan	Kapital gain jangka panjang	Kapital gain yang maksimum
Tujuan kedua	Modal Tetap	<i>Yield</i> stabil	Pertumbuhan	Pendapatan	-	-

Sumber : Manurung (2007), Reksadana Investasiku Hal : 7

Dari sisi peraturan Bapepam, Reksadana Indonesia di bagi menjadi dalam empat jenis kategori, yakni Reksadana Pasar Uang, Reksadana Pendapatan Tetap, Reksadana Saham, dan Reksadana Campuran. Pengkategorian jenis Reksadana di sini memang berdasarkan kategori instrumen di mana Reksadana melakukan investasi (Pratomo & Nugroho, 2000).

a) Reksadana Pasar Uang

Definisi dari Reksadana Pasar Uang adalah Reksadana yang melakukan investasi 100 persen pada efek Pasar Uang atau efek-efek hutang yang berjangka kurang dari satu tahun. Secara umum instrumen atau efek yang masuk dalam kategori ini

meliputi deposito, SBI, obligasi serta efek hutang lainnya dengan jatuh tempo kurang dari satu tahun.

Risiko yang dimiliki oleh Reksadana Pasar Uang adalah terendah dibanding reksadana lain. Keuntungan yang dihasilkan juga terbatas, dan hasil investasinya sangat mirip dengan tingkat suku bunga deposito, karena hampir sebagian besar portofolio investasi Reksadana Pasar Uang terdiri dari deposito.

Reksadana ini cocok untuk investasi jangka pendek (kurang dari satu tahun), sebagai pelengkap investasi deposito atau tabungan yang sudah ada. Tujuan dari Reksadana ini adalah untuk perlindungan modal dan untuk menyediakan likuiditas yang tinggi sehingga jika dibutuhkan, maka investor dapat mencairkannya setiap hari kerja dengan penurunan risiko yang hampir tidak ada.

Berbeda dengan reksadana jenis lain, biaya pembelian dan biaya penjualan kembali reksadana ini tidak ada. Biaya pengelolaan pun relatif kecil apabila dibandingkan dengan Reksadana jenis lain, Hal ini sejalan dengan sifat RDPU yang dimaksudkan untuk jangka pendek serta menyediakan likuiditas.

b) Reksadana Pendapatan Tetap

Definisi Reksadana Pendapatan Tetap adalah Reksadana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dari portofolio yang dikelolanya ke dalam efek bersifat hutang (Pratomo & Nugraha, 2000).

Efek bersifat hutang umumnya mendapatkan penghasilan berbentuk bunga seperti deposito, SBI, obligasi dan instrumen lainnya. Reksadana Pendapatan Tetap dengan orientasi investasi pada obligasi menarik karena obligasi tidak dikenakan pajak atas kupon bunga yang diterimanya. Beberapa keuntungan yang didapatkan investor bila berinvestasi reksadana yang melakukan investasi di obligasi adalah pengumpulan dana sehingga investor tidak perlu memiliki uang banyak untuk bisa membeli obligasi, dapat menikmati hasil investasi obligasi dengan modal investasi yang sangat ringan. Selain keuntungan tersebut, keuntungan lain adalah penyebaran risiko melalui diversifikasi.

Potensi risiko yang di hadapi oleh berinvestasi pada Reksadana jenis ini adalah adanya fluktuasi harga obligasi. Reksadana Pendapatan Tetap cocok untuk tujuan investasi jangka menengah dan panjang (>3 tahun). Umum nya Reksadana Pendapatan Tetap memberikan pembagian keuntungan berupa uang tunai (*dividen*) yang di bayarkan secara teratur, missal nya 3 bulanan, 6 bulanan, atau tahunan.

c) Reksadana Saham

Definisi Reksadana Saham adalah Reksadana yang memiliki sekurang-kurang nya 80% dari portofolio yang di kelola nya ke dalam efek bersifat ekuitas (saham). Efek saham pada umum nya memberikan potensi hasil yang lebih tinggi seperti *capital gain* melalui pertumbuhan harga-harga saham. Selain itu, efek saham juga memberikan hasil lain berupa *dividen*. Reksadana Saham memiliki risiko fluktuatif harga yang sangat besar, namun apabila investor mengerti tentang potensi investasi saham dalam jangka panjang mengerti bahwa investasi saham merupakan investasi jangka panjang. Selain itu keuntungan yang akan di dapatkan oleh investor adalah analisa dan pemilihan saham apa yang akan di beli, kapan dan berapa banyak harus membeli dan menjual, melakukan penyelesaian transaksi dengan pialang, serta menyimpan dan melakukan administrasi akan di lakukan oleh Manajer Investasi dan Bank Kustodian (Pratomo & Nugraha, 2000)

d) Reksadana Campuran

Definisi Reksadana Campuran adalah Reksadana yang dapat menginvestasikan pada efek hutang dan ekuitas dan porsi alokasi yang lebih fleksibel. Artinya alokasi perbandingan nya tidak termasuk dalam kategori Reksadana Pendapatan Tetap atau Reksadana Saham. Dari sisi pengelolaan investasi, fleksibilitas ini dapat di manfaatkan utnuk berpindah-pindah dari saham ke obligasi, atau deposito, atau sebalik nya tergantung pada kondisi pasar dengan melakukan aktivitas *trading*. Potensi hasil dan risiko Reksadana Campuran secara teoritis dapat berada di tengah-tengah antara Reksadana Pendapatan Tetap dan Reksadana Saham.

2.12 Memilih Manajer Investasi

Reksadana merupakan sebuah wahana yang bercirikan 3 *well* : *well managed, well diversified, well regulated*. Dua hal pertama itulah yang menjadi tanggung jawab manajer investasi dan menjadi pedoman dalam mengukur sejauh mana kualitas Manajer Investasi yang bersangkutan (Pratomo dan Nugraha, 2000).

Berikut merupakan beberapa faktor yang di jadikan patokan dalam memilih Manajer Investasi :

- **Pengalaman**
Pengalaman berkaitan dengan lama nya perusahaan telah beroperasi. Beberapa Manajer Investasi merupakan afiliasi dari grup keuangan internasional yang juga bertindak sebagai Manajer Investasi dan telah beroperasi secara global selama puluhan tahun.
- **Kinerja Historis**
Berkaitan dengan kinerja historis adalah profil risk dan return yang di hasilkan, Profil risiko kinerja juga perlu di perhatikan, dimana kinerja yang tinggi selalu berdampingan dengan adanya risiko yang tinggi pula.
- **Gaya Investasi**
Dapat di pelajari dari isi portofolio yang di laporkan dalam Laporan Keuangan yang sudah diaudit dalam pembaharuan prospectus. Pemilihan saham atau perusahaan yang berada dalam portofolio nya ,tingkat perputaran portofolio, akan mempengaruhi return dan risk dari Reksadana yang di kelola nya.
- **Dukungan Grup Perusahaan**
Yang harus di perhatikan adalah apakah ada tidak nya benturan kepentingan di dalam pengelolaan investasi. Karena apabila Manajer investasi melakukan penyalahgunaan terhadap dana yang di kumpulkan dari masyarakat untuk kepentingan grup perusahaan. Dukungan grup harus lebih dikaitkan dengan jaringan informasi, bantuan teknis, efisiensi biaya serta yang paling penting adalah komitmen untuk tetap beroperasi dalam jangka panjang.

- Besar nya aset yang dikelola dan Jumlah Nasabah
Banyak nya aset yang di kelola dan jumlah nasabah yang berinvestasi dalam Reksadana menandakan bahwa Manajer Investasi mempunyai keuntungan dalam *economies of scale* suatu perusahaan Manajer Investasi, dalam hal efisiensi biaya, serta bargaining power untuk mendapatkan harga yang lebih baik dalam bertransaksi.
- Kualitas Sumber Daya Mnausia
Kepercayaan investor bisa di karenakan Manajer Investasi yang mengelola secara individu di dibandingkan institusi di mana Manajer Investasi itu berada.
- Kualitas Pelayanan
Pelayanan yang di maksud adalah kemudahan bertransaksi, kemudahan memperoleh informasi, keakurata dan kecepatan pelaporan, dan kemudahan nya untuk di hubungi jika di perlukan untuk berkonsultasi.

2.13 Perkembangan Reksadana Indonesia

Reksadana pertama kali di kembangkan di Indonesia ketika PT Danareksa di dirikan pada tahun 1976 di mana perusahaan ini dapat menerbitkan sertifikat yang di kenal dengan Sertifikat Danareksa I dan II. Lalu, dengan di keluarkan nya UU no. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal, berdiri sebuah reksadana tertutup yaitu PT. BDNI Reksadana dengan menawarkan 600 juta saham dengan nilai satu saham sebesar Rp. 500. (Manurung, 2010)

Tabel 2.3 Perkembangan Reksadana di Indonesia

Periode	Jumlah Unit Penyertaan	Jumlah NAB (Juta)
1996	2,942,232,211,00	2,782,323,00
1997	6,007,373759,00	4,916,605,00
1998	3,680,892,097,00	2,992,171,00
1999	4,349,952,951,00	4,974,105,00
2000	5,006,049,770,00	5,515,954,00

Periode	Jumlah Unit Penyertaan	Jumlah NAB (Juta)
2002	41,665,523,049,00	46,613,833,00
2003	60,020,745,573,00	69,477,720,00
2004	84,700,701,702,71	104,037,824,60
2005	21,262,143,379,98	29,405,732,20
2006	36,140,102,795,60	51,620,077,40
2007	53,589,967,474,74	92,190,634,60
2008	60,976,090,770,24	74,065,811,15
Jan-10	70,064,998,952,79	112,603,668,65
Feb-10	70,813,491,801,36	113,269,274,79
March - 2010	70,291,457,993,77	116,882,720,465
April - 2010	72,792,261,920,81	119,295,140,348
May - 2010	74,008,463,995,44	118,625,848,910
June - 2010	74,106,611,942,42	123,207,932,201
August - 2010	76,051,015,435,37	121,464,311,018
September - 2010	77,372,826,145,65	131,207,335,830
October - 2010	78,204,445,766,80	133,588,766,881
November - 2010	80,434,424,003,18	134,721,753,027
December - 2010	81,464,549,829,78	146,683,981,059
January - 2011	82,708,102,166,47	136,868,607,242
February - 2011	83,408,593,830,63	140,087,981,122
March - 2011	83,626,662,658,82	149,144,874,547
April - 2011	83,819,411,677,46	148,750,771,404

Sumber : BAPEPAM dan www.finansialbisnis.com Selasa, 28 Juni 2011 : 13,00

Perkembangan Reksadana menjadi semakin tinggi pada tahun 1996 dengan nilai Total Aset yang di kelola sebesar Rp, 2,8 Triliun dan pertumbuhan jumlah Manajer Investasi yang signifikan sebesar 12 Manajer Investasi dan mengelola 25 Reksadana. Reksadana semakin dikenal masyarakat di karenakan tingkat pengembalian yang tinggi di bandingkan dengan instrumen investasi lain, yang menyebabkan pada pertengahan tahun 1997, nilai aset yang di kelola bertambah menjadi Rp, 8 Triliun. Namun krisis pada tahun 1997 yang dialami Indonesia mengakibatkan jumlah Reksadana di Indonesia menurun, ini di sebabkan naiknya

suku bunga deposito dan investor berpikir lebih menguntungkan untuk berinvestasi pada deposito di bandingkan pada Reksadana pada saat itu. (www.bapepam.go.id)

Pada tahun 2001, industri reksadana kembali berangsur normal dengan kembalinya aset yang di kelola menjadi Rp. 8 Triliun dengan jumlah reksadana sebanyak 108 Reksadana. Menurut Pratomo & Nugraha (2000) krisis makro berimbas pada perkembangan reksadana pada tahun-tahun selanjutnya. Krisis yang bermula pada permasalahan mata uang berimbas kepada penurunan pada pasar modal dan juga industri reksadana. Ini terlihat pada turunnya jumlah reksadana lebih dari 250% dan hanya menyisakan pemodal sebesar 15, 842 pada akhir tahun 1998. Ironisnya pada tahun tersebut, pasar modal Indonesia berusia 20 tahun, Akan tetapi, krisis tidak berimbas terlalu lama pada pasar Reksadana di Indonesia, karena pada tahun 2000 Reksadana menunjukkan pertumbuhan yang konsisten dan mampu menghimpun kembali dana masyarakat lebih dari 5,4 Triliun (Pratomo&Nugraha,2000)

Perkembangan reksadana ini menurut Manurung (2007) di sebabkan berbagai inovasi yang di lakukan manajer investasi. Para manajer investasi melakukan kerja sama dengan perbankan untuk menjual reksadana, di samping itu penurunan tingkat bunga dari level 17,5% menjadi 12% menjadi penyebab naiknya aset yang di kelola oleh reksadana. NAB kembali mengalami kenaikan karena ada penurunan tingkat bunga, sehingga NAB mencapai Rp,113 Triliun pada Feb 2010.

2.14 Emas dan Fungsinya

Emas merupakan salah satu komoditi logam mulia yang sudah dikenal sejak 2000 sebelum Masehi sebagai perhiasan maupun alat tukar yang mempermudah dalam aktifitas memenuhi kebutuhan menggantikan sistem barter yang digunakan pada saat itu. Emas digunakan sebagai alat tukar dikarenakan warnanya yang unik yang mudah dikenali, kemudian daya tahan emas yang tidak akan berubah bentuknya terhadap waktu (Arumdati, 2011)

Emas sebagai sebuah komoditi mempunyai beberapa fungsi seperti :

- Emas sebagai alat tukar

- Emas sebagai instrumen Hedging
- Emas sebagai instrumen investasi

2.14.1 Emas sebagai instrumen investasi

Pada saat ini emas merupakan salah satu instrumen investasi yang sangat digemari dikarenakan oleh beberapa faktor seperti faktor-faktor dibawah ini (Arumdati, 2011) :

- Investasi emas untuk keamanan
Dibandingkan dengan menabung di bank, berinvestasi dengan emas lebih menawarkan keamanan bagi investor dikarenakan berinvestasi di emas biasanya tidak memerlukan sebuah lembaga tertentu sehingga terhindar dari risiko terlikuidasinya lembaga tersebut.
- Investasi emas untuk perlindungan
Harga emas setiap tahun cenderung mengalami kenaikan, dan hampir dipastikan harga emas dari tahun ketahun kenaikannya melebihi tingkat inflasi sehingga dapat melindungi dana investor yang di investasikan di emas.



Gambar 2.8 Perbandingan harga Emas dan Inflasi

sumber : www.portalreksadana.com Selasa, 28 Juni :13.00

- Investasi emas mudah untuk dicairkan
Emas sangat mudah dicairkan di ribuan toko emas, pegadaian atau Lembaga keuangan
- Emas mudah untuk dipindahkan
Dibandingkan uang, emas mudah dipindahkah secara fisik
- Emas dapat bertahan lama
Emas merupakan logam mulia yang dapat bertahan hingga ratusan atau ribuan tahun dan nilainya tidak akan berubah bentuknya bahkan walaupun dibakar sekalipun, setelah api padam, nilai emas tidak akan berkurang,
- Emas tidak dikenakan pajak

Dikarenakan biasanya emas disimpan tidak mengikutsertakan sebuah kelembagaan, investasi emas biasanya tidak terkena pajak.

2.15 Obligasi

Obligasi adalah surat utang yang dikeluarkan sebuah badan hukum dengan jangka waktu minimum lima tahun, didalam surat utang tersebut ditentukan pembayaran kupon (bunga) juga periode pembayarannya, serta tanggal jatuh tempo nya, Badan hukum yang dimaksud diatas bisa merupakan badan hukum pemerintah atau badan hukum swasta.

Obligasi dapat dibagi dua berdasarkan kupon yaitu obligasi dengan kupon mengambang atau obligasi dengan kupon tetap, pada obligasi kupon mengambang besarnya kupon akan berubah setiap 6 bulan atau setahun sekali, sedangkan kupon tetap besarnya kupon akan tetap sepanjang masa berlaku obligasi tersebut, (Manurung, 2006).

2.15.1 Obligasi sebagai investasi

Obligasi diminati sebagai investasi dikarenakan mempunyai pengembalian yang cenderung lebih tinggi dibandingkan dengan deposito. Obligasi juga memiliki risiko yang cenderung lebih rendah (jika memilih

obligasi pemerintah), dikarenakan satu-satunya risiko besar yang dihadapi investor dalam berinvestasi di obligasi adalah kegagalan sebuah pembayaran kupon atau pokok dari sebuah badan yang mengeluarkan obligasi tersebut.

Dalam melakukan investasi pada surat hutang maka ada berbagai risiko yang di hadapi oleh investor. Untuk, obligasi, ditemukan berbagai risiko sebagai berikut (Manurung & Tobing, 2010) :

- *Interest rate risk* atau biasa di sebut dengan *market risk*, yaitu risiko kenaikan tingkat bunga yang akan menurunkan harga obligasi, dan tingkat bunga menurun menaikkan harga obligasi
- *Reinvestment risk* yaitu risiko yang harus di hadapi akibat investasi atas bunga yang di peroleh melalui strategi *reinvestment* yang di jalankan.
- *Call risk* yaitu risiko yang di hadapi investor dimana penerbit obligasi mempunyai hak untuk membeli kembali obligasi tersebut
- *Default risk* yaitu risiko yang di hadapi investor karena obligasi tersebut tidak dapat membayar obligasi pada saat jatuh tempo
- *Inflation risk* yaitu risiko yang di hadapi investor yang di akibatkan inflasi sehingga arus kas yang di terima oleh investor bervariasi dalam *purchasing power*
- *Exchange risk* yaitu risiko yang di hadapi investor akibat adanya perubahan nilai tukar, risiko ini banyak di temui pada obligasi bermata uang asing.
- *Liquidity risk* yaitu risiko yang di hadapi investor dalam rangka dapat menjual obligasi tersebut di pasar.
- *Volatility risk* yaitu risiko yang di hadapi oleh investor karena obligasi tersebut dikaitkan dengan opsi yang tergantung pada tingkat bunga.

