

UNIVERSITAS INDONESIA

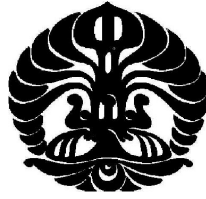
**ANALISIS EFEK *SMART MONEY* PADA REKSADANA SAHAM
DI INDONESIA TAHUN 2007 - 2009**

TESIS

SEFRIE NURRESHA W.

0706170482

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
JAKARTA
JUNI 2011**



UNIVERSITAS INDONESIA

**ANALISIS EFEK *SMART MONEY* PADA REKSADANA SAHAM
DI INDONESIA TAHUN 2007 - 2009**

TESIS

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

SEFRIE NURRESHA W.

0706170482

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
MANAJEMEN KEUANGAN
JAKARTA
JUNI 2011**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

Nama : Sefrie Nurresha W.
NPM : 0706170482
Tanda Tangan :
Tanggal : Juni 2011

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :
Nama : SEFRIE NURRESHA W.
NPM : 0706170482
Program Studi : MAGISTER MANAJEMEN
Judul Karya Akhir : ANALISIS EFEK *SMART MONEY* PADA
REKSADANA SAHAM DI INDONESIA
TAHUN 2007 - 2009

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

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Dr. Gede Harja Wasistha ()

Penguji : Prof. Dr. Roy H. Sembel ()

Penguji : Dr. Cynthia A. Utama ()

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : Juni 2011

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur saya panjatkan kepada Allah SWT, karena atas karunia dan rahmat-Nya karya akhir ini dapat diselesaikan sesuai dengan harapan. Karya akhir ini dibuat dengan maksud untuk memenuhi sebagian dari persyaratan-persyaratan guna meraih gelar Magister Manajemen. Selain itu, karya akhir ini dibuat sebagai salah satu cara penerapan teori-teori yang telah dipelajari serta untuk memperluas dan memperkuat wawasan saya dan bagi pembaca umumnya.

Pada kesempatan ini, saya ingin mengucapkan rasa terima kasih yang tak terhingga kepada pihak-pihak yang telah membantu dan memberikan bimbingannya selama ini, baik pada saat menyusun karya akhir maupun selama saya mengikuti pendidikan di MMUI, diantaranya:

1. Bapak Prof. Rhenald Kasali selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Universitas Indonesia;
2. Dr. Gede Harja Wasistha, selaku Dosen Pembimbing yang selalu memberikan bantuan, dukungan dan arahan kepada saya dalam pembuatan karya akhir ini;
3. Sisie, istriku tercinta dan Alvaro, anak kami tersayang yang telah memberikan dukungan moral kepada saya untuk dapat menyelesaikan studi ini;
4. Orang tua dan adik-adik saya yang telah memberikan bantuan moral dan material;
5. Seluruh teman-teman kuliah kelas F07 Malam yang telah berbagi suka dan dukanya selama mengikuti pendidikan di MMUI.

Akhir kata, saya ingin menyampaikan permohonan maaf kepada seluruh pihak apabila terdapat kesalahan dan kekurangan yang dilakukan selama mengikuti pendidikan di MMUI.

Jakarta, Juni 2011

Sefrie Nurresha W.

HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS

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

Nama : Sefrie Nurresha W.
NPM : 0706170482
Program Studi : Magister Manajemen
Fakultas : Ekonomi
Jenis Karya : Tesis

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

Analisis Efek Smart Money pada Reksadana Saham di Indonesia Tahun 2007 - 2009

berserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalih media/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan mempublikasikan tugas akhir saya tanpa meminta izin dari saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai *saya*/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di: Jakarta
Pada tanggal: Juni 2011
Yang menyatakan

(Sefrie Nurresha W.)

ABSTRAK

Nama : Sefrie Nurresha W.
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : Analisis Efek *Smart Money* pada Reksadana Saham di Indonesia tahun 2007 - 2009

Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan adanya efek *smart money* pada reksadana saham di Indonesia. Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan *three factor model* yang dikembangkan oleh Fama dan French (1993) serta *four factor model* yang dikembangkan oleh Carhart (1997). Perbedaan model tersebut adalah dimasukkannya faktor momentum dalam *four factor model*. Hasil dari penelitian ini membuktikan bahwa tidak terjadi efek *smart money* pada reksadana saham di Indonesia. Penelitian ini juga membuktikan bahwa faktor momentum tidak memiliki korelasi yang signifikan terhadap *cash flow* suatu reksadana.