2.15.2 Obligasi di Indonesia

Menurut Manurung & Tobing (2010), Investor di Indonesia lebih menyukai obligasi pemerintah di bandingkan dengan obligasi perusahaan swasta karena risikonya sangat kecil. Kecilnya risiko yang dimaksud yaitu risiko gagal bayar sedangkan risiko tingkat bunga, risiko valuta asing masih dimiliki oleh obligasi pemerintah.

Bila obligasi perusahaan swasta di bandingkan dengan obligasi perusahaan pemerintah di kenal dengan BUMN maka obligasi yang dikeluarkan BUMN lebih diminati oleh investor. Tiga tahun terakhir, banyak perusahaan di Indonesia menerbitkan obligasi karena kesulitan menapatkan dana segar dari sektor perbankan, yang dikarenakan oleh kehati-hatian para *banker*.

2.16 Penelitian dan Penemuan Terdahulu

Seiring dengan perkembangan reksadana diseluruh dunia, maka banyak sekali riset-riset yang mengevaluasi kinerja reksadana secara akademis. Riset yang pertama kali dilakukan adalah mengukur kinerja reksadana 1945-1964 yang dilakukan oleh Michael Jensen pada tahun 1968, dalam tesis ini dia menemukan suatu rumusan yang dikenal sebagai *Jensen's alpha* yang digunakan banyak orang untuk mengukur kinerja portofolio dengan melakukan penyesuaian pada risiko untuk mengukur kemampuan peramalan pengembalian dari portofolio reksadana oleh manajer investasi, namun Jensen menemukan dari 115 reksadana yang diriset rata-rata tidak memiliki pengembalian yang rendah dibandingkan strategi *buy* dan *hold* pada saat itu, sehingga Jensen menyimpulkan bahwa pada saat itu para investasi manajer tidak terlalu berhasil dalam aktifitas perdagangan dan dia menemukan juga bahwa pada saat itu biaya-biaya broker sangatlah tinggi yang mengakibatkan kinerja reksadana yang negatif.

Dalam tesis ini akan digunakan metode konvensional dalam mengukur kinerja reksadana seperti yang dilakukan oleh Jensen dalam mengukur kinerja reksadana, dalam pemilihan saham dan juga menggunakan metoda yang sama seperti yang dilakukan oleh Treynor & Mazuy (1966) dalam mengukur kinerja reksadana dalam *market timing*. Evaluasi pada pengukuran reksadana juga berusaha untuk fokus kepada sumber dari kinerja yang lebih baik, yaitu *market timing* dan *stocks selection*. Biasanya kinerja lebih baik (tergantung pada pengukuran yang dipilih) telah terbagi menjadi dua usaha peramalan (Merton 1981). Pertama adalah *microforecasting* atau kemampuan untuk memilih saham dan *macroforecasting* atau kemampuan *market timing*. Kemampuan *microforecasting* lebih mengarah kepada peramalan komponen non sistematis dari pengembalian saham sedangkan *macroforecasting* mengarah kepada peramalan pada pengembalian yang sistematis pada saham dibandingkan dengan aset bebas risiko. Henriksson dan Merton (1981) mengembangkan suatu test statistic untuk *macroforecasting* yang dilanjutkan oleh Grinblatt dan Titman pada tahun 1989 yang memberikan suatu test yang lebih komprehensif dalam mengukur baik *market timing* dan kemampuan pemilihan saham dalam reksadana, mengoreksi bias yang terjadi pada penelitian sebelumnya. Penelitian dalam hal ini berlanjut untuk mengurangi bias yang terjadi seperti bias *survivorship* dan bias *econometric*.

Perdebatan dalam menunjukkan kemampuan *market timing* atau pemilihan saham telah berlangsung lama, tetapi bukti menunjukkan bahwa hasil dari penelitian tersebut memiliki hasil yang berbeda-beda. Secara umum informasi efisien didalam reksadana sangat diragukan (Elton 1993), beberapa studi menunjukkan ketidak setujuan dalam keberadaan kemampuan *market timing* dan pemilihan saham didalam reksadana. Sebagian besar studi yang dilakukan adalah menggunakan metoda empiris. Pengembangan teori dalam kemampuan *market timing* dikembangkan oleh Merton (1981) dan yang lainnya lebih terfokus

pengembangan metoda pengukuran ekonometri dalam kemampuan market timing dan pemilihan stok (Henriksson & Merton, 1981), (Grinblatt & Titman 1989).

Ada tiga masalah spesifik yang dapat mempengaruhi kekonsistenan dari kekuatan tes *market timing* (We jiang : 2003) yaitu :

- Pemisahan *market timing* dari pemilihan stok
- Perbedaan antara frekuensi pada saat data contoh diambil dan pada saat Manajer Investasi mengikuti pasar
- Hubungan antara *market timing* dan *timing* yang berubah-ubah

Pengukuran non parameter lebih terpercaya untuk membuat model yang spesifik dibandingkan pengukuran yang dilakukan oleh Treynor & Mazuy (1966) atau Henrikson dan Merton (1981).

Seorang investasi manajer dapat meningkatkan pengembalian reksadana dengan memilih beberapa saham dan *market timing*. Untuk menguraikan metode ini secara empiris sangatlah tidak mudah (Admati ,1986 Grinblatt dan Titman, 1989 Coggin, 1993). Pengukuran yang digunakan bertumpu pada dua buah asumsi yang umum untuk menghindari ketidak tepatan dalam market timing dikarenakan oleh masalah dalam pemilihan. Asumsi pertama adalah bahwa seseorang investasi manajer dalam mendapatkan informasi mengenai pemilihan stok tidak berhubungan atau berdiri sendiri dari informasi untuk *market timing*. Didalam kenyataannya, hal ini membutuhkan bahwa setiap saham hanya membentuk porsi yang kecil dari portofolio yang tersebar dan memiliki akibat yang sangat kecil terhadap keseluruhan market (Seorang manajer tidak memilih terlalu banyak saham pada suatu saat), atau seorang Manajer Investasi harus memiliki frekuensi yang lebih kecil dalam dalam melakukan pemilihan saham dibandingkan dengan *market timing* (Seorang manajer lebih memilih menjaga stabilitas pilihan sahamnya ketika memasuki pasar saham). Asumsi kedua adalah Portofolio tidak berisi derivatif, Jagannathan and Korajcek (1986) menunjukkan bahwa membeli sebuah *call option* dapat mempengaruhi kemampuan dalam memasuki pasar saham pada saat

yang tepat. Kosik dan Pontiff (1999) menemukan bahwa 21% dari 679 Reksadana saham di Amerika menggunakan produk *derivative* didalamnya.

Dalam pengukuran kemampuan memasuki pasar yang tepat, bias biasanya terjadi ketika para ekonometri meneliti data pengembalian dari reksadana pada frekuensi tertentu yang berbeda dengan frekuensi waktu ketika manajer memasuki pasar saham, Goetzmann (2000) menunjukkan bahwa evaluasi yang dibuat bulanan dari sebuah data harian menggunakan pengukuran Heriksson dan Merton (1981) menghasilkan hasil yang sangat bias. Dalam waktu yang sama, beberapa komponen penting dalam kemampuan memasuki pasar pada saat yang tepat menunjukkan juga kemampuan pemilihan saham yang cukup baik, Bolen dan Busse (2001) menunjukkan bahwa hasil dari sebuah test dalam pengukuran mengenai waktu memasuki pasar sangat berhubungan sensitif dengan frekuensi dari contoh data yang diambil. Ferson dan Khang (2001) menunjukkan bahwa sebuah “*interim trading bias*” dapat terjadi ketika suatu pengharapan pengembalian bervariasi sesuai waktu dan para manajer investasi bertransaksi di pasar diantara waktu tersebut.

Komponen terpenting pembentuk bias adalah salah menafsirkan spesifikasi dari sebuah regressor $[r_m]^+$ didalam persamaan Herisksson dan Merton (1981) dimana seharusnya persamaan tersebut mendapatkan nilai yang berbeda tergantung dari waktu memasuki pasar dibandingkan waktu yang uniform seperti bulanan. Goetzmann (2000) menyarankan untuk menghilangkan nilai waktu bulanan $[r_m]^+$ dengan akumulasi nilai harian ketika data mengenai pengembalian harian reksadana tidak terdapat bias sama sekali. Simulasi menunjukkan bahwa pengukuran yang tidak menggunakan parameter lebih dapat dipercaya dibandingkan dengan frekuensi waktu atau frekuensi pengambilan contoh, semua itu dikarenakan hal tersebut tidak bergantung regresi yang melibatkan sebuah potensi ketidakpastian regressor $[r_m]^+$ yang diukur pada frekuensi yang “tepat”.

Ferson dan Khang (2001) menggunakan portofolio bersyarat berbobot untuk mengontrol bias yang terjadi ketika transaksi terjadi dan juga transaksi didalam informasi publik. Masalah berikutnya mengenai model spesifik berasal dari

sebuah fakta bahwa seorang manajer dapat memasuki pasar yang berubah-ubah pada waktu yang tepat dan juga mendapatkan pengembalian dari pasar tersebut.

Laplante (2001) menunjukkan bahwa sebuah reksadana yang diteliti tidak mungkin mendapatkan informasi yang tepat mengenai masa depan sebuah pasar yang berubah-ubah. Jika keadaan pasar yang berubah-ubah dan sebuah pengharapan pengembalian dari pasar tidak berhubungan maka pengukuran pemasukkan pasar pada waktu yang tepat tetap konsisten didalam keadaan waktu pemasukkan pasar yang berubah-ubah. Jika hubungannya positif maka pengukuran pemasukkan waktu pasar dapat menurunkan kualitas informasi dari sebuah manajer yang berhasil dalam memasuki pasar dalam waktu yang berubah-ubah.

Riset mengenai hubungan antara pengharapan pengembalian dan keadaan yang berubah-ubah (Breen 1989;Glosten 1993) menunjukkan sebuah hubungan yang lemah antara pengembalian dan keadaan yang berubah-ubah. Veit dan Cheney (1982) menemukan bahwa pada umumnya manajer investasi tidak mengubah karakteristik mereka dalam pasar yang turun atau naik. Dalam reksadana yang mereka temukan telah mengubah garis karakteristik kemampuan timing nya, ternyata berakhir tidak berhasil.

BAB 3

METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Metode Penelitian

Dalam karya akhir ini, metode penelitian yang di gunakan adalah analisis deskriptif kuantitatif yang memberikan gambaran tentang reksadana saham dalam melakukan *market timing* dan pemilihan saham (*stock selection*) untuk mendapatkan *return* yang melebihi *return* pasar. Dan akan di berikan gambaran tentang pengaruh harga emas dan harga obligasi sebagai alternatif investasi terhadap *excess return* dari Reksadana Saham yang di jadikan sampel dalam penelitian ini. Berikut merupakan hipotesis yang di kembangkan berdasarkan regresi kuadratik yang di buat oleh peneliti untuk dapat membantu penelitian ini.

Adapun Hipotesis yang akan di uji adalah sebagai berikut :

- | | |
|-----------------------------|---|
| $H_{0,1} : \alpha = 0$ | Tidak terdapat <i>excess return</i> reksadana dari kemampuan <i>stock selection</i> Manajer Investasi |
| $H_{1,1} : \alpha \neq 0$ | Terdapat <i>excess return</i> reksadana dari kemampuan <i>stock selection</i> Manajer Investasi |
| $H_{0,2} : \beta_2 = 0$ | Tidak terdapat <i>excess return</i> reksadana dari kemampuan <i>market timing</i> Manajer Investasi |
| $H_{1,2} : \beta_2 \neq 0$ | Terdapat <i>excess return</i> reksadana dari kemampuan <i>market timing</i> Manajer Investasi, |
| $H_{0,3} : \delta_1 \geq 0$ | Terdapat pengaruh positif harga emas terhadap <i>excess return</i> Reksadana |

$H_{1,3}: \delta_1 < 0$ Terdapat pengaruh negatif harga emas terhadap *excess return* Reksadana

$H_{0,4}: \delta_1 \geq 0$ Terdapat pengaruh positif indeks obligasi terhadap *excess return* Reksadana

$H_{1,4}: \delta_1 < 0$ Terdapat pengaruh negatif indeks obligasi terhadap *excess return* Reksadana

3.2 Metode Analisis

Dalam analisis untuk mendapatkan *market timing* dan *stock selection*, data yang di olah di jadikan regresi berbentuk kuadratik yang di kembangkan oleh Treynor & Mazuy (1966) yang memisahkan antara kemampuan untuk mendapatkan efek dari kemampuan Manajer Investasi dalam melakukan pemilihan waktu dan saham yang baik. Sebelum di lakukan analisa terhadap hasil regresi, di lakukan terlebih dahulu analisa statistik deskriptif yang berarti memberikan gambaran tentang data-data dengan cara yang informatif, agar dapat lebih mudah untuk di baca dan bermakna. Dalam analisa statistik deskriptif akan di lakukan pengorganisasian data kuantitatif ke dalam bentuk distribusi frekuensi yang akan memberikan gambaran tentang data yang di gunakan. Terdapat beberapa ukuran dalam analisa ini, ukuran rata-rata (*mean*) dan *median* yang di gunakan untuk melihat keseimbangan dari data yang di gunakan dalam penelitian. Ukuran *Skewness* dan *Kurtosis* di gunakan untuk melihat kecondongan dan kelandaian data. Standar Deviasi merupakan ukuran yang di gunakan untuk mengukur bagaimana nilai-nilai data tersebar. Untuk melihat normal atau tidak nya data yang di gunakan dalam analisis di gunakan nilai *Jarque-Berra*.

- **Penentuan waktu pasar**

Dalam menentukan waktu pasar, beta merupakan parameter yang di gunakan oleh Manajer Investasi untuk mengantisipasi keadaan pasar. Dimana beta yang tinggi di harapkan oleh Manajer Investasi apabila pasar memberikan *return* yang lebih

tinggi daripada *return* yang di berikan oleh aset bebas risiko. Sedangkan beta yang lebih rendah di harapkan oleh Manajer Investasi apabila pasar memberikan *return* yang lebih rendah daripada *return* yang di berikan oleh aset bebas risiko

Secara sederhana dapat di jelaskan oleh keterangan berikut (Sharpe, Alexander & Bailey, 1995) :

- Manajer Investasi ingin memiliki portofolio ber-beta tinggi jika $R_m > R_f$
- Manajer Investasi ingin memiliki portofolio ber- beta rendah jika $R_m < R_f$

Dalam model Treynor & Mazuy (1966) menggunakan model regresi kuadratik sebagai berikut :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i(R_{m,t}) + \gamma_i(R_{m,t})^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (3.1)$$

Adapun penjelasan dari variabel-variabel yang di gunakan dalam penelitian adalah sebagai berikut :

1. $R_{i,t}$ merupakan *excess return* reksadana i pada saat atau waktu t , Dalam model Treynor & Mazuy (1966) variabel ini merupakan variabel dependen yang nilai nya akan berubah sesuai dengan perubahan dari variabel-variabel independen yang mempengaruhinya.
2. $R_{m,t}$ merupakan *excess return* dari *return* pasar setelah di kurangkan dari *risks free return* pada waktu t . Merupakan variabel independen dalam model Treynor & Mazuy (1966), yang menentukan variabel dependen.
3. $R_{m,t}^2$ merupakan *excess return* dari *return* pasar yang di kuadratkan, kuadrat yang di gunakan merupakan suatu ukuran bagi manajer investasi yang apabila memiliki *market timing*, maka manajer investasi tersebut akan memiliki kemampuan untuk memprediksi pasar di masa depan. Dan apabila menurut manajer investasi tersebut pasar sedang baik, maka manajer investasi akan memberikan proporsi yang lebih besar pada portofolio sekuritas tersebut.
4. $\varepsilon_{i,t}$ merupakan variabel *error* yang menunjukkan risiko spesifik dari reksadana.

Dalam penelitian yang menggunakan model Treynor & Mazuy (1966) untuk memprediksi kemampuan manajer investasi dalam melakukan pemilihan waktu pasar dan saham yang akan di masukkan ke dalam portofolio, beberapa parameter berikut juga di gunakan untuk melihat pengaruh variabel *independent* terhadap variabel *dependent* nya :

1. α_i Parameter ini menunjukkan kemampuan dari Manajer Investasi dalam melakukan pemilihan saham yang akan di masukkan ke dalam portofolio reksadana i . Nilai positif dari parameter ini menunjukkan kemampuan Manajer Investasi yang baik, semakin besar nilai α semakin baik, dan menunjukkan Manajer Investasi dapat melakukan pemilihan saham yang dapat menambah *return* dari portofolio yang di kelola nya.
2. β_i Parameter ini menunjukkan estimasi risiko yang sistematis dari reksadana, Beta portofolio i menunjukkan volatilitas dari portofolio i terhadap *return* pasar. Beta sama dengan 1 artinya *return* portofolio mengikuti naik atau turun nya *return* pasar.
3. γ_i Parameter ini menunjukkan kemampuan pemilihan waktu pasar (*market timing*) dari Manajer Investasi reksadana i . Kemampuan ini dapat di lihat dari nilai γ yang semakin besar, yang di artikan bahwa Manajer Investasi tersebut memiliki kemampuan pemilihan waktu pasar yang baik, dan berarti bisa menambah *return* dari reksadana tersebut.

Dalam penelitian ini juga di teliti pengaruh dari harga emas dan harga obligasi terhadap *excess return* dari reksadana, sehingga model regresi yang di gunakan adalah sebagai berikut :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i(R_{m,t}) + \gamma_i(R_{m,t})^2 + \delta_1 \text{Emas} + \delta_2 \text{Obligasi} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.2)$$

Dimana :

δ_1 : Koefisien regresi untuk Emas

δ_2 : Koefisien regresi untuk Obligasi

Untuk melakukan analisis regresi dari reksadana saham yang di jadikan sampel dalam penelitian ini di gunakan program *E-views 7.0*

3.3 Definisi Operasional

Dalam definisi operasional, di berikan penjelasan mengenai variabel-variabel yang di gunakan dalam penelitian. Penjelasan ini bertujuan agar pembaca yang membaca penelitian ini memiliki pemahaman yang sama dan tidak mempunyai pandangan yang bias terhadap penelitian.

3.3.1 Return Pasar

Return atau pengembalian pasar yang merupakan variabel independen dalam penelitian ini merupakan suatu indikator tingkat pengembalian yang di berikan oleh pasar, dimana di gunakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) untuk di jadikan patokan (*benchmark*). Adapun perhitungan yang di gunakan adalah sebagai berikut :

$$\text{Return Pasar}_t = \frac{\text{IHSG}_t - \text{IHSG}_{t-1}}{\text{IHSG}_{t-1}} \quad (3.3)$$

Dimana :

Return Pasar_t : *Return* Pasar pada bulan atau periode ke – t

IHSG_t : IHSG pada akhir bulan atau periode ke- t

IHSG_{t-1} : IHSG pada akhir bulan atau periode ke- $t-1$

3.3.2 Tingkat Bunga SBI

Tingkat suku bunga SBI di gunakan dalam penelitian ini untuk menggambarkan variabel suku bunga bebas risiko yang di gunakan di dalam regresi kuadratik. Di mana SBI yang di gunakan adalah tingkat suku bunga SBI bulanan yang di keluarkan oleh Bank Indonesia. Pemilihan SBI sebagai suku bunga bebas risiko adalah karena SBI memiliki karakteristik memiliki likuiditas dan jangka waktu yang pendek.

3.3.3 Return Portofolio

Dalam penelitian ini, perhitungan dari *Return Portofolio* dilakukan berdasarkan Nilai Aktiva Bersih (NAB) per unit dari Reksadana Saham yang di jadikan sampel. Perhitungan terhadap *Return Portofolio* Reksadana adalah sebagai berikut :

$$\text{Return Portofolio} = \frac{\text{NAB}_t - \text{NAB}_{t-1}}{\text{NAB}_{t-1}} \quad (3.4)$$

Dimana :

Return Portofolio t : *Return Portofolio* pada bulan atau periode ke- t

NAB_t : NAB pada bulan atau periode ke- t

NAB_{t-1} : NAB pada bulan atau periode ke- $t-1$

3.3.4 Harga Emas

Data yang di gunakan dalam penelitian ini adalah data akhir bulan dari harga Emas yang di keluarkan oleh *New York Merchantile Exchange* selama periode penelitian yaitu tahun 2006-2010. Dalam penelitian ini, harga emas menjadi variabel yang di amati karena emas merupakan salah satu alternatif investasi yang banyak di miliki oleh investor di masa krisis, yang di karenakan sifat investasi dari emas yang dapat menangkal inflasi. Terbukti dari harga emas yang semakin tinggi hingga mencapai US\$ 1421,1/toz pada akhir tahun 2010.

3.3.5 Indeks Obligasi

Obligasi merupakan alternatif investasi lain yang banyak di pilih oleh investor. Untuk melihat perkembangan dari pengembalian yang di hasilkan oleh investasi obligasi, di gunakan indeks Obligasi yang di keluarkan oleh badan independen. Obligasi banyak di pilih oleh investor di karenakan pengembalian yang di berikan di atas deposito dan risiko yang di miliki oleh obligasi relatif rendah.

3.4 Periode Pengamatan

Dalam penelitian ini, periode pengamatan adalah data bulanan reksadana sejak tahun 2006 sampai dengan tahun 2010. Periode ini di ambil di karenakan Peneliti ingin mengamati Reksadana Saham yang memberikan pengembalian yang baik sebelum dan sesudah krisis tahun 2008. Selain itu, periode lima tahun di anggap mewakili jumlah periode yang cukup untuk melihat kemampuan *market timing* dan *selectivity* yang di miliki oleh Manajer Investasi

3.5 Objek Penelitian

Yang akan di jadikan objek dalam penelitian ini adalah Reksadana Saham yang selama periode penelitian memberikan *return* atau pengembalian yang paling baik menurut perhitungan *Jensen's Alpha*, Dalam penelitian ini, Reksadana Saham yang memenuhi kriteria tersebut berjumlah 10 reksadana.

3.6 Metode Pemilihan Sampel

Dalam melakukan pemilihan sampel, Reksadana yang di jadikan sampel memiliki kriteria sebagai berikut :

- Merupakan Reksadana Saham yang masih aktif dalam periode pengamatan.
- Reksadana Saham yang di jadikan sampel bukan merupakan reksadana berbentuk syariah, karena pemilihan saham untuk reksadana saham syariah masih terbatas, sehingga kurang mencerminkan *selectivity* yang baik untuk Manajer Investasi.
- Reksadana Saham memiliki kinerja yang baik yang di cerminkan dari perhitungan Jensen Alpha yang menghasilkan alpha di atas IHSG.
- Ketersediaan data yang sesuai dengan periode pengamatan dalam penelitian ini

Adapun tabel berikut akan memperlihatkan Reksadana Saham yang di jadikan sampel, sesuai dengan perhitungan *Jensen's Alpha* pada tahun 2010

Tabel 3.1 Perhitungan Jensen Alpha – SML

	Reksadana	Jensen Alpha - SML (%)	Annualized Return (%)	Expected Return	Beta	Risk Free (%)
1	Panin Dana Maksima	24,5749	49,3496	24,7747	0,843	7,1857
2	Makinta Mantap	9,0187	35,405	26,3864	0,9203	7,1857
3	BNP Paribas Pesona	5,8743	34,9095	29,0352	1,0473	7,1857
4	Schroder Dana Istimewa	5,1249	33,3933	28,2684	1,0105	7,1857
5	Schroder Dana Prestasi Plus	4,9719	33,1215	28,1495	1,0048	7,1857
6	BNP Paribas Ekuitas	4,2125	34,417	30,2045	1,1033	7,1857
7	Batavia Dana Saham	3,0673	31,7421	28,6747	1,03	7,1857
8	Manulife Dana Saham	2,3627	30,5254	28,1627	1,0054	7,1857
9	Phinisi Dana Saham	1,719	30,8146	29,0956	1,0501	7,1857
10	Dana Ekuitas Andalan	0,5221	29,9284	29,4063	1,065	7,1857
11	Indeks Harga Saham Gabungan	0	28,0493	28,0493	1	7,1857

Sumber : www.infovesta.com Selasa, 29 Juni :13.00

3.7 Data Yang Diperlukan

Penelitian ini memerlukan data-data sebagai berikut :

1. Data Nilai Aktiva Bersih Reksadana Saham yang di jadikan sampel selama periode pengamatan yaitu Januari 2006 sampai dengan Desember 2010.
2. Data Suku Bunga Bank Indonesia (SBI) bulanan selama periode pengamatan yaitu Januari 2006 sampai dengan Desember 2010 untuk mewakili tingkat bunga bebas risiko.
3. Data Indeks Harga Saham Gabungan setiap akhir bulan selama periode pengamatan yaitu Januari 2006 sampai dengan Desember 2010 untuk perhitungan *return* portofolio.

4. Data Harga Emas pada akhir bulan selama periode pengamatan yaitu Januari 2006 sampai dengan Desember 2010
5. Data Indeks Obligasi setiap bulan selama periode pengamatan yaitu Januari 2006 sampai dengan 2010

3.8 Teknik Pengumpulan Data

Data- data yang di dapatkan dalam penelitian ini merupakan data-data yang di kumpulkan melalui berbagai sumber, sebagai berikut :

1. Studi Pustaka

Penelitian ini menggunakan beberapa buku, jurnal, dan bacaan yang di jadikan sebagai *literature* yang dapat membantu untuk memberikan referensi dan acuan yang bisa mendukung penelitian

2. Riset Lapangan

Riset Lapangan yang di lakukan dalam penelitian ini bertujuan untuk mendapatkan data-data yang dapat di gunakan dalam penelitian, Data-data yang di gunakan seperti IHSG, SBI, Perhitungan Jensen Alpha, dan indeks Obligasi di dapat dari website www.infovesta.com. Data yang berhubungan dengan perkembangan reksadana tahunan sampai dengan tahun 2010 di dapat dari www.finansialbisnis.com. Data-data lain yang berhubungan dengan reksadana di dapat dari www.bapepam.go.id, Harga emas di dapat dari data yang di sediakan oleh www.antam.com

3.9 Pengujian Data dan Model

3.9.1 Uji Normalitas

Dalam melakukan pengujian normalitas data, di gunakan Uji *Jarque-Berra* (JB). Ini merupakan uji *asimtotis* atau sampel besar dan di dasarkan atas residu *Ordinary Least Square* (OLS).

Formula uji *statistic* J-B adalah sebagai berikut (Gujarati, 2006) :

$$JB = \frac{n}{6} [S^2 + \frac{(K-3)^2}{4}] \quad (3.5)$$

Dimana :

n : ukuran sampel

S : kemencengan (*skewness*)

K : keruncingan (*kurtosis*)

Maka Hipotesis yang akan di uji adalah sebagai berikut :

H_0 : Data tidak terdistribusi normal

H_1 : Data terdistribusi normal

Jika residual terdistribusikan secara normal maka di harapkan nilai statistic JB akan sama dengan nol. Nilai statistik JB ini di dasarkan pada distribusi *Chi Squares* dengan derajat kebebasan (*df*) sama dengan 2. Jika nilai probabilitas ρ dari statistic JB besar atau dengan kata lain jika nilai statistic dari JB ini tidak signifikan, maka kita menerima hipotesis bahwa residual mempunyai distribusi normal karena nilai statistik JB mendekati 0. Sebaliknya jika nilai probabilitas ρ dari statistik JB kecil atau signifikan maka kita menolak hipotesis bahwa residual mempunyai distribusi normal karena nilai statistic JB tidak sama dengan 0.

3.9.2 Uji Autokorelasi

Dalam uji Autokorelasi, di lakukan pengujian untuk menguji apakah ada korelasi antara anggota observasi satu dengan observasi lain nya yang berlainan waktu. Dalam kaitan nya dengan asumsi metode *Ordinary Leasts Square* (OLS), autokorelasi merupakan korelasi antara satu variabel gangguan dengan variabel gangguan yang lain (Widarjono, 2009). Sedangkan salah satu asumsi penting metode OLS berkaitan dengan variabel gangguan adalah tidak adanya hubungan antara variabel gangguan satu dengan variabel gangguan yang lain.

- Metode Durbin Watson

Salah satu cara untuk melakukan uji Autokorelasi adalah dengan melakukan uji Durbin Watson (DW). Adapun formula Uji statistik Durbin Watson adalah sebagai berikut (Gujarati, 2006) :

$$d = \frac{\sum_{t=2}^{t=n} (\hat{e}_t - \hat{e}_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^{t=n} \hat{e}_t^2} \quad (3.6)$$

Adapun Hipotesis dalam Uji Durbin Watson adalah sebagai berikut :

$$H_0 : \rho \neq 1$$

$$H_1 : \rho \neq -1$$

Durbin Watson mengembangkan uji statistik dengan menentukan nilai kritis bawah (dl) dan nilai kritis atas (du), sehingga jika nilai d hitung dari persamaan (3.6) terletak di luar nilai kritis ini maka ada atau tidak nya autokorelasi baik positif maupun negatif dapat di ketahui. Tabel berikut akan menjelaskan tentang penentuan nilai ada atau tidak nya autokorelasi antara variabel gangguan.

Tabel 3.2 Tabel Uji Statistik Durbin – Watson d

Nilai Statistik d	Hasil
$0 < d < dl$	Menolak Hipotesis nol; ada autokorelasi positif
$dl \leq d \leq du$	Daerah keragu-raguan; tidak ada keputusan
$du \leq d \leq 4 - du$	Menerima Hipotesis nol ; tidak ada autokorelasi positif atau negatif
$4 - du \leq d \leq 4 - dl$	Daerah keragu-raguan; tidak ada keputusan
$4 - dl \leq d \leq 4$	Menolak Hipotesis nol; ada autokorelasi negatif

Sumber : Agus W (2009), Ekonometrika hal :146

3.9.3 Uji Stationeritas

Dalam data *time series*, banyak di temukan kumpulan variabel *random* dalam urutan waktu yang terjadi karena adanya proses yang bersifat *random* atau stokastik. Suatu data dikatakan stasioner jika memiliki tiga kriteria berikut (Widarjono, 2009) yaitu :

- Rata-rata dan *varian* nya konstan sepanjang waktu
- *Kovarian* antara dua data runtut waktu hanya tergantung dari kelembaman antara dua periode waktu tersebut

Jadi data yang stasioner adalah data yang rata-rata maupun *varian* nya konstan, tidak berubah-ubah sepanjang waktu.

Salah satu cara untuk menguji ke stasioner-an data *time series* adalah dengan menggunakan uji akar unit (*unit root test*) Dicky-Fuller (DF). Prosedur untuk menentukan apakah data stasioner atau tidak adalah dengan cara membandingkan antara nilai statistik DF dengan nilai kritis nya yaitu distribusi statistik τ . Jika nilai absolut staistik DF lebih besar dari nilai kritis nya maka hipotesis *null* di tolak. Dan sebalik nya, jika nilai absolut nilai statistik DF lebih kecil dari nilai kritis distribusi statistik τ artinya data todak stasioner.

3.9.4 Uji Heteroskedastis

Dalam regresi dengan metode *Ordinary Leasts Squares*, di butuhkan data yang memenuhi estimator berdasarkan *Best Linear Unbiased Estimator (BLUE)*. Dimana data yang baik menurut *BLUE* adalah data yang bersifat *homoskedastis*, yaitu variabel gangguan dari data tersebut mempunyai varian yang konstan. Dalam penelitian ini, pengujian terhadap data yang di gunakan memiliki Heteroskedastisitas atau tidak dilakukan dengan menggunakan uji *White*.

Uji *White* yang di lakukan memiliki hipotesis sebagai berikut :

H_0 : Tidak ada Heteroskedastis

H_1 : Ada Heteroskedastis

Uji *white* di lakukan berdasarkan pada jumlah sampel (n) di kalikan dengan R^2 (R -squared) yang akan mengikuti distribusi *chi-square* dengan *degree of freedom* sebanyak variabel independen namun tidak termasuk konstanta.

Jika nilai *Chi-square* hitung (nR^2) lebih besar dari nilai χ^2 kritis dengan derajat kepercayaan tertentu maka ada heteroskedastis. Dan sebaliknya jika *chi squares* hitung lebih kecil dari nilai χ^2 kritis menunjukkan tidak ada nya heteroskedastis.

3.9.5 Uji Signifikansi

Untuk mengetahui apakah model yang di buat sudah sesuai dengan *BLUE*, maka di perlukan uji sginifikansi terhadap model regresi. Uji signifikansi merupakan pendekatan alternatif, namun bersifat melengkapi dan mungkin merupakan pendekatan yang lebih singkat dalam pengujian hipotesis.

- Uji signifikansi t

Dalam uji signifikansi t , kita ingin mengetahui apakah masing-masing koefisien regresi dan konstanta signifikan terhadap model regresi.

Sifat-sifat distribusi t :

1. Berbentuk Simetris
2. Rata-rata nya adalah 0, tetapi varians nya adalah $k/(k-2)$. Oleh karena itu, varians dan distribusi t di definisikan untk k lebih dari 2. Dimana k adalah derajat kebebasan (*degree of freedom*).

Hipotesis dalam uji signifikansi t adalah :

H_0 : Koefisien regresi tidak signifikan

H_1 : Koefisien regresi signifikan

Keputusan menerima atau menolak H_0 di lakukan berdasarkan nilai statistik uji yang di peroleh dari data sampel. Memilih tingkat signifikansi yang tepat juga di perlukan namun sifat nya subjektif, dan apabila nilai probabilitas yang di dapat terlalu rendah, maka H_0 di tolak.

- Uji Distribusi F

Dalam uji distribusi F yang di sebut juga distribusi rasio *variens*, kita menentukan apakah variabel bebas yang ada dalam model dapat menentukan variabel terikat nya.

Jika probabilitas lebih kecil dari α yang di gunakan, maka H_0 di tolak. Jika nilai α tidak di tetapkan terlebih dahulu, maka cukup tampilkan nilai p dari statistik uji.