Kata kunci:
Efek *Smart Money*, perilaku finansial, investasi

ABSTRACT

Name : Sefrie Nurresha W.
Study Program : Magister Management
Title : Smart Money Effect Analysis of Equity Mutual Fund in Indonesia for 2007-2009 period

The focus of this study is to prove the existence of the smart money effect of the equity mutual funds in Indonesia. The smart money effect is measured by using the three factor model, proposed by Fama and French (1993), and the four factor model, pioneering work by Carhart (1997). The four factor model included in the regression equation. The result of this study shows that there is no significant proof of the smart money effect existence in Indonesia. This study also proves that momentum factor has no significant correlation with the fund cash flow.

Key word:
Smart money effect, behavioral finance, investments

DAFTAR ISI

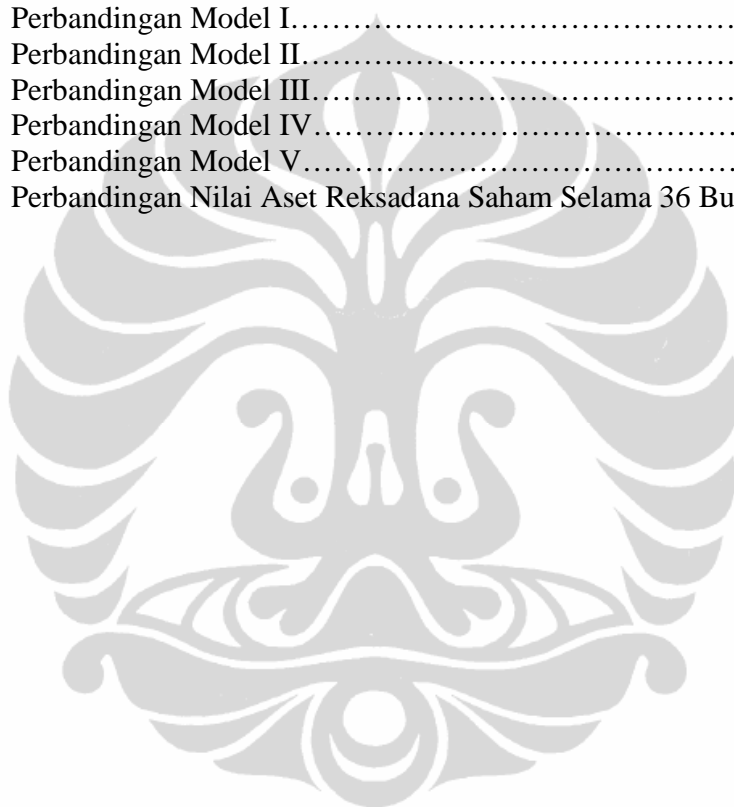
HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI	v
ABSTRAK	vi
<i>ABSTRACT</i>	vi
DAFTAR ISI	vii
DAFTAR TABEL	ix
DAFTAR RUMUS	xi
BAB 1 PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang Permasalahan.....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	4
1.3 Tujuan Penelitian	4
1.4 Manfaat Penelitian.....	4
1.5 Pembatasan Masalah	5
1.6 Metodologi Penelitian.....	5
1.7 Kerangka Penulisan	6
Bab 1 Pendahuluan	6
Bab 2 Landasan Teori	7
Bab 3 Metodologi Penelitian.....	7
Bab 4 Analisis Pembahasan.....	7
Bab 5 Kesimpulan dan Saran	7
BAB 2 LANDASAN TEORI.....	8
2.1 Pengertian Reksadana.....	8
2.1.1 Karakteristik Reksadana.....	8
2.1.2 Kelebihan Reksadana sebagai Pilihan Investasi.....	10
2.1.3 Risiko Reksadana.....	12
2.1.4 Bentuk Reksadana	14
2.1.5 Sifat Reksadana	15
2.1.6 Jenis-Jenis Reksadana	16
2.1.7 Kebijakan Pengelolaan Reksadana	18
2.1.8 Nilai Aktiva Bersih	19
2.1.9 Pajak Reksadana	19
2.1.10 Prospektus Reksadana	20
2.2 <i>Efficient Market Hypothesis (EMH)</i>	21
2.2.1 Hipotesis Efisiensi Pasar Modal Lemah (<i>Weak-form Hypothesis</i>).....	23
2.2.2 Hipotesis Efisiensi Pasar Modal Setengah Kuat (<i>Semistrong-form Hypothesis</i>).....	23
2.2.3 Hipotesis Efisiensi Pasar Modal Kuat (<i>Strong-form Hypothesis</i>).....	23
2.3 <i>Behavioral Finance</i>	24
2.3.1 Pengertian <i>Behavioral Finance</i>	24