Sifat-sifat distribusi F (Gujarati, 2006) :

1. Distribusi F menceng ke kanan, dan memiliki rentang dari 0 hingga tak terhingga
 2. Distribusi F mendekati distribusi normal manakala k_1 dan k_2 yang merupakan derajat kebebasan sangatlah besar
 3. Kuadrat dari variabel acak yang di ditribusikan sebagai distribusi t dengan $d, k = k$ mempunyai distribusi F dengan $d, k = 1$ pada pembilang dan k pada penyebut
- *R square* (R^2)

R square merupakan sebuah koefisien determinasi berganda yang mengukur derajat hubungan linear antara variabel terikat dan variabel bebas nya. *R- square* menjelaskan seberapa baik garis regresi cocok dengan datanya, atau mengukur pesentase total variasi Y yang di jelaskan oleh garis regresi. Jika semua data terletak pada garis regresi atau nilai residual adalah 0 maka garis regresi yang terjadi merupakan garis regresi yang sempurna. Akan tetapi, garis regresi yang sempurna sangat jarang terjadi, oleh karena itu kita memilih garis regresi dengan nilai error atau kesalahan yang paling kecil. Salah satu sifat penting dari R^2 adalah semakin banyak jumlah variabel penjelas dalam suatu model akan semakin tinggi nilai R^2 . Nilai koefisien determinasi terletak antara 0 dan 1. Semakin angka nya mendekati 1 maka semakin baik garis regresi, karena menjelaskan data aktual nya. Semakin mendekati angka 0 maka garis regresi yang di dapat kurang baik.

Akan tetapi, terdapat kelemahan dalam nilai R^2 yaitu nilai ini tidak memperhatikan besar nya derajat kebebasan, sehingga nilai yang seharusnya lebih di perhatikan adalah nilai *adjusted* R^2 yang memiliki sifat-sifat berikut (Gujarati, 2006):

1. Jika $k > 1$, *Adjusted* $R^2 \leq R^2$, dalam hal ini, sejalan dengan bertambah nya jumlah variabel penjelas di dalam model, R^2 yang di sesuaikan makin lama akan makin lebih kecil daripada R^2 yang belum di sesuaikan.

2. Meskipun R^2 yang belum di sesuaikan selalu bernilai positif, R^2 yang sudah di sesuaikan kadang-kadang berubah menjadi negatif.



BAB 4

ANALISA DATA

4.1 Pendahuluan

Pada bab ini akan di bahas mengenai prosedur-prosedur yang digunakan dalam pengumpulan, penyajian, analisis, dan penafsiran data. Dalam proses pengumpulan data, data yang telah terkumpul di masukkan ke *Microsoft Excel*, dan di jadikan regresi berganda dengan menggunakan program *E Views 7.0*.

Pembahasan data- data yang di peroleh dan di olah di mulai dengan analisa statistik deskriptif. Adapun pengertian statistika deskriptif adalah metode-metode yang berkaitan dengan pengumpulan dan penyajian suatu gugus data sehingga memberikan informasi yang berguna (Walpole, 1995). Statistik deskriptif di sajikan dengan tujuan memberikan gambaran data secara keseluruhan, kesimetrisan distribusi data, keruncingan atau kelandaian distribusi data. Setiap output model atau regresi yang di hasilkan akan melalui proses pengujian untuk melihat apakah model yang di hasilkan telah memenuhi syarat *BLUE (Best Linear Unbiased Estimation)* atau tidak.

Pengujian terhadap variabel adalah uji normalitas, uji stasioneritas, dan uji multikolenearitas. Pengujian model regresi akan di lakukan dengan melakukan uji signifikansi model secara keseluruhan dan koefisien regresi. Dalam hal ini, pengujian yang di lakukan adalah uji *t*, uji *F*, dan uji *r-squared* (koefisien determinasi yang di sesuaikan). Setelah di lakukan pengujian dan di pastikan model memenuhi syarat BLUE, maka akan di lanjutkan analisa dan penjelasan dari hasil regresi yang di peroleh. Namun, apabila model belum memenuhi syarat BLUE, maka interpretasi terhadap model akan tetap di lakukan sesuai dengan tujuan penelitian untuk mengetahui tentang *market timing* dan keberhasilan dari kinerja pemilihan saham yang di lakukan oleh Manajer Investasi terhadap reksadana yang mereka kelola. Dan

juga dilihat tentang pengaruh dari harga emas dan harga obligasi terhadap *excess return* yang di hasilkan oleh reksadana tersebut.

4.2 Statistik Deskriptif

Dalam memberikan gambaran dari data yang di olah, maka terdapat beberapa ukuran yang dapat di gunakan untuk mendiskripsikan, yaitu *mean*, *median*, *skewness*, *kurtosis* dan *Jarque-Bera*. *Mean* dan *Median* merupakan suatu ukuran yang di gunakan untuk melihat kecondongan dari data. *Mean* arti nya nilai rata – rata dari sebuah kumpulan data, sedangkan *median* adalah nilai kecondongan tengah yang lebih kuat atau kesalahan data – data dari mean. *Skewness* memberikan informasi tentang kesimetrisan distribusi probabilitas (Gujarati, 2006)

Suatu distribusi di katakan simetris atau memiliki distribusi normal, jika tidak memiliki *skewness* positif di atas satu, atau negatif. Jadi dalam distribusi normal, nilai dari *skewness* adalah sama dengan 0 (nol), atau berada di bawah satu, maka distribusi bisa di katakan simetris. Untuk mengukur keruncingan atau kelandaian suatu distribusi di gunakan *kurtosis*. Di dalam distribusi normal, nilai *Kurtosis* adalah sama dengan 3. Berdasarkan keterangan tersebut di atas, maka dapat kita simpulkan bahwa di dalam sebuah distribusi normal akan terdapat syarat-syarat sebagai berikut yaitu mean dari sebuah distribusi sama dengan *median* , *skewness* yang di miliki sama dengan nol, dan *kurtosis* sama dengan 3 (Gujarati, 2006)

Dibawah ini adalah tabel yang menyajikan statistik deskriptif dan variabel yang di gunakan dalam pengolahan data. Data – data yang tersaji adalah data historis yang sebenar nya, yang diolah sendiri oleh Peneliti agar dapat memenuhi model yang di butuhkan untuk penelitian.

Tabel 4.1 Tabel Deskriptif

Reksadana	Mean	Median	Max	Min	Kurtosis	Skewness	Stdev	Obs
Batavia D Saham	0,0176	0,0228	0,2999	-0,2867	2,8744	-0,2093	0,0871	60
BNP P Ekuitas	0,0198	0,0339	0,2408	-0,3666	5,0317	-1,2715	0,0910	60
BNP P Pesona	0,0215	0,0325	0,2099	-0,3183	3,8384	-1,1055	0,0834	60
Dana Ekuitas Andalan	0,0164	0,0272	0,2263	-0,3348	4,6757	-1,1395	0,0835	60
Makinta Mantap	0,0221	0,0146	0,3645	-0,3143	2,3933	0,3530	0,1137	60
Manulife D Saham	0,0155	0,0202	0,1906	-0,3146	3,9780	-1,0280	0,0807	60
Panin Dana Maksima	0,0325	0,0329	0,2637	-0,3034	3,3033	-0,6844	0,0860	60
Phinisi Dana Saham	0,0155	0,0251	0,1829	-0,3258	4,9155	-1,2007	0,0798	60
Schroder D Istimewa	0,0182	0,0291	0,1842	-0,3033	3,4903	-0,9574	0,0791	60
Schroder D P Plus	0,0169	0,0266	0,1824	-0,2927	3,7712	-0,9655	0,0761	60
Excess Return Market	0,0148	0,0264	0,1946	-0,3221	4,6491	-1,2792	0,0793	60
Excess Return Market ^2	0,0063	0,0022	0,1038	0,0000	35,8451	5,5624	0,0145	60
Emas	883,8400	885,4500	1421,1000	561,6000	-0,6200	0,5349	232,8011	60
Bonds	3558,1747	3496,3850	4755,5800	2570,6600	-0,4915	0,4417	572,3640	60

Sumber : Diolah Peneliti

4.2.1 *Mean dan Median*

Dari *mean* dan *median* yang terlihat dalam tabel yang berasal dari data yang di olah, maka dapat kita lihat ada beberapa data yang *mean* nya lebih besar apabila di bandingkan dengan *median*, Reksadana Makinta Mantap, harga Obligasi dan nilai *excess return market*² memperlihatkan hal tersebut. *Mean* Reksadana Makinta Mantap adalah sebesar 0,00221, sedangkan *median* dari Reksadana ini adalah 0,0146. *Mean* dan *median* dari harga Obligasi dan *excess return*² adalah masing-masing sebagai berikut, 3.558,1747 dan 3.496,3850, dan 0,0063 dan 0,0022.

Hal ini memperlihatkan bahwa data ketiga variabel tersebut berada pada sebelah kanan kurva distribusi normal. Variabel lain dalam tabel memperlihatkan nilai *median* yang lebih besar di bandingkan nilai *mean* nya. Variabel tersebut adalah harga Emas, *excess return* yang di hasilkan *market*, dan *excess return* sembilan reksadana lain yang termasuk dalam sampel, yaitu Reksadana Batavia Dana Saham, Reksadana BNP Paribas Ekuitas, Reksadana BNP Paribas Pesona, Reksadana Dana Ekuitas Andalan, Reksadana Manulife Dana Saham, Reksadana Panin Dana Maksima, Reksadana Phinisi Dana Saham, Reksadana Schroder Dana Istimewa, dan Reksadana Schroder Prestasi Plus. Hal ini memperlihatkan bahwa data kesebelas variabel tersebut berada pada sebelah kiri kurva distribusi normal.

4.2.2 *Nilai Skewness*

Bentuk dari data dapat di lihat dari kemiringan (*skewness*) masing-masing data. Sekumpulan nilai asimetris ke kanan (*skewed to the right*) atau di sebut juga asimetris positif (*positively skewed*) apabila ada satu puncak dan nilai yang meluas lebih jauh ke bagian kanan dari puncak daripada ke bagian kiri puncak.

Pada data yang terdapat dalam penelitian ini yang memiliki bentuk asimetris ke kanan atau nilai *skewness* lebih kecil dari 0 adalah Reksadana Batavia Dana Saham, Reksadana BNP Paribas Ekuitas, Reksadana BNP Paribas Pesona, Reksadana Dana Ekuitas Andalan, Reksadana Panin Dana Maksima, Reksadana Phinisi Dana

Saham, Reksadana Schroder Dana Istimewa, Reksadana Schroeder Dana Prestasi Plus, dan *Excess return market*. Pada distribusi asimetris negatif (*negatively skewed*) terdapat satu puncak, tapi pengamatannya cenderung lebih jauh ke kiri, dalam arah negatif, daripada ke arah kanan. Data-data variabel berikut memiliki distribusi asimetris negatif, yaitu Reksadana Makinta Mantap, $Excess\ return\ market^2$, Harga Emas, dan Harga Obligasi.

4.2.3 Nilai *Kurtosis*

Kurtosis adalah bentuk runcing atau tidak runcingnya suatu kurva distribusi normal. Hal yang diperhatikan dalam *kurtosis* adalah dalam distribusi normal, jumlah $K = 3$, apabila data memiliki *kurtosis* lebih dari 3 maka data tersebut memiliki kurva yang keruncingannya lebih runcing dari distribusi normal. Data variabel yang memiliki kurva yang lebih runcing dari distribusi normal adalah Reksadana BNP Paribas Ekuitas, Reksadana BNP Paribas Pesona, Reksadana Dana Ekuitas Andalan, Reksadana Manulife Dana Saham, Reksadana Panin Dana Maksima, Reksadana Phinisi Dana Saham, Reksadana, Schroder Dana Prestasi Plus, Reksadana Schroder Dana Istimewa, *Excess return market* dan $Excess\ return\ market^2$.

Akan tetapi apabila nilai *kurtosis* yang dimiliki data dalam variabel kurang dari 3, maka bentuk keruncingan kurva nya lebih datar dari distribusi normal. Data yang memiliki nilai *kurtosis* kurang dari 3 adalah variabel Reksadana Batavia Dana Saham, Reksadana Makinta Mantap, Harga Emas dan Harga Obligasi.

4.3 Pengujian Data dan Uji Signifikansi

4.3.1 Pengujian Normalitas

Dalam melakukan pengujian normalitas, dilakukan uji *Jarque-Berra* yang dilakukan program *Eviews 7.0*, di mana untuk data yang normal, memiliki probabilitas kurang dari 0,05. Data yang memiliki probabilitas lebih dari 0,05 dianggap sebagai data

yang tidak normal, Berikut ringkasan hasil uji *Jarque-Berra* yang di lakukan dalam penelitian ini

Tabel 4.2 Ringkasan hasil uji Jarque-Berra

Reksadana	Nilai Jarque - Berra	Probalbility	Kesimpulan
Batavia D Saham	16,5712	0,000252	Data Normal
BNP P Ekuitas	66,5229	0,000000	Data Normal
BNP P Pesona	40,3330	0,000000	Data Normal
Dana Ekuitas Andalan	56,3679	0,000000	Data Normal
Makinta Mantap	12,2104	0,002231	Data Normal
Manulife D Saham	44,7202	0,000000	Data Normal
Panin Dana Maksima	38,1523	0,000000	Data Normal
Phinisi Dana Saham	64,1493	0,000000	Data Normal
Schroder D Istimewa	36,5443	0,000000	Data Normal
Schroder D Prestasi Plus	38,8469	0,000000	Data Normal
Excess Market	59,0690	0,000000	Data Normal
Excess Market ²	2.988,2950	0,000000	Data Normal
Emas	3,3835	0,146998	Data tidak Normal
Bonds	2,6095	0,271242	Data tidak Normal

Sumber : Diolah Peneliti

Dalam tabel 4,2 dapat kita lihat bahwa hanya data variabel dari Harga Emas dan Harga Obligasi saja yang memiliki probabilitas lebih dari 0,05. Dimana probabilitas dari harga Emas adalah 0,146998 dan probabilitas dari harga Obligasi adalah 0,271242, kedua data tersebut tidak terdistribusi dengan normal. Sedangkan data seluruh *excess return* Reksadana yang di gunakan dalam penelitian ini merupakan data yang terdistribusi dengan normal, begitu juga data dari *Excess market* dan *Excess market*².

4.3.2 Uji Autokorelasi

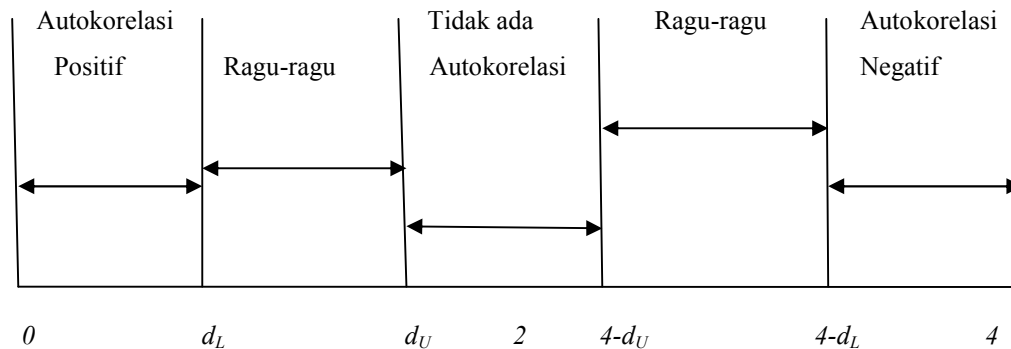
Dalam melakukan uji Autokorelasi, Peneliti melakukan uji Durbin Watson terhadap variabel-variabel yang di gunakan dalam penelitian ini. Sesuai dengan yang di sebutkan di dalam bab 3, uji autokorelasi ini penting untuk di lakukan untuk mengetahui bahwa tidak ada nya autokorelasi antara variabel tidak terikat yang bisa menyebabkan bias nya pengambilan keputusan di dalam model yang akan di gunakan. Berikut merupakan ringkasan dari Uji Durbin Watson yang menggunakan perangkat *E-Views 7.0*.

Tabel 4.3 Ringkasan Hasil Uji Durbin Watson

Reksadana	Nilai Durbin Watson	Nilai Durbin Watson setelah Breusch-Godfrey (LM) Test	Kesimpulan
Batavia D Saham	1,60416	1,967909	Tidak Ada Autokorelasi
BNP P Ekuitas	1,90168	-	Tidak Ada Autokorelasi
BNP P Pesona	1,43413	1,97344	Tidak Ada Autokorelasi
Dana Ekuitas Andalan	1,317441	2,015803	Tidak Ada Autokorelasi
Makinta Mantap	1,611231	1,914587	Tidak Ada Autokorelasi
Manulife D Saham	2,13625	-	Tidak Ada Autokorelasi
Panin Dana Maksima	1,46731	1,962842	Tidak Ada Autokorelasi
Phinisi Dana Saham	1,79877	-	Tidak Ada Autokorelasi
Schroder D Istimewa	1,89080	-	Tidak Ada Autokorelasi
Schroder D Prestasi Plus	1,95014	-	Tidak Ada Autokorelasi

Sumber : Diolah Peneliti

Dengan nilai kritis d pada $\alpha = 5\%$ dan jumlah observasi (n) = 60 derajat kebebasan atau k sebesar 4 dimana jumlah ini di hitung berdasarkan jumlah variabel yang di teliti dalam model, maka nilai d_L yang di dapat adalah sebesar 1,283 dan nilai d_U adalah sebesar 1,558. Sesuai dengan tabel 3.2 maka struktur pengambilan keputusan adalah sebagai berikut :



Gambar 4.1 Statistik Durbin Watson d

Sumber : Widarjono (2009), Ekonometri hal 146

Gambar 4.1 menunjukkan pengambilan keputusan berikut ada 3 Reksadana yang memiliki Autokorelasi positif, yaitu Reksadana BNP Paribas Pesona, Reksadana Dana Ekuitas Andalan, dan Reksadana Panin Dana Maksima. Reksadana yang tidak memiliki Autokorelasi adalah Reksadana BNP Paribas Ekuitas, Reksadana Manulife Dana Saham, Reksadana Phinisi Dana Saham, Reksadana Schroder Dana Istimewa, dan Reksadana Schroder Prestasi Plus. Sedangkan yang masuk dalam kategori tidak tahu apakah memiliki Autokorelasi atau tidak adalah Reksadana Batavia Dana Saham dan Reksadana Makinta Mantap. Namun setelah di lakukan perbaikan dengan menggunakan *E-Views 7* dengan cara melakukan *Breusch-Godfrey (LM) Test*, maka dalam penelitian ini tidak ada Reksadana yang memiliki autokorelasi positif, dan menghasilkan keseluruhan reksadana tidak mempunyai autokorelasi antara seluruh variabel bebas terhadap variabel terikat.

4.3.3 Uji Stasioneritas

Uji stasioneritas di lakukan untuk menguji apakah data yang di pakai sudah stasioner atau belum. Penelitian ini menggunakan uji *Augmented Dicky- Fuller (ADF) Test*, yang juga di sebut sebagai uji akar unit untuk mengukur tingkat stokastik dari variabel gangguan apakah memiliki akar unit atau tidak. Data di katakan stasioner apabila tidak mempunyai akar unit dan tidak bergerak secara *random walk* dan memiliki sifat *white noise*.

Tabel 4.4 Ringkasan hasil uji Augmented Dicky-Fuller (ADF) Test

	ADF	Critical Value			Kesimpulan
		1%	5%	10%	
Batavia D Saham	5,77781	3,5461	-2,1977	-2,5936	Data Stasioner
BNP P Ekuitas	5,30074	3,5461	-2,1977	-2,5936	Data Stasioner
BNP P Pesona	5,52480	3,5461	-2,1977	-2,5936	Data Stasioner
Dana Ekuitas Andalan	5,60687	3,5461	-2,1977	-2,5936	Data Stasioner
Makinta Mantap	9,65290	3,5461	-2,1977	-2,5936	Data Stasioner
Manulife D Saham	5,64897	3,5461	-2,1977	-2,5936	Data Stasioner
Panin Dana Maksima	5,25878	3,5461	-2,1977	-2,5936	Data Stasioner
Phinisi Dana Saham	5,64967	3,5461	-2,1977	-2,5936	Data Stasioner
Schroder D Istimewa	6,09646	3,5461	-2,1977	-2,5936	Data Stasioner
Schroder D Prestasi Plus	5,95442	3,5461	-2,1977	-2,5936	Data Stasioner
Excess Market	5,52648	3,5461	-2,1977	-2,5936	Data Stasioner
Excess Market ²	6,46996	3,5461	-2,1977	-2,5936	Data Stasioner
Emas	3,70588	3,5461	-2,1977	-2,5936	Data Stasioner
Bonds	1,04845	3,5461	-2,1977	-2,5936	Data Tidak Stasioner

Sumber : Data diolah Peneliti

Dalam ADF test, hipotesis yang di gunakan adalah sebagai berikut :

$H_0: \varphi = 0$ dalam hal ini data Tidak Stasioner

$H_1: \varphi < 0$ dalam hal ini data Stasioner

Prosedur untuk menentukan apakah data stasioner atau tidak dengan membandingkan antara nilai statistik *Dicky-Fuller* dengan nilai kritis nya yakni distribusi statistik τ . Jika nilai absolut statistik *DF* lebih besar dari nilai kritis nya maka kita menolak hipotesis *nul* sehingga data yang di amati menunjukkan stasioner. Sebaliknya data tidak stasioner jika nilai statistik *DF* lebih kecil dari nilai kritis distribusi statistik τ .

Berdasarkan ketentuan di atas, maka dapat kita simpulkan bahwa hanya data dari variabel Harga Obligasi saja yang tidak stasioner, sedangkan variabel lain yaitu sepuluh reksadana yang di jadikan sampel. *Excess Market*, $Excess\ Market^2$ dan harga Emas menunjukkan data sudah stasioner. Dalam penelitian ini data tidak perlu stasioner seluruh nya, karena menekankan pada pemilihan saham dan penentuan waktu pasar dalam mengelola portofolio.

4.3.4 Uji Heteroskedastisitas

Penelitian ini menggunakan uji *White* untuk menentukan apakah data yang di jadikan sampel memiliki sifat Heteroskedastis atau tidak. Dalam menentukan apakah suatu data ada Heteroskedastitas atau tidak adalah jumlah sampel (n) di kalikan dengan R^2 yang akan mengikuti distribusi *chi-squares* dengan jumlah derajat kebebasan sejumlah variabel yang dipakai dalam model regresi yang di gunakan. Berikut merupakan ringkasan hasil uji *White* yang dilakukan dalam penelitian ini

Tabel 4.5 Ringkasan Hasil Uji White

	Obs* R Squared	Degree of Freedom	Chi Squares 5%	Kesimpulan
Batavia D Saham	9,105049	4	9,49	Tidak ada Heteroskedastisitas

BNP P Ekuitas	9,992679	4	9,49	Ada Heteroskedastisitas
BNP P Pesona	9,984042	4	9,49	Ada Heteroskedastisitas
Dana Ekuitas Andalan	15,26786	4	9,49	Ada Heteroskedastisitas
Makinta Mantap	6,20006	4	9,49	Tidak ada Heteroskedastisitas
Manulife D Saham	16,18077	4	9,49	Ada Heteroskedastisitas
Panin Dana Maksima	13,09236	4	9,49	Ada Heteroskedastisitas
Phinisi Dana Saham	16,77752	4	9,49	Ada Heteroskedastisitas
Schroder D Istimewa	9,290427	4	9,49	Tidak ada Heteroskedastisitas
Schroder D PrestasiPlus	9,327605	4	9,49	Tidak ada Heteroskedastisitas

Sumber : Diolah Peneliti

Dalam tabel 4.5 dapat kita lihat bahwa Reksadana Batavia Dana Saham, Reksadana Makinta Mantap, Reksadana Schroder Dana Istimewa, dan Reksadana Schroder Dana Prestasi Plus tidak memiliki masalah dalam Heteroskedastisitas. Sedangkan yang memiliki masalah dalam Heteroskedastisitas adalah data variabel dari reksadana berikut, yaitu Reksadana BNP Paribas Ekuitas, Reksadana BNP Paribas Pesona, Reksadana Dana Ekuitas Andalan, Reksadana Manulife Dana Saham, Reksadana Panin Dana Maksima, dan Reksadana Phinisi Dana Saham.

4.3.5 Uji signifikansi t

Uji t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel bebas secara individual dalam menerangkan variasi variabel terikat. Tujuan dari uji t adalah untuk menguji koefisien regresi secara individual. Nilai t tabel yang diperoleh dibandingkan nilai t hitung, bila t hitung lebih besar dari t tabel, maka H_0 ditolak, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel independen berpengaruh pada variabel dependen. Apabila t hitung lebih kecil dari t tabel, maka H_0 diterima sehingga dapat

disimpulkan bahwa variabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependen, Berikut merupakan ringkasan hasil t_{hitung} dan probabilitasnya.

Tabel 4, 6 Ringkasan Hasil t -test

	α	β_1	β_2	Emas	Bonds
Batavia D Saham	-				
Probabilitas	0,8997	17,0052	2,4993	0,5171	0,9015
BNP P Ekuitas	0,3722	0,0000	0,0155	0,6072	0,3712
Probabilitas	1,3670	32,7631	-0,4642	-1,9053	-0,9333
BNP P Pesona	0,1772	0,0000	0,6444	0,0620	0,3548
Probabilitas	0,7912	-0,6180	1,0007	-0,3837	-0,8566
Dana Ekuitas Andalan	0,4322	0,5391	0,3214	0,7027	0,3954
Probabilitas	1,5444	33,4720	0,5209	-1,7997	-1,2669
Makinta Mantap	0,1282	0,0000	0,6046	0,0774	0,2105
Probabilitas	-				
Manulife D Saham	0,3038	10,9460	2,2298	-0,3603	0,7127
Probabilitas	0,7624	0,0000	0,0299	0,7200	0,4791
Panin Dana Maksima	0,3807	34,5780	1,1811	-0,9716	-0,0233
Probabilitas	0,7049	0,0000	0,2427	0,3355	0,9815
Phinisi Dana Saham	-				
Probabilitas	1,5610	11,9553	-0,1967	2,0178	1,4732
Schroder D Istimewa	0,1243	0,0000	0,8448	0,0485	0,1464
Probabilitas	0,8074	28,8693	0,3656	-1,1304	-0,5155
Schroder D P Plus	0,4229	0,0000	0,7161	0,2632	0,6082
Probabilitas	0,9091	24,1608	0,6935	-0,9156	-0,7656
Probabilitas	0,3673	0,0000	0,4909	0,3639	0,4472
Probabilitas	1,2104	29,6795	1,1631	-1,4619	-0,8756
Probabilitas	0,2313	0,0000	0,2498	0,1495	0,3850

Sumber : Diolah Peneliti

Dengan menggunakan tingkat kepercayaan sebesar 95%, dan melihat jumlah probabilitas yang di miliki masing-masing variabel, di mana apabila probabilitasnya kurang dari 0,05 maka variabel independen signifikan berpengaruh terhadap variabel dependennya, dan apabila probabilitasnya lebih dari 0,05 maka variabel independen tidak signifikan berpengaruh terhadap variabel independennya, maka kesimpulan dalam penelitian ini adalah :

- Dalam *intercept* α tidak ada yang signifikan berpengaruh terhadap variabel dependennya.
- Dalam koefisien β_1 , semua koefisien regresi signifikan berpengaruh pada variabel dependennya.
- Dalam koefisien β_2 , yang signifikan berpengaruh pada variabel dependennya adalah : Reksadana Batavia Dana Saham dan Reksadana Makinta Mantap.
- Dalam koefisien Harga Emas yang signifikan berpengaruh adalah Reksadana BNP Paribas Ekuitas, Reksadana Dana Ekuitas Andalan, dan Reksadana Panin Dana Maksima.
- Dalam koefisien Harga Obligasi, tidak ada yang signifikan berpengaruh terhadap variabel dependennya.

4.3.6 Uji F dan R^2

Untuk mengetahui pengaruh variabel bebas secara bersama-sama terhadap variabel terikat di lakukan uji F terhadap variabel-variabel yang terdapat dalam regresi. Dalam uji F ketentuan dalam menentukan keputusan adalah H_0 diterima apabila F hitung $\leq F$ tabel, artinya semua variabel bebas secara bersama-sama bukan merupakan variabel penjelas yang signifikan terhadap variabel terikat. H_0 ditolak apabila F hitung $> F$ tabel, artinya semua variabel bebas secara bersama-sama merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel terikat. Selain itu, kita bisa juga melakukan uji F dengan melihat probabilitas yang apabila nilai probabilitasnya lebih kecil dari 0,05 maka di anggap model regresi yang di lakukan sudah benar dan apabila nilai probabilitas lebih besar dari 0,05 maka regresi yang di lakukan masih

belum benar. Sedangkan *R-square* memperlihatkan tentang seberapa besar variabel independen dapat menjelaskan variabel dependennya.

Dalam penelitian ini, yang memiliki probabilitas *F* stat yang lebih dari 0,05 adalah Reksadana BNP Paribas Pesona dengan probabilitas *F-Stat* sebesar 0,7097, ini menunjukkan bahwa tidak semua variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen secara bersama-sama dalam model regresi. Sedangkan Sembilan reksadana lain yang dijadikan sampel dalam penelitian ini menunjukkan probabilitas *F* stat yang kurang dari 0,05 yang artinya variabel independen dalam model regresi dapat menjelaskan variabel dependen secara bersama-sama.

Selain probabilitas *F*-stat, nilai *Adjusted R-square* juga digunakan untuk menjelaskan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dalam model regresi. Dalam penelitian ini nilai *adjusted R-square* yang paling signifikan adalah Reksadana Manulife Dana Saham yaitu sebesar 0,9736 atau sebesar 97,36%, ini artinya variabel independen dalam model regresi dalam reksadana Schroder Prestasi Plus dapat menjelaskan variabel dependennya sebesar 97,36%. Pada umumnya Reksadana yang dijadikan sampel memiliki *adjusted R-Square* yang signifikan, yaitu sebagai berikut Reksadana Schroder Prestasi Plus sebesar 96,87% dan Reksadana Dana Ekuitas Andalan sebesar 96,62%.

Tabel 4.7 Ringkasan Hasil Agresi

	α	$\beta 1$	$\beta 2$	Emas	Bonds	<i>R-Squared</i>	<i>Adj R-Squared</i>	<i>Prob F-Stat</i>
Batavia D Saham	- 0,0476	1,0951	0,8000	0,00001	0,00001	0,9194	0,9136	0,0000
Probabilitas	0,3722	0,0000 *	0,0155	0,6072	0,3712			
BNP P Ekuitas	0,0665	1,1271	-0,0636	(0,00004)	(0,00001)	0,9662	0,9638	0,0000
Probabilitas	0,1772	0,0000 *	0,6444	0,062	0,3548			
BNP P Pesona	0,1246	- 0,0922	0,6276	(0,00003)	(0,00002)	0,0375	-0,0325	0,7097
Probabilitas	0,4322	0,5391	0,3214	0,7027	0,3954			
Dana Ekuitas Andalan	0,0598	1,0455	0,0698	(0,00003)	(0,00001)	0,9684	0,9662	0,0000
Probabilitas	0,1282	0,0000 *	0,6046	0,0774	0,2105			
Makinta Mantap	- 0,0429	1,2823	1,0908	-0,00002	0,00002	0,7478	0,7294	0,0000
Probabilitas	0,7624	0,0000 *	0,0299	0,7200	0,4791			
Manulife D Saham	0,0155	1,0116	0,1303	(0,00002)	(0,0000002)	0,9754	0,9736	0,0000
Probabilitas	0,7049	0,0000 *	0,2427	0,3355	0,9815			

Tabel 4.7 Ringkasan Hasil Agresi (Lanjutan)

	α	$\beta 1$	$\beta 2$	Emas	Bonds	<i>R-Squared</i>	<i>Adj R-Squared</i>	<i>Prob F-Stat</i>
Panin Dana Maksima	0,1627	0,9236	-0,0737	0,00009	0,00003	0,8386	0,8268	0,0000
Probabilitas	0,1243	0,0000 *	0,8448	0,0485	0,1464			
Probabilitas	0,4229	0,0000 *	0,7161	0,2632	0,6082			
Schroder D Istimewa	0,0406	0,9831	0,1291	(0,00002)	(0,000006)	0,9583	0,9553	0,0000
Probabilitas	0,3673	0,0000 *	0,4909	0,3639	0,4472			
Schroder D P Plus	0,0377	0,9598	0,1602	(0,00002)	(0,000005)	0,9708	0,9687	0,0000
Probabilitas	0,2313	0,0000 *	0,2498	0,1495	0,3850			

Sumber : Diolah Peneliti

Grafik Perbandingan Return dari tanggal 29-Dec-2005 hingga 30-Dec-2010
www.infovesta.com



Nama Reksa Dana	Tertinggi (Tanggal)	Terendah (Tanggal)	Akhir Periode	Annualized Risk
Batavia Dana Saham	282,00% (09-11-2010)	-5,58% (28-10-2008)	263,93%	28,95%

Dalam gambar 4.8 dapat kita lihat grafik perbandingan *return* Reksadana Batavia Dana Saham selama lima tahun terakhir, terdapat kenaikan yang signifikan dimana yaitu sebesar 282% terjadi pada tanggal 9 november 2010 dan *return* terendah terjadi pada tanggal 28 oktober 2008 yaitu sebesar -5,58%. *Return* terendah ini terjadi pada tahun 2008 dimana terdapat penurunan bursa saham pada tahun 2008 yang di sebabkan oleh krisis yang di sebabkan oleh *Sub prime Mortgage* yang terjadi di Amerika Serikat.