2.3.2 <i>Information Processing Biases</i>	25
2.3.3 <i>Behavioral Biases</i>	26
2.3.4 Penelitian-Penelitian tentang <i>Behavioral Finance</i> Lainnya.....	27
2.4 Momentum.....	31
2.4.1 Pengertian Momentum.....	31
2.4.2 Penelitian-Penelitian tentang Momentum Lainnya.....	32
2.5 <i>Smart Money Effect</i>	35
2.6 Pengembangan Hipotesis.....	39
BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN	42
3.1 Obyek Penelitian.....	42
3.2 Metode Penelitian.....	43
3.3 Data Penelitian.....	43
3.4 Teknik Pengumpulan Data	45
3.5 Operasionalisasi Penelitian	45
BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN.....	50
4.1 Pendahuluan.....	50
4.2 Hasil Pengolahan Data Statistik.....	51
4.2.1 <i>Equally Weighted Portfolio, Three Factor Model</i>	51
4.2.2 <i>Equally Weighted Portfolio, Four Factor Model</i>	52
4.2.3 <i>Cash Flow Weighted Portfolio, Three Factor Model</i>	53
4.2.4 <i>Cash Flow Weighted Portfolio, Four Factor Model</i>	55
4.2.5 <i>Determinants of Funds Cash Flow</i>	56
4.2.6 Statistik Deskriptif	59
4.2.7 Hasil Regresi <i>New Money Portfolios</i>	61
4.2.8 Hasil Regresi <i>Determinants of Funds Cash Flow</i>	63
4.3 Analisis Kinerja <i>New Money Portfolios</i>	64
4.3.1 <i>Equally Weighted Portfolio</i>	64
4.3.2 <i>Cash Flow Weighted Portfolio</i>	69
4.4 Analisis <i>Determinants of Funds Cash Flow</i>	73
4.5 Analisis <i>Negative Cash Flow Portfolio</i>	79
BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN.....	80
5.1 Kesimpulan.....	80
5.2 Saran	81
DAFTAR REFERENSI.....	82
LAMPIRAN	84