Tabel 4.9 Hasil Regresi Reksadana Batavia Dana Saham

Dependent Variable: BATAVIA_DANA_SAHAM
Method: Least Squares
Date: 03/10/11 Time: 17:02
Sample: 2006M01 2010M12
Included observations: 60
White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob,
C	-0,047585	0,052887	-0,899748	0,3722
EXCESS_MARKET	1,095083	0,064397	17,00518	0,0000
EXCESS_MARKET2	0,800003	0,320097	2,499252	0,0155
EMAS	1,14E-05	2,20E-05	0,517089	0,6072
BONDS	9,49E-06	1,05E-05	0,901515	0,3712
R-squared	0,919445	Mean dependent var		0,017558
Adjusted R-squared	0,913586	S,D, dependent var		0,087150
S,E, of regression	0,025619	Akaike info criterion		-4,411327
Sum squared resid	0,036098	Schwarz criterion		-4,236798
Log likelihood	137,3398	Hannan-Quinn criter,		-4,343059
F-statistic	156,9403	Durbin-Watson stat		1,604160
Prob(F-statistic)	0,000000			

Reksadana Batavia Dana Saham

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1,369159	Prob, F(2,54)	0,2630
Obs*R-squared	2,894914	Prob, Chi-Square(2)	0,2352

Test Equation:

Dependent Variable: RESID
Method: Least Squares
Date: 05/19/11 Time: 17:09
Sample: 2006M01 2010M12

Included observations: 60
 Presample missing value lagged residuals set to zero,

Variable	Coefficient	Std, Error	t-Statistic	Prob,
EXCESS_MARKET	-0,009109	0,045418	-0,200559	0,8418
EXCESS_MARKET2	-0,039726	0,247739	-0,160353	0,8732
EMAS	1,21E-08	9,17E-06	0,001315	0,9990
BONDS	8,72E-08	2,33E-06	0,037389	0,9703
RESID(-1)	0,176726	0,136085	1,298639	0,1996
RESID(-2)	0,104908	0,136599	0,768001	0,4458
R-squared	0,048249	Mean dependent var		-9,32E-05
Adjusted R-squared	-0,039877	S,D, dependent var		0,024826
S,E, of regression	0,025316	Akaike info criterion		-4,420113
Sum squared resid	0,034609	Schwarz criterion		-4,210679
Log likelihood	138,6034	Hannan-Quinn criter,		-4,338192
Durbin-Watson stat	1,967909			

Berdasarkan hasil regresi di atas, kita dapat melihat bahwa pada Reksadana Batavia Dana Saham memiliki α negatif yang mencerminkan Manajer Investasi tidak memiliki kemampuan untuk melakukan *microforecasting* atau melakukan *stock selection* dengan baik dan memberikan pengurangan pada jumlah *excess return* yang di hasilkan portofolio reksadana sebesar 4,76%. *Adjusted R-squared* yang di miliki oleh model Regresi ini signifikan yang artinya variabel bebas nya dapat menjelaskan dengan baik variabel terikat nya yaitu *excess return* dari Reksadana sebesar 91,35%. Kemampuan Manajer Investasi dalam melakukan *market timing* di nilai berdasarkan koefisien β_2 yaitu *excess market*², dalam Reksadana ini nilai nya positif yang menandakan Manajer Investasi Reksadana ini memiliki kemampuan *market timing* yang baik yang bisa memberikan nilai lebih sebesar 80% bagi *excess return* portofolio. Nilai *t* statistik dari koefisien ini paling signifikan di antara Reksadana lain, ini menunjukkan bahwa variabel ini signifikan berpengaruh terhadap variabel terikat nya.

Grafik Perbandingan Return dari tanggal 29-Dec-2005 hingga 30-Dec-2010

www.infovesta.com



Nama Reksa Dana	Tertinggi (Tanggal)	Terendah (Tanggal)	Akhir Periode	Annualized Risk
BNP Paribas Ekuitas	314,05% (09-11-2010)	0,00% (29-12-2005)	299,83%	30,58%

Tabel 4.11 Hasil Regresi Reksadana BNP Paribas Ekuitas

Dependent Variable: BNP_PARIBAS_EKUITAS

Method: Least Squares

Date: 03/10/11 Time: 17:16

Sample: 2006M01 2010M12

Included observations: 60

White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std, Error	t-Statistic	Prob,
C	0,066487	0,048635	1,367041	0,1772
EXCESS_MARKET	1,127067	0,034401	32,76307	0,0000
EXCESS_MARKET2	-0,063568	0,136955	-0,464152	0,6444
EMAS	-3,78E-05	1,98E-05	-1,905300	0,0620
BONDS	-8,32E-06	8,92E-06	-0,933271	0,3548
R-squared	0,966220	Mean dependent var		0,019807
Adjusted R-squared	0,963763	S,D, dependent var		0,091000
S,E, of regression	0,017323	Akaike info criterion		-5,193931
Sum squared resid	0,016504	Schwarz criterion		-5,019403
Log likelihood	160,8179	Hannan-Quinn criter,		-5,125664
F-statistic	393,2908	Durbin-Watson stat		1,901684
Prob(F-statistic)	0,000000			

Berdasarkan hasil regresi di atas dapat kita lihat bahwa konstanta pada model regresi ini adalah sebesar 0,067, nilai ini bernilai positif yang mencerminkan bahwa manajer investasi memiliki kemampuan *stock selection* yang baik untuk menambah *excess return* dari portofolio Reksadana. Akan tetapi apabila di lihat dari nilai *t-stat* nya, variabel ini tidak signifikan memberikan pengaruh kepada variabel terikat nya. Nilai *adjusted R-Squared* dari reksadana ini cukup signifikan yang arti nya variabel bebas nya bisa menjelaskan variabel terikat nya sebesar 96,38%. Dalam kemampuan *market timing* manajer investasi model regresi ini memiliki koefisien sebesar -0,064, yang arti nya manajer investasi tidak memiliki kemampuan *market timing* dalam mengelola portofolio reksadana nya. Ketidakmampuan dari *market timing* manajer investasi memberikan pengurangan pada pengembalian Reksadana sebesar 6,4%.

Grafik Perbandingan Return dari tanggal 30-Dec-2009 hingga 30-Dec-2010

www.infovesta.com



Nama Reksa Dana	Tertinggi (Tanggal)	Terendah (Tanggal)	Akhir Periode	Annualized Risk
BNP Paribas Pesona	43,44% (09-11-2010)	-2,56% (08-02-2010)	38,02%	21,15%

Tabel 4.13 Hasil Regresi BNP Paribas Pesona

Dependent Variable: BNP_PARIBAS_PESONA

Method: Least Squares

Date: 03/10/11 Time: 17:29

Sample: 2006M01 2010M12

Included observations: 60

White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std, Error	t-Statistic	Prob,
C	0,124553	0,157414	0,791240	0,4322
EXCESS_MARKET	-0,092227	0,149236	-0,617995	0,5391
EXCESS_MARKET2	0,627617	0,627200	1,000666	0,3214
EMAS	-3,03E-05	7,89E-05	-0,383651	0,7027
BONDS	-2,33E-05	2,73E-05	-0,856632	0,3954
R-squared	0,037532	Mean dependent var		0,017335
Adjusted R-squared	-0,032466	S,D, dependent var		0,082801
S,E, of regression	0,084135	Akaike info criterion		-2,033140
Sum squared resid	0,389325	Schwarz criterion		-1,858612
Log likelihood	65,99421	Hannan-Quinn criter,		-1,964873
F-statistic	0,536185	Durbin-Watson stat		1,434128
Prob(F-statistic)	0,709703			

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	2,619689	Prob, F(2,54)	0,0821
Obs*R-squared	5,306151	Prob, Chi-Square(2)	0,0704

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 05/19/11 Time: 17:17

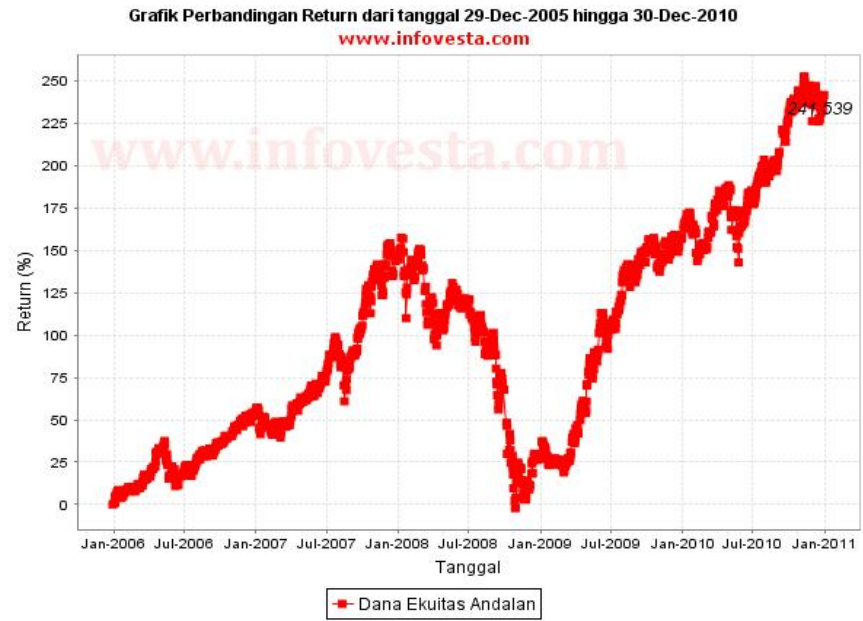
Sample: 2006M01 2010M12

Included observations: 60

Presample missing value lagged residuals set to zero,

Variable	Coefficient	Std, Error	t-Statistic	Prob,
EXCESS_MARKET	0,048362	0,146056	0,331116	0,7418
EXCESS_MARKET2	0,250786	0,800749	0,313189	0,7553
EMAS	-3,62E-08	2,94E-05	-0,001231	0,9990
BONDS	-5,97E-07	7,48E-06	-0,079810	0,9367
RESID(-1)	0,311322	0,137732	2,260350	0,0279
RESID(-2)	-0,041141	0,136454	-0,301498	0,7642
R-squared	0,088436	Mean dependent var		0,000244
Adjusted R-squared	0,004032	S,D, dependent var		0,081422
S,E, of regression	0,081258	Akaike info criterion		-2,087737
Sum squared resid	0,356554	Schwarz criterion		-1,878302
Log likelihood	68,63210	Hannan-Quinn criter,		-2,005815

Durbin-Watson stat 1,973440



Tabel 4.14 Tabel *Return* Terendah dan Tertinggi Reksadana Dana Ekuitas Andalan

Nama Reksa Dana	Tertinggi (Tanggal)	Terendah (Tanggal)	Akhir Periode	Annualized Risk
Dana Ekuitas Andalan	252,58% (10-11-2010)	-2,06% (28-10-2008)	241,54%	29,54%

Sumber : www.infovesta.com Selasa, 28 Juni 2011 :13.00

Dari gambar diatas dapat kita simpulkan bahwa *return* yang di hasilkan oleh Reksadana Dana Ekuitas Andalan memiliki *return* yang berfluktuatif selama lima tahun terakhir, posisi *return* terendah berada pada nilai -2,06% terjadi pada tanggal 28 Oktober 2008. Namun setelah itu *return* Reksadana ini terus menanjak dan mencapai nilai tertinggi sebesar 252,8% pada tanggal 10 November tahun 2010.

Tabel 4.15 Hasil Regresi Reksadana Dana Ekuitas Andalan

Dependent Variable: DANA_EKUITAS_ANDALAN

Method: Least Squares

Date: 03/16/11 Time: 09:08

Sample: 2006M01 2010M12

Included observations: 60

White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob,
C	0,059774	0,038703	1,544439	0,1282
EXCESS_MARKET	1,045528	0,031236	33,47197	0,0000
EXCESS_MARKET2	0,069758	0,133926	0,520867	0,6046
EMAS	-3,13E-05	1,74E-05	-1,799683	0,0774
BONDS	-8,90E-06	7,03E-06	-1,266866	0,2105
R-squared	0,968448	Mean dependent var		0,016375
Adjusted R-squared	0,966154	S,D, dependent var		0,083532
S,E, of regression	0,015368	Akaike info criterion		-5,433448
Sum squared resid	0,012989	Schwarz criterion		-5,258920
Log likelihood	168,0034	Hannan-Quinn criter,		-5,365181
F-statistic	422,0414	Durbin-Watson stat		1,317441
Prob(F-statistic)	0,000000			

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	4,620455	Prob, F(2,54)	0,0141
Obs*R-squared	8,764197	Prob, Chi-Square(2)	0,0125

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 05/19/11 Time: 17:29

Sample: 2006M01 2010M12

Included observations: 60

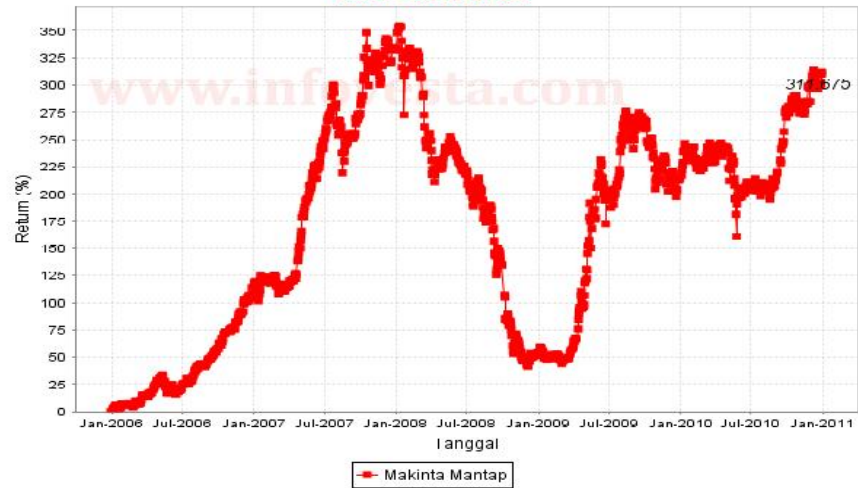
Presample missing value lagged residuals set to zero,

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob,
EXCESS_MARKET	-0,003818	0,025928	-0,147264	0,8835
EXCESS_MARKET2	-0,033645	0,143077	-0,235154	0,8150
EMAS	1,79E-07	5,27E-06	0,033868	0,9731
BONDS	2,55E-08	1,34E-06	0,019035	0,9849
RESID(-1)	0,303229	0,134757	2,250188	0,0285
RESID(-2)	0,150687	0,136314	1,105444	0,2739
R-squared	0,146070	Mean dependent var		0,000117
Adjusted R-squared	0,067002	S,D, dependent var		0,015075
S,E, of regression	0,014561	Akaike info criterion		-5,526261
Sum squared resid	0,011450	Schwarz criterion		-5,316827
Log likelihood	171,7878	Hannan-Quinn criter,		-5,444340
Durbin-Watson stat	2,015803			

Reksadana Ekuitas Andalan memiliki konstanta positif yang mencerminkan bahwa manajer investasi dari reksadana ini memiliki kemampuan *stock selection* yang baik, dan memberikan pengembalian kepada portofolio reksadana lebih banyak sebesar 6% di dibandingkan dengan manajer investasi yang tidak memiliki kemampuan *stock selection*. Akan tetapi apabila di lihat dari nilai *t*-statistik nya variabel ini tidak signifikan mempengaruhi variabel terikat nya. Nilai koefisien β_2 positif yang berarti manajer investasi memiliki kemampuan untuk melihat waktu pasar atau *market timing* dalam mengelola portofolio nya, dan mendapatkan pengembalian yang lebih besar yaitu 6%. *Adjusted R-squared* dalam model ini adalah sebesar 96,61% yang arti nya variabel terikat di pengaruhi oleh variabel bebas nya sebesar 96,61%.

Grafik Perbandingan Return dari tanggal 29.Dec.2005 hingga 30.Dec.2010

www.Infovesta.com



Nama Reksa Dana	Tertinggi (Tanggal)	Terendah (Tanggal)	Akhir Periode	Annualized Risk
Makinta Mantap	354,33% (09-01-2008)	0,00% (29-12-2005)	311,67%	31,19%

Tabel 4.17 Hasil Regresi Reksadana Makinta Mantap

Dependent Variable: MAKINTA_MANTAP

Method: Least Squares

Date: 03/16/11 Time: 09:00

Sample: 2006M01 2010M12

Included observations: 60

White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std, Error	t-Statistic	Prob,
C	-0,042867	0,141107	-0,303792	0,7624
EXCESS_MARKET	1,282296	0,117147	10,94602	0,0000
EXCESS_MARKET2	1,090789	0,489186	2,229806	0,0299
EMAS	-2,41E-05	6,70E-05	-0,360288	0,7200
BONDS	1,70E-05	2,38E-05	0,712680	0,4791
R-squared	0,747751	Mean dependent var		0,022110
Adjusted R-squared	0,729406	S,D, dependent var		0,113672
S,E, of regression	0,059131	Akaike info criterion		-2,738479
Sum squared resid	0,192304	Schwarz criterion		-2,563950
Log likelihood	87,15436	Hannan-Quinn criter,		-2,670211
F-statistic	40,75962	Durbin-Watson stat		1,611231
Prob(F-statistic)	0,000000			

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	5,475844	Prob, F(2,54)	0,0068
Obs*R-squared	10,11666	Prob, Chi-Square(2)	0,0064

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 05/19/11 Time: 17:35

Sample: 2006M01 2010M12

Included observations: 60

Presample missing value lagged residuals set to zero,

Variable	Coefficient	Std, Error	t-Statistic	Prob,
EXCESS_MARKET	0,072254	0,099962	0,722814	0,4729
EXCESS_MARKET2	0,486663	0,550154	0,884595	0,3803
EMAS	-6,27E-06	1,99E-05	-0,315789	0,7534
BONDS	1,89E-07	5,02E-06	0,037651	0,9701
RESID(-1)	0,264355	0,127945	2,066164	0,0436
RESID(-2)	-0,397890	0,135399	-2,938653	0,0048
R-squared	0,168611	Mean dependent var		-8,40E-05

Adjusted R-squared	0,091631	S,D, dependent var	0,057123
S,E, of regression	0,054443	Akaike info criterion	-2,888682
Sum squared resid	0,160059	Schwarz criterion	-2,679248
Log likelihood	92,66047	Hannan-Quinn criter,	-2,806761
Durbin-Watson stat	1,914587		

Berdasarkan hasil regresi di atas maka dapat kita lihat bahwa Reksadana ini memiliki α yang negatif, yang artinya Manajer Investasi Reksadana ini tidak memiliki kemampuan dalam pemilihan saham untuk menambah *return* yang di hasilkan bagi para investornya. Ketidakmampuan manajer investasi ini bahkan mengurangi *excess return* yang di hasilkan reksadana sebesar 0,043 atau sekitar 4,3%, *T* statistik sebesar -0,303 menandakan bahwa variabel tersebut tidak secara signifikan mempengaruhi variabel terikatnya. Apabila kita melihat konstanta β_2 pada hasil regresi dari reksadana Makinta Mantap, maka dapat kita simpulkan bahwa manajer investasi reksadana ini memiliki kemampuan untuk melakukan pemilihan waktu pasar (*market timing*), yang di lakukan untuk menambah *excess return* reksadana. Nilai uji *t* statistiknya sebesar 2.3 menandakan bahwa variabel ini tidak signifikan mempengaruhi variabel terikatnya. Nilai *Adjusted R-squared* sebesar 72,94% memperlihatkan bahwa variabel-variabel bebas yang berada pada regresi ini cukup signifikan mempengaruhi variabel terikatnya.