DAFTAR TABEL

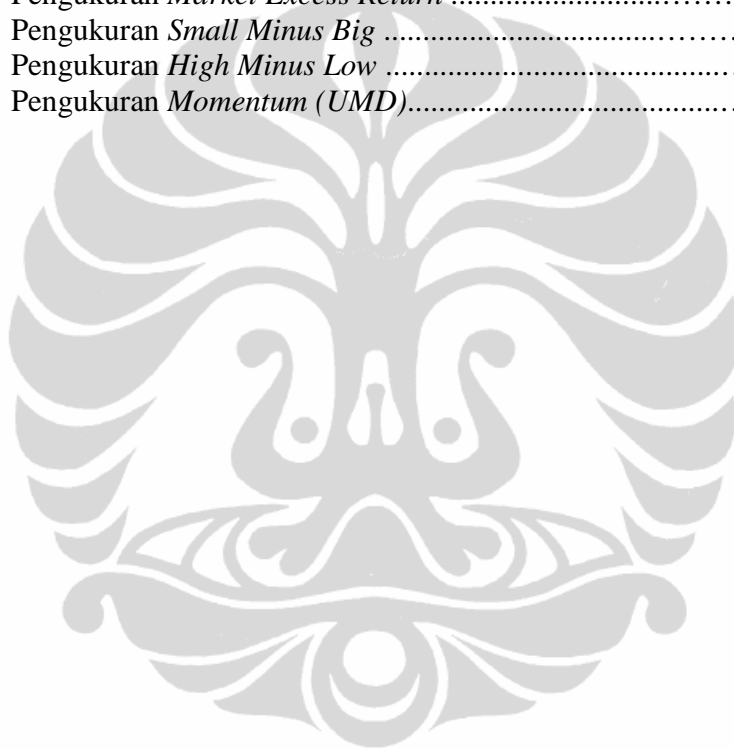
Tabel 3.1	Reksadana Saham yang Terdaftar di Bapepam periode Januari 2007 - Desember 2009.....	42
Tabel 4.1	<i>Coefficients Positive Cash Flow Portfolio</i>	51
Tabel 4.2	<i>Coefficients Negative Cash Flow Portfolio</i>	51
Tabel 4.3	<i>Coefficients Average Cash Flow Portfolio</i>	52
Tabel 4.4	<i>Coefficients Positive Cash Flow Portfolio</i>	52
Tabel 4.5	<i>Coefficients Negative Cash Flow Portfolio</i>	53
Tabel 4.6	<i>Coefficients Average Cash Flow Portfolio</i>	53
Tabel 4.7	<i>Coefficients Positive Cash Flow Portfolio</i>	53
Tabel 4.8	<i>Coefficients Negative Cash Flow Portfolio</i>	54
Tabel 4.9	<i>Coefficients Average Cash Flow Portfolio</i>	54
Tabel 4.10	<i>Coefficients Positive Cash Flow Portfolio</i>	55
Tabel 4.11	<i>Coefficients Negative Cash Flow Portfolio</i>	55
Tabel 4.12	<i>Coefficients Average Cash Flow Portfolio</i>	55
Tabel 4.13	<i>Coefficients Model I</i>	56
Tabel 4.14	<i>Coefficients Model II</i>	56
Tabel 4.15	<i>Coefficients Model III</i>	57
Tabel 4.16	<i>Coefficients Model IV</i>	57
Tabel 4.17	<i>Coefficients Model V</i>	58
Tabel 4.18	Statistik Deskriptif untuk Reksadana Saham Periode 2007-2009..	59
Tabel 4.19	Statistik Deskriptif untuk <i>Excess Return</i> Reksadana Saham Periode 2007-2009.....	60
Tabel 4.20	Panel A: <i>Equally Weighted Portfolios</i>	61
Tabel 4.21	Panel B: <i>Cash Flow Weighted Portfolios</i>	62
Tabel 4.22	<i>Determinants of Funds Cash Flow</i>	63
Tabel 4.23	Perbandingan nilai Alfa <i>Positive, Negative, dan Average Cash Flow Portfolio</i> pada <i>Three Factor Model, Equally Weighted Portfolios</i>	64
Tabel 4.24	Perbandingan <i>Difference in Alpha</i> antara <i>Positive vs Negative dan Positive vs Average</i> pada <i>Three Factor Model, Equally Weighted Portfolios</i>	65
Tabel 4.25	Perbandingan nilai Alfa <i>Positive, Negative, dan Average Cash Flow Portfolio</i> pada <i>Four Factor Model, Equally Weighted Portfolios</i>	66
Tabel 4.26	Perbandingan <i>Difference in Alpha</i> antara <i>Positive vs Negative dan Positive vs Average</i> pada <i>Four Factor Model, Equally Weighted Portfolios</i>	67
Tabel 4.27	Perbandingan nilai Alfa <i>Positive, Negative, dan Average Cash Flow Portfolio</i> pada <i>Three Factor Model, Cash Flow Weighted Portfolios</i>	69

Tabel 4.28	Perbandingan <i>Difference in Alpha</i> antara Positive vs Negative dan Positive vs Average pada <i>Three Factor Model, Cash Flow Weighted Portfolios</i>	70
Tabel 4.29	Perbandingan nilai Alfa <i>Positive, Negative, dan Average Cash Flow Portfolio</i> pada <i>Four Factor Model, Cash Flow Weighted Portfolios</i>	71
Tabel 4.30	Perbandingan <i>Difference in Alpha</i> antara Positive vs Negative dan Positive vs Average pada <i>Four Factor Model, Cash Flow Weighted Portfolios</i>	72
Tabel 4.31	Perbandingan Model I.....	73
Tabel 4.32	Perbandingan Model II.....	74
Tabel 4.33	Perbandingan Model III.....	75
Tabel 4.34	Perbandingan Model IV.....	76
Tabel 4.35	Perbandingan Model V.....	78
Tabel 4.36	Perbandingan Nilai Aset Reksadana Saham Selama 36 Bulan.....	79



DAFTAR RUMUS

Rumus 3.1	Pengukuran <i>Net Cash Flow</i>	46
Rumus 3.2	Pengukuran <i>Normalized Net Cash Flow</i>	46
Rumus 3.3	Pengukuran <i>Four Factor Model</i>	47
Rumus 3.4	Pengukuran <i>Three Factor Model</i>	48
Rumus 3.5	Pengukuran <i>Market Excess Return</i>	49
Rumus 3.6	Pengukuran <i>Small Minus Big</i>	49
Rumus 3.7	Pengukuran <i>High Minus Low</i>	49
Rumus 3.8	Pengukuran <i>Momentum (UMD)</i>	49



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Pasar modal merupakan salah satu sumber pencarian dana bagi perusahaan-perusahaan *go public* di seluruh dunia, tak terkecuali di Indonesia. Di Amerika dan Eropa, pasar modal sangat populer bagi perusahaan-perusahaan untuk mencari dana dan sebaliknya bagi para *investor* untuk dijadikan tempat berinvestasi. Di Indonesia sendiri, bank merupakan penyedia utama sumber pendanaan bagi perusahaan-perusahaan yang memerlukan dana. Meskipun bukan merupakan penyedia dana utama, pasar modal saat ini semakin menjadi alternatif favorit bagi perusahaan dan *investor*. Terbukti dengan semakin banyaknya perusahaan yang *go public* dan semakin besarnya nilai uang yang berputar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Bagi para *investor*, pasar modal merupakan tempat yang menawarkan *return* investasi yang besar, meskipun risikonya juga besar. Namun demikian, tidak semua orang dapat berinvestasi langsung di pasar modal karena dibutuhkan dana yang relatif besar. Untuk mengantisipasi hal ini, para *investor* kecil memanfaatkan reksadana sebagai sarana investasi mereka. Dengan berinvestasi di reksadana, dana yang dibutuhkan relatif kecil dan terjangkau bagi *investor* kecil.

Para *investor* reksadana juga memiliki kesempatan untuk berinvestasi di saham-saham yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia. Sampai saat ini, reksadana menjadi salah satu sarana investasi yang menarik bagi para *investor* tersebut, terbukti dengan semakin beragamnya produk-produk reksadana yang ditawarkan dan juga semakin meningkatnya dana investasi yang dikelola dalam produk-produk reksadana tersebut.

Dalam Undang-Undang No 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal, reksadana didefinisikan sebagai wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam Portofolio Efek oleh

Manajer Investasi. Dari definisi tersebut tersirat bahwa reksadana merupakan suatu sarana bagi pemodal baik perorangan maupun institusi yang ingin melakukan investasi di pasar modal namun mempunyai berbagai keterbatasan seperti waktu serta pengetahuan dalam bidang pasar modal.

Bagi para *investor*, berinvestasi di pasar modal memiliki dua tujuan yaitu untuk mendapatkan dividen dan juga keuntungan dari transaksi jual-beli saham. Demi memperoleh keuntungan di pasar modal, para *investor*, *portfolio manager* maupun analis saham mencoba mencari celah dan memprediksi tingkat *return* atas saham-saham di pasar modal. Sedangkan para *investor* reksadana mengharapkan keuntungan dari kenaikan Nilai Aktiva Bersih (NAB) portofolio reksadana mereka. Berbagai metode analisis dikembangkan untuk meraih *profit*, misalnya analisis teknis dan fundamental. Selain itu juga berkembang studi-studi di bidang *finance*. Salah satu studi yang berkembang pesat adalah *behavioral finance*.

Salah satu model dari *behavioral finance* yang dipercaya dapat menghasilkan profit adalah *momentum strategy*. Jegadeesh dan Titman (1993) mengajukan beberapa variasi dari *momentum strategy* dan menyatakan bahwa membeli saham yang memiliki *return* tinggi selama periode 3-12 bulan sebelumnya dan menjual saham yang memiliki *return* yang rendah dalam periode yang sama, akan menghasilkan keuntungan sebesar satu persen di tahun berikutnya. Kemudian Jegadeesh dan Titman (2001) melakukan evaluasi atas pendapat mereka sebelumnya. Dengan menggunakan *sample* yang berbeda, mereka menemukan bahwa *behavioral model* yang mereka ajukan sebelumnya tetap menunjukkan hasil yang konsisten dengan penelitian mereka yang terbaru.