Grafik Perbandingan Return dari tanggal 29-Dec-2005 hingga 30-Dec-2010
www.infovesta.com



Nama Reksa Dana	Tertinggi (Tanggal)	Terendah (Tanggal)	Akhir Periode	Annualized Risk
Manulife Dana Saham	264,51% (10-11-2010)	0,00% (29-12-2005)	248,86%	27,72%

tertinggi dari Reksadana Manulife Dana Saham pada lima tahun terakhir adalah pada tanggal 10 November 2010 yaitu sebesar 264,15%

Tabel 4.19 Hasil Regresi Manulife Dana Saham

Dependent Variable: MANULIFE_DANA_SAHAM

Method: Least Squares

Date: 03/15/11 Time: 09:50

Sample: 2006M01 2010M12

Included observations: 60

White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob,
C	0,015509	0,040739	0,380701	0,7049
EXCESS_MARKET	1,011575	0,029255	34,57799	0,0000
EXCESS_MARKET2	0,130291	0,110318	1,181055	0,2427
EMAS	-1,61E-05	1,66E-05	-0,971596	0,3355
BONDS	-1,80E-07	7,71E-06	-0,023308	0,9815
R-squared	0,975403	Mean dependent var		0,016443
Adjusted R-squared	0,973614	S,D, dependent var		0,080520
S,E, of regression	0,013079	Akaike info criterion		-5,755887
Sum squared resid	0,009409	Schwarz criterion		-5,581359
Log likelihood	177,6766	Hannan-Quinn criter,		-5,687619
F-statistic	545,2539	Durbin-Watson stat		2,136250
Prob(F-statistic)	0,000000			

Hasil yang di perlihatkan oleh regresi dari Reksadana Manulife Dana Saham memperlihatkan bahwa manajer investasi yang mengelola reksadana ini memiliki kemampuan untuk melakukan pemilihan saham (*stock selection*) dan kemampuan untuk melihat waktu pasar yang (*market timing*) yang baik. Ini terlihat dari koefisien α dan variabel β_2 yang bernilai positif. Ini berarti bahwa kedua nya memberikan tambahan *excess return* masing-masing sebesar 1,5 dan 13 persen. Nilai Adjusted R-Squared sebesar 97,36% menandakan bahwa variabel bebas dari regresi ini mempengaruhi 97,36% variabel terikat nya.

Grafik Perbandingan Return dari tanggal 29-Dec-2005 hingga 30-Dec-2010

www.infovesta.com



Nama Reksa Dana	Tertinggi (Tanggal)	Terendah (Tanggal)	Akhir Periode	Annualized Risk
Panin Dana Maksima	570,04% (10-11-2010)	0,00% (29-12-2005)	552,42%	25,67%

mengalami penurunan. Namun setelah periode tersebut, Reksadana ini mengalami kenaikan dalam pertumbuhan *return* nya. Pengembalian paling tinggi adalah pada tanggal 10 November 2010 yaitu sebesar 570,04%. Sedangkan pengembalian terendah selama lima tahun terakhir adalah pada tanggal 29 Desember 2005 sebesar 0%.

Tabel 4,21 Hasil Regresi Reksadana Panin Dana Maksima

Dependent Variable: PANIN_DANA_MAKSIMA
 Method: Least Squares
 Date: 03/10/11 Time: 16:52
 Sample: 2006M01 2010M12
 Included observations: 60
 White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob,
C	-0,162705	0,104232	-1,560984	0,1243
EXCESS_MARKET	0,923646	0,077258	11,95534	0,0000
EXCESS_MARKET2	-0,073716	0,374788	-0,196688	0,8448
EMAS	9,48E-05	4,70E-05	2,017782	0,0485
BONDS	2,61E-05	1,77E-05	1,473227	0,1464
R-squared	0,838564	Mean dependent var		0,027215
Adjusted R-squared	0,826823	S,D, dependent var		0,082611
S,E, of regression	0,034378	Akaike info criterion		-3,823142
Sum squared resid	0,065002	Schwarz criterion		-3,648613
Log likelihood	119,6943	Hannan-Quinn criter,		-3,754874
F-statistic	71,42286	Durbin-Watson stat		1,467308
Prob(F-statistic)	0,000000			

Hasil regresi Panin Dana Maksima memperlihatkan bahwa manajer investasi Reksadana Panin Maksima tidak memiliki kemampuan dalam melakukan pemilihan saham (*stock selection*) yang baik. Ini terlihat dari nilai koefisien α yang negatif. Koefisien yang bernilai negatif ini mengakibatkan pengurangan terhadap *excess return* yang di hasilkan oleh reksadana ini sebesar 16,27%. Nilai variabel β_2 juga bernilai negatif yang arti nya Manajer Investasi tidak memiliki kemampuan dalam melihat waktu pasar (*market timing*). Kedua nya memiliki t-statistik yang tidak signifikan, yang arti nya kedua variabel ini tidak signifikan mempengaruhi *excess return* yang di hasilkan oleh Reksadana

Grafik Perbandingan Return dari tanggal 29-Dec-2005 hingga 30-Dec-2010

www.infovesta.com



Nama Reksa Dana	Tertinggi (Tanggal)	Terendah (Tanggal)	Akhir Periode	Annualized Risk
Phinisi Dana Saham	269,11% (10-11-2010)	0,00% (29-12-2005)	252,50%	28,97%

pertumbuhan pada periode Desember 2008 sampai dengan Januari 2009. Setelah periode tersebut pertumbuhan Reksadana ini naik kembali dan mencapai puncaknya pada tanggal 10 November 2011 dengan pengembalian sebesar 269,11%. Sedangkan pengembalian terendah adalah sebesar 0 % yang terjadi pada tanggal 29 Desember 2005.

Tabel 4.23 Hasil Regresi Reksadana Phinisi Dana Saham

Dependent Variable: PHINISI_DANA_SAHAM
 Method: Least Squares
 Date: 03/15/11 Time: 09:57
 Sample: 2006M01 2010M12
 Included observations: 60
 White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob,
C	0,042132	0,052183	0,807386	0,4229
EXCESS_MARKET	0,989982	0,034292	28,86930	0,0000
EXCESS_MARKET2	-0,048158	0,131730	-0,365578	0,7161
EMAS	-2,60E-05	2,30E-05	-1,130376	0,2632
BONDS	-4,75E-06	9,22E-06	-0,515538	0,6082
R-squared	0,967183	Mean dependent var		0,016603
Adjusted R-squared	0,964796	S,D, dependent var		0,079927
S,E, of regression	0,014997	Akaike info criterion		-5,482337
Sum squared resid	0,012369	Schwarz criterion		-5,307809
Log likelihood	169,4701	Hannan-Quinn criter,		-5,414070
F-statistic	405,2343	Durbin-Watson stat		1,798767
Prob(F-statistic)	0,000000			

Koefisien α sebesar 0,042132 memperlihatkan tambahan *return* yang dihasilkan oleh Reksadana ini yang dikarenakan adanya kemampuan manajer investasi dari Reksadana Phinisi Dana Saham untuk melakukan pemilihan terhadap saham-saham yang akan dimasukkan ke dalam portofolionya, atau dengan kata lain manajer investasinya mempunyai kemampuan dalam *stock selection*. Nilai *t-statistic* nya sebesar 0,807 memperlihatkan bahwa variabel ini tidak signifikan yang artinya variabel ini tidak secara signifikan mempengaruhi variabel terikatnya yaitu *excess return* Reksadana. Dalam masalah kemampuan *market timing* dari manajer investasi, nilai β_2 nya memperlihatkan nilai sebesar -

Grafik Perbandingan Return dari tanggal 29-Dec-2005 hingga 30-Dec-2010
www.infovesta.com



Nama Reksa Dana	Tertinggi (Tanggal)	Terendah (Tanggal)	Akhir Periode	Annualized Risk
Schroder Dana Istimewa	300,59% (09-11-2010)	0,00% (29-12-2005)	286,05%	28,10%

yang cukup fluktuatif. Naik turun nya pengembalian dari reksadana ini mengalami puncak terendah dan tertinggi sebagai berikut, pada tanggal 9 November 2010 merupakan periode di mana Reksadana ini memberikan pengembalian tertinggi yaitu sebesar 300,59%. Sedangkan pada tanggal 29 Desember 2005, Reksadana ini memberikan pengembalian terendah yaitu sebesar 0%.

Tabel 4.25 Hasil Regresi Reksadana Schroder Dana Istimewa

Dependent Variable: SCHRODER_D_ISTIMEWA

Method: Least Squares

Date: 03/15/11 Time: 08:53

Sample: 2006M01 2010M12

Included observations: 60

White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std, Error	t-Statistic	Prob,
C	0,040611	0,044674	0,909053	0,3673
EXCESS_MARKET	0,983058	0,040688	24,16079	0,0000
EXCESS_MARKET2	0,129057	0,186106	0,693456	0,4909
EMAS	-1,88E-05	2,05E-05	-0,915581	0,3639
BONDS	-6,02E-06	7,86E-06	-0,765625	0,4472
R-squared	0,958303	Mean dependent var		0,017993
Adjusted R-squared	0,955270	S,D, dependent var		0,078692
S,E, of regression	0,016643	Akaike info criterion		-5,274006
Sum squared resid	0,015234	Schwarz criterion		-5,099478
Log likelihood	163,2202	Hannan-Quinn criter,		-5,205739
F-statistic	316,0080	Durbin-Watson stat		1,890802
Prob(F-statistic)	0,000000			

Reksadana Schroder Dana Istimewa memiliki *adjusted R-squared* yang signifikan yaitu sebesar 95,52%, ini memperlihatkan bahwa variabel terikat nya dapat di jelaskan oleh variabel bebas sebesar 95,52%. Kemampuan *stock selection* dari reksadana ini terlihat dari nilai koefisien α yang positif dan karena memiliki kemampuan ini maka manajer investasi dapat memberikan tambahan pada *excess return* reksadana sebesar 4,06%. Selain memiliki kemampuan dalam memilih saham, manajer investasi dari reksadana ini juga memiliki kemampuan untuk memilih waktu memasuki pasar yang di kenal dengan *market*

Grafik Perbandingan Return dari tanggal 29-Dec-2005 hingga 30-Dec-2010
www.infovesta.com



Nama Reksa Dana	Tertinggi (Tanggal)	Terendah (Tanggal)	Akhir Periode	Annualized Risk
Schroder Dana Prestasi Plus	292,40% (09-11-2010)	0,00% (29-12-2005)	282,41%	27,67%

mengalami penurunan pada periode Desember 2008 dan Januari 2009. *Return* paling tinggi yang di berikan oleh Reksadana ini adalah sebesar 292,40% pada tanggal 19 November 2010.

Tabel 4.27 Hasil Regresi Reksadana Schroder Dana Prestasi Plus

Dependent Variable: SCHRODER_PRESTASI_PLUS

Method: Least Squares

Date: 03/15/11 Time: 09:32

Sample: 2006M01 2010M12

Included observations: 60

White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std, Error	t-Statistic	Prob,
C	0,037739	0,031179	1,210378	0,2313
EXCESS_MARKET	0,959846	0,032340	29,67950	0,0000
EXCESS_MARKET2	0,160153	0,137693	1,163119	0,2498
EMAS	-2,12E-05	1,45E-05	-1,461866	0,1495
BONDS	-4,69E-06	5,36E-06	-0,875633	0,3850
R-squared	0,970813	Mean dependent var		0,017567
Adjusted R-squared	0,968690	S,D, dependent var		0,076203
S,E, of regression	0,013484	Akaike info criterion		-5,694997
Sum squared resid	0,010000	Schwarz criterion		-5,520468
Log likelihood	175,8499	Hannan-Quinn criter,		-5,626729
F-statistic	457,3481	Durbin-Watson stat		1,580537
Prob(F-statistic)	0,000000			

Hasil regresi Reksadana Schroeder Prestasi Plus menunjukkan α sebesar 0,037739, dalam hal ini menunjukkan bahwa Reksadana memberikan pengembalian atau return tambahan sebesar 3,78% yang di karenakan ada nya kemampuan dari manjaer investasi untuk melakukan pemilihan saham (*stock selection*) yang baik. Nilai sebesar 0,160 di tunjukkan oleh variabel bebas β_2 yang arti nya bahwa manajer investasi memiliki kemampuan untuk *market timing* dan memberikan penambahan pada *excess return* pada reksadana karena kemampuan ini. Nilai adjusted R-squared yang signifikan menunjukkan bahwa variabel bebas dapat menjelaskan variabel terikat sebesar 96,9%. Nilai *t*-statistik dari variabel yang tidak signifikan menunjukkan bahwa variabel

tersebut tidak secara signifikan mempengaruhi *excess return* reksadana sebagai variabel terikat nya.

4.4 Ranking Reksadana yang menggunakan *Stock Slection* dan *Market Timing*

Dibawah ini adalah tabel ringkasan dari Nilai α yang di dapat dari hasil regresi yang di lakukan untuk mengetahui apakah manajer investasi memiliki kemampuan untuk melakukan *stock selection* atau tidak :

Tabel 4.28 Ringkasan Nilai α Reksadana Sampel

Reksadana	α
BNP P Pesona	0,1246
BNP P Ekuitas	0,0665
Dana Ekuitas Andalan	0,0598
Phinisi Dana Saham	0,0421
Schroder D Istimewa	0,0406
Schroder D P Plus	0,0377
Manulife D Saham	0,0155
Batavia D Saham	-0,0476
Makinta Mantap	-0,0429
Panin Dana Maksima	-0,1627

Sumber : Diolah Peneliti

Tabel 4.28 memperlihatkan Reksadana yang menggunakan metode portofolio aktif dengan menggunakan pemilihan saham (*stock selection*) untuk menambah *return* portofolio nya. Reksadana BNP Paribas Pesona memberikan tambahan untuk pengembalian bagi investor yang tertinggi yang terlihat dari nilai α nya yaitu sebesar 0,1246. Terdapat tiga reksadana yang memiliki nilai α yang negatif, yaitu Reksadana Batavia Dana Saham, Reksadana Makinta Mantap, dan Reksadana Panin Dana Maksima. Dari ketiga Reksadana tersebut, Panin Dana Maksima memiliki nilai α negatif yang paling besar yaitu sebesar –

0,1627, dan oleh karena Manajer Investasi dari Reksadana ini tidak memiliki kemampuan untuk melakukan pemilihan saham atau *stock selection* maka *excess return* yang di hasilkan oleh reksadana ini berkurang sebanyak 16,27%. Penelitian ini menghasilkan bahwa dari seluruh sampel yang berada dalam penelitian terdapat 70 persen Reksadana yang menggunakan strategi portofolio aktif dengan menggunakan pemilihan saham untuk menambah *return* portofolionya.

Tabel 4.29 memperlihatkan ringkasan nilai koefisien β_2 dari hasil regresi yang dilakukan dalam penelitian ini dari nilai yang paling besar sampai nilai terkecil.

Tabel 4.29 Ringkasan Nilai β_2 Reksadana Sampel

Reksadana	β_2
Makinta Mantap	1,0908
Batavia D Saham	0,8000
BNP P Pesona	0,6276
Schroder D P Plus	0,1602
Manulife D Saham	0,1303
Schroder D Istimewa	0,1291
Dana Ekuitas Andalan	0,0698
Phinisi Dana Saham	-0,0482
BNP P Ekuitas	-0,0636
Panin Dana Maksima	-0,0737

Sumber : Diolah Peneliti

Reksadana Makinta Mantap merupakan reksadana yang memiliki tambahan pengembalian yang terbesar yang dikarenakan manajer investasi memiliki kemampuan untuk melakukan *market timing* dalam strateginya, dengan nilai β_2 sebesar 1,0908. Nilai β_2 yang negatif dimiliki oleh tiga reksadana yaitu Reksadana Phinisi Dana Saham, Reksadana BNP Paribas Ekuitas, dan Reksadana Panin Dana Maksima. Dari ketiga reksadana tersebut, Reksadana Panin Dana Maksima menghasilkan tingkat pengembalian negatif

yang terendah, yaitu sebesar – 7%. Dari keseluruhan sampel dalam penelitian, dapat kita simpulkan bahwa 70% Reksadana yang memiliki kemampuan untuk melakukan *market timing* dan memberikan tambahan terhadap *excess return* yang di hasilkan oleh Reksadana tersebut. Tambahan *return* tersebut bervariasi dari nilai 1,0908 sampai dengan 0,0698 yang dimiliki oleh Reksadana Ekuitas Andalan.

4.5 Pengaruh harga emas dan harga obligasi terhadap *excess return* reksadana

Selain ingin melihat kemampuan dari manajer investasi dalam mengelola portofolio secara aktif dengan melakukan *stock selection* dan *market timing*, penelitian ini juga ingin melihat apakah terdapat pengaruh harga emas dan indeks obligasi terhadap *excess return* yang di hasilkan oleh Reksadana. Berikut merupakan ringkasan hasil regresi antara Harga Emas dan Indeks Obligasi terhadap *Excess Return* Reksadana yang di jadikan sampel dalam penelitian yang tersaji pada Tabel 4.30

Tabel 4.30 Hasil Regresi Harga Emas dan Index Obligasi terhadap *Excess Return* Reksadana

Reksadana	Emas	Bonds
Batavia D Saham	0,00001	0,00001
Probabilitas	0,6072	0,3712
BNP P Ekuitas	(0,00004)	(0,00001)
Probabilitas	0,062	0,3548
BNP P Pesona	(0,00003)	(0,00002)
Probabilitas	0,7027	0,3954
Dana Ekuitas Andalan	(0,00003)	(0,00001)
Probabilitas	0,0774	0,2105
Makinta Mantap	-0,00002	0,00002
Probabilitas	0,7200	0,4791
Manulife D Saham	(0,00002)	(0,0000002)

Reksadana	Emas	Bonds
Probabilitas	0,3355	0,9815
Panin Dana Maksima	0,00009	0,00003
Probabilitas	0,0485	0,1464
Phinisi Dana Saham	(0,00003)	(0,000005)
Probabilitas	0,2632	0,6082
Schroder D Istimewa	(0,00002)	(0,000006)
Probabilitas	0,3639	0,4472
Schroder D P Plus	(0,00002)	(0,000005)
Probabilitas	0,1495	0,3850

Sumber : Diolah Peneliti selasa, 28 juni 2011 :13.00

Berdasarkan tabel di atas, maka dapat kita lihat bahwa Harga Emas berpengaruh positif pada dua reksadana yaitu Reksadana Batavia Dana Saham sebesar 0,00001 dan Reksadana Panin Dana Maksima yaitu sebesar 0,00009. Dari kedua Reksadana ini, harga emas berpengaruh secara signifikan terhadap *excess return* yang di hasilkan oleh Reksadana Panin Dana Maksima. Sedangkan delapan Reksadana lain yang termasuk dalam sampel memperlihatkan bahwa Harga Emas berpengaruh negatif terhadap *excess return* reksadana, dengan nilai sebagai berikut Reksadana BNP Paribas Ekuitas sebesar - 0,00004, Reksadana BNP Paribas Pesona sebesar - 0,00003, Reksadana Dana Ekuitas Andalan sebesar - 0,00003, Reksadana Makinta Mantap sebesar - 0,00002, Reksadana Manulife Dana Saham sebesar - 0,00002, Reksadana Phinisi Dana Saham sebesar - 0,00003, Reksadana Schroder Dana Istimewa sebesar - 0,00002, dan Reksadana Schroder Dana Prestasi Plus sebesar - 0,00002. Indeks Obligasi berpengaruh secara positif terhadap *excess return* dari Reksadana Batavia Dana Saham sebesar 0,00001, Reksadana Makinta Mantap sebesar 0,00002, dan Reksadana Panin Dana Maksima, yaitu sebesar 0,00003. Dengan tingkat probabilitas yang paling signifikan adalah Reksadana Makinta Mantap. Pada tujuh reksadana yang di jadikan sampel lain nya, indeks obligasi berpengaruh negatif terhadap *excess return* reksadana dengan nilai sebagai berikut Reksadana BNP Paribas Ekuitas sebesar - 0,00001, Reksadana BNP Paribas Pesona sebesar - 0,00002, Reksadana Dana Ekuitas Andalan sebesar -

0,00001. Reksadana Manulife Dana Saham sebesar - 0,0000002, Reksadana Phinisi Dana Saham sebesar - 0,000005, Reksadana Schroder Dana Istimewa sebesar - 0,000006, dan Reksadana Schroder Dana Prestasi Plus sebesar - 0,000005. Indeks Obligasi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *excess return* yang di hasilkan oleh masing-masing reksadana.

BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan pengolahan data dan analisis tentang kemampuan *market timing* dan *stock selection* Manajer Investasi dari Reksadana yang di jadikan sampel dalam penelitian ini, maka terdapat beberapa kesimpulan yang di dapatkan yaitu :

1. Dari kesepuluh reksadana yang di jadikan sampel dalam penelitian, ada sembilan Reksadana yang tidak signifikan secara statistik, sehingga tidak dapat di nilai kemampuan dari manajer investasi untuk melakukan *market timing*. Yang signifikan secara statistik adalah Reksadana Makinta Mantap yang memiliki kemampuan *market timing* yang positif sebesar 1,0908, yang berarti bahwa kemampuan *market timing* nya menambah *excess return* Reksadana sebesar 109,08%.
2. Dalam periode penelitian yaitu tahun 2006 sampai tahun 2010, terdapat tujuh reksadana yang memiliki kemampuan *stock selection* yang positif dan tiga reksadana yang memiliki kemampuan *stock selection* yang negatif. Namun tidak ada dari sepuluh reksadana yang di jadikan sampel yang secara statistik memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *excess return* yang di miliki oleh masing-masing reksadana, sehingga tidak dapat di ketahui secara pasti nilai kontribusi variabel tersebut terhadap kinerja portofolio reksadana.
3. Harga emas berpengaruh terhadap pengembalian dua reksadana secara positif, yaitu Reksadana Batavia Dana Saham dan Reksadana Panin Dana Maksima. Dan yang berpengaruh secara

signifikan pada Reksadana Panin Dana Maksima. Sedangkan pada delapan reksadana lain nya, Harga emas berpengaruh negatif terhadap *excess return* reksadana, namun tidak ada pengaruh yang signifikan dari variabel ini terhadap *excess return* yang di hasilkan oleh masing-masing reksadana tersebut.

4. Indeks Obligasi berpengaruh secara positif terhadap *excess return* Reksadana yaitu pada tiga Reksadana berikut yaitu Reksadana Batavia Dana Saham, Reksadana Makinta Mantap, dan Reksadana Panin Dana Maksima. Akan tetapi, tidak ada pengaruh yang signifikan terhadap keseluruhan *excess return* reksadana yang di jadikan sampel dalam penelitian ini. Tujuh reksadana lain dalam penelitian ini menunjukkan bahwa Indeks Obligasi berpengaruh secara negatif terhadap *excess return* yang di hasilkan oleh masing-masing Reksadana.

5.2 Saran

Berdasarkan hasil analisis mengenai kinerja *market timing* yang dilakukan Manajer Investasi berikut ini merupakan saran-saran yang dapat menjadi pertimbangan untuk penelitian selanjutnya, yaitu :

- Karya akhir ini dapat digunakan untuk para investor dalam memilih reksadana saham yang dapat memberikan pengembalian yang baik namun perlu investor perhatikan bahwa penelitian ini masih jauh dari sempurna, kesalahan-kesalahan dalam penelitian ini dapat diakibatkan berupa kekurangan data-data yang menyebabkan kesalahan dalam melakukan analisa, sehingga dapat disarankan untuk penelitian lebih lanjut menggunakan data-data yang lebih besar dan menggunakan data-data harian yang lebih memperlihatkan kemampuan dari *market timing* dari manajer investasi.
- Dalam penelitian ini komponen variabel bebas yang di tambahkan adalah harga emas dan tingkat pengembalian obligasi dalam bentuk

indeks obligasi saja sedangkan masih banyak faktor-faktor lain yang mempengaruhi tingkat pengembalian reksadana saham, sehingga dapat disarankan untuk penelitian lebih lanjut agar dapat menambah faktor-faktor lainnya, seperti harga minyak, kurs dollar terhadap rupiah, dan variabel makro lain yang kira-kira bisa mempengaruhi *excess return* Reksadana saham.

5.3 Implikasi Penelitian

Dalam pengolahan data statistik dari 10 reksadana saham dapat ditarik kesimpulan bahwa hanya satu reksadana saham yang memiliki kemampuan *market timing* yang secara signifikan positif sehingga dapat dikatakan bahwa kemampuan Manajer Investasi di Indonesia dalam melakukan *market timing* dan *stock selection* masih dapat dikatakan kurang, hal ini mungkin disebabkan oleh hal-hal seperti dibawah ini :

- Kemampuan Manajer Investasi dalam melakukan *market timing* didasarkan kepada informasi yang diberikan dari para analis yang berada dalam satu sekuritas, dimana analis ini melakukan riset dalam peramalan pengembalian saham, obligasi dan pasar uang yang kemudian hasil riset tersebut diberikan kepada Manajer Investasi untuk diproses lebih lanjut. Disini dapat terlihat bahwa kemampuan Manajer Investasi sangat tergantung dari kemampuan para analis tersebut, sehingga dapat dikatakan kegagalan Manajer Investasi dapat disebabkan oleh kegagalan para analis dalam melakukan riset mereka terhadap peramalan pengembalian saham, obligasi maupun pasar uang.
- Strategi *market timing* biasanya sangat efektif dilakukan pada situasi dimana pasar tidak efisien seperti keadaan pasar di Indonesia akan tetapi pasar di Indonesia sangat rentan terhadap rumor yang beredar di pasar, sehingga pasar bereaksi tidak sesuai dengan prediksi yang dilakukan yang berdasarkan data-data historis yang diperoleh analis pasar.

- Bursa yang di kuasai oleh beberapa *broker* besar mengakibatkan saham-saham yang bisa di pilih bagi manajer investasi menjadi terbatas, karena ada nya pembelian besar-besaran oleh *broker* tersebut, Sehingga kemampuan pemilihan saham manajer investasi tidak dapat berkembang, Pemerintah semestinya peraturan lebih baik terhadap *broker-broker* yang mencoba untuk mengendalikan pasar.

DAFTAR PUSTAKA

- Admati , A., Battacharya, S., Pfleiderer, P., Ross, S., (1986) *On Timing and Selectivity*. *Journal of Finance* 41, 715-730
- Arumdati., D (2011) *Cara Kaya Dengan Investasi Emas*, Arashka Publisher
- Bodie, Z., Kane, A., Marcus., (2009) *Investments*, McGraw-Hill Higher Education
- Bolen dan Busse (2001) *On timing ability of mutual fund managers*. *Journal of Finance* 56, 1075-1094.
- Brealy, R dan Myers.,S (2003) *Principles of Corporate Finance* 7th ed. McGraw-Hill
- Breen, W., Glosten, L., Jaganathan, R.,(1989); *Economic significance of predictable variations in stock index returns*. *Journal of Finance* 44, 17-1189
- Christensen, M (2005) *Danish Mutual Fund Performance : Selectivity, Market Timing and Persistence*, Departement of Accounting and Finance, Aarhus School of Business
- Coggin,D.,Fabozzi, F. Rahman,s. 1993 *The investment performance of U.S equity pension fund managers: an empirical investigation* . *Journal of Finance* 48, 1039-1055
- Elton, E. Gruber, M. dan Das, S. & Halvka, M. (1993) *Efficiency with Costly Information : A Reinterpretation of Evidence from Managed Portfolios*, *Review of Financial Studies*, Vol 6 p 1-22
- Ferson dan Khang (2001) *Conditional performance measurement using portfolio weights: evidence pension fund*. *Journal of Financial Economics* 65, 249-282
- Glosten., L., Jaganathan, R., Runkle, D., (1993) *On the relation between the expected value and the volatility of the nominal excess return on stocks*, *Journal of Finance* 48, 1779-1801

- Goetzmann (2000) *Monthly measurement of daily timers*. Journal of Financial and Quantitative Analysis 35,257-290
- Grinblatt, M dan Titman, S (1989) *Portofolio Performance Evaluation : Old Issue and New Insights*, the Review of Financial Studies, Vol 2, No. 3 (1989) pp. 393-421, Oxford University Press
- Gujarati ., D.N (2006) *Essentials of Econometrics*, The McGraw – Hill Companies
- Henriksson., Roy D., dan Robert C.Merton (1981) *On Market Timing and Investment Performance II. Statistical Procedures for Testing Forecasting Skills*, Journal of Business, 54(4), 513-534
- Jagannathan and Korajcek (1986) *Assesing the market timing performance of managed portfolio*. Journal of Business 59, 217-235
- Jarrow, Robert A; Maksimovic, Vojislav, and Ziembra. (1995) *W. T. Finance*. Amsterdam, New York: Elsevier
- Jensen., M. (1968) *The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964*, Journal Of Finance, 23(2), 389-416
- Kosik dan Pontiff (1999) *How are derivatives used? Evidence from the mutual fund industry*. Journal of Finance 54, 791-816
- Laplante (2001) *Conditional market timing with heteroskedascity*. Working paper, University of Washington.
- Manurung, A.H.M. (2006) *Kemana Investasi?*, Penerbit Buku Kompas
- Manurung.,A.H.M (2007) *Reksadana Investasiku*, Penerbit Buku Kompas
- Manurung., A.H.M, dan Tobing.,W.R (2010) *Obligasi : Harga Portofolio dan Perdagangan nya*, PT. Adler Manurung Press
- Pratomo, E.P., dan Nugraha, U. (2000) *Reksadana*, PT. Gramedia Pustaka Utama

Rahman, A. (2010) *Untung Besar dari Reksadana*, PT. Buku Kita

Sharpe.,W.F, Alexander., G.J dan Bailey., J.F, (1995) *Investments*, sixth edition Prentice Hall, Inc

Suhartono, S.E., M.si. dan Qudsi., F. (2008) *Portofolio Investasi dan Bursa Efek*, Unit Penerbit dan Percetakan Sekolah Tinggi Ilmu Manajemen YKPN

Tandeilin.,E (2010) *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*, Penerbit Kanisius

Treynor, J., dan Kay M. (1966) *Can Mutual Funds Outguess the Market?* Harvard Business Revieww 44, 131-136

We jiang (2003) *A non parametric test of market timing* Journal of Empirical Finance p 399-425 Elsevier

Widarjono., A (2009) *Ekonometrika Pengantar dan Aplikasinya*, Ekonisia Kampus Fakultas Ekonomi UII

www.bapepam.go.id

www.finansialbisnis.com

www.infovesta.com

www.portalreksadana.com

Nama Reksa Dana	Tertinggi (Tanggal)	Terendah (Tanggal)	Akhir Periode	Annualized Risk
Batavia Dana Saham	282.00% (09-11-2010)	-5.58% (28-10-2008)	263.93%	28.95%

Nama Reksa Dana	Tertinggi (Tanggal)	Terendah (Tanggal)	Akhir Periode	Annualized Risk
BNP Paribas Ekuitas	314.05% (09-11-2010)	0.00% (29-12-2005)	299.83%	30.58%

Nama Reksa Dana	Tertinggi (Tanggal)	Terendah (Tanggal)	Akhir Periode	Annualized Risk
BNP Paribas Pesona	43.44% (09-11-2010)	-2.56% (08-02-2010)	38.02%	21.15%

Nama Reksa Dana	Tertinggi (Tanggal)	Terendah (Tanggal)	Akhir Periode	Annualized Risk
Dana Ekuitas Andalan	252.58% (10-11-2010)	-2.06% (28-10-2008)	241.54%	29.54%

Nama Reksa Dana	Tertinggi (Tanggal)	Terendah (Tanggal)	Akhir Periode	Annualized Risk
Makinta Mantap	354.33% (09-01-2008)	0.00% (29-12-2005)	311.67%	31.19%

Nama Reksa Dana	Tertinggi (Tanggal)	Terendah (Tanggal)	Akhir Periode	Annualized Risk
Manulife Dana Saham	264.51% (10-11-2010)	0.00% (29-12-2005)	248.86%	27.72%

Nama Reksa Dana	Tertinggi (Tanggal)	Terendah (Tanggal)	Akhir Periode	Annualized Risk
Panin Dana Maksima	570.04% (10-11-2010)	0.00% (29-12-2005)	552.42%	25.67%

Nama Reksa Dana	Tertinggi (Tanggal)	Terendah (Tanggal)	Akhir Periode	Annualized Risk
Phinisi Dana Saham	269.11% (10-11-2010)	0.00% (29-12-2005)	252.50%	28.97%

Nama Reksa Dana	Tertinggi (Tanggal)	Terendah (Tanggal)	Akhir Periode	Annualized Risk
Schroder Dana Istimewa	300.59% (09-11-2010)	0.00% (29-12-2005)	286.05%	28.10%

Nama Reksa Dana	Tertinggi (Tanggal)	Terendah (Tanggal)	Akhir Periode	Annualized Risk
Schroder Dana Prestasi Plus	292.40% (09-11-2010)	0.00% (29-12-2005)	282.41%	27.67%