Penelitian Gruber (1996) menunjukkan bahwa *risk-adjusted return* pada *new cash flow* dalam reksadana lebih tinggi dibandingkan dengan *average return* dari seluruh dana kelolaan yang sebelumnya. Gruber menyebut fenomena ini sebagai *the smart money effect*, yang berarti bahwa para *investor* memiliki kemampuan untuk memprediksi kinerja suatu reksadana dan kemudian berinvestasi dalam reksadana tersebut. Alasannya adalah *investor* menggunakan *fund-specific information* dalam mengambil keputusan investasi mereka dan

mereka juga memiliki kemampuan untuk mengidentifikasi manajer investasi yang memiliki kinerja yang bagus untuk dijadikan pengelola investasi reksadana mereka.

Penelitian juga dilakukan oleh Zheng (1999) untuk melanjutkan penelitian Gruber (1996). Penelitiannya menggunakan sampel dari 1.826 reksadana ekuitas domestik dari tahun 1970 – 1993. Dengan menggunakan *conditional methods* dan *style variations*, Zheng menyimpulkan bahwa *smart money effect* terjadi karena *fund-specific information* dan *return* yang tinggi terjadi pada reksadana dengan jumlah dana kelolaan yang kecil, bukan pada dana kelolaan yang besar. Kedua penelitian yang dilakukan oleh Gruber dan Zheng memiliki kesimpulan yang sama, yaitu *investor* memiliki kemampuan untuk memilih produk-produk reksadana yang memiliki *return* yang tinggi.

Pada tahun 2004, Sapp dan Tiwari melanjutkan penelitian yang dilakukan oleh Jegadeesh dan Titman (1993) tentang *stock return momentum factor* dan menunjukkan bahwa *smart money effect* adalah produk sampingan dari *stock return momentum*. Sapp dan Tiwari menemukan bahwa *investor* tidak dengan selektif memilih reksadana-reksadana yang sedang memiliki momentum, tetapi hanya mengambil keputusan investasi berdasarkan reksadana yang merupakan *recent winners* dan langsung mengambil keuntungan dari *momentum effect* dalam jangka pendek. Artinya *investor* menilai kinerja manajer investasi dari *historical return* reksadana yang dikelolanya.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Sapp dan Tiwari (2004), penelitian ini mencoba melihat adanya *smart money effect* pada reksadana saham di Indonesia pada tahun 2007 – 2009 dan juga mencoba meneliti apakah *smart money effect* yang terjadi disebabkan oleh *fund-specific information* atau karena keberadaan momentum.

1.2 Perumusan Masalah

Berinvestasi di reksadana saat ini menjadi pilihan investasi yang banyak diambil oleh masyarakat. Tujuan mereka tentunya untuk meraih keuntungan yang relatif sama dengan para *investor* yang langsung berinvestasi pada saham-saham di bursa efek. Berbagai penelitian tentang *return* yang terjadi pada reksadana menyebutkan adanya *smart money effect* yang disebabkan oleh

Penelitian ini ingin membuktikan adanya *smart money effect* pada reksadana di Indonesia. Di dalam penelitian ini dirumuskan beberapa masalah, yaitu:

1. Apakah *smart money effect* pada reksadana saham di Indonesia periode Januari 2007 sampai Desember 2009 disebabkan oleh faktor momentum?
2. Faktor apa yang mempengaruhi *cash flow* reksadana saham di Indonesia periode Januari 2007 sampai Desember 2009?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah:

1. Untuk meneliti penyebab *smart money effect* pada reksadana saham di Indonesia periode Januari 2007 sampai Desember 2009.
2. Untuk meneliti faktor yang mempengaruhi *cash flow* reksadana saham di Indonesia periode Januari 2007 sampai Desember 2009.

1.4 Manfaat Penelitian

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat membantu untuk memberikan gambaran tentang keberadaan *smart money effect* pada reksadana di Indonesia. Kemudian hasil penelitian ini juga diharapkan dapat menjadi referensi bagi kalangan akademis untuk melakukan penelitian selanjutnya dan menjadi referensi praktis bagi para *investor* dalam melakukan investasi mereka agar dapat membuat keputusan investasi yang optimal.

1.5 Pembatasan Masalah

Penelitian mengenai gejala *smart money effect* ini hanya dibatasi pada:

- a. Reksadana saham yang terdaftar di Bapepam dari bulan Januari 2007 sampai dengan bulan Desember 2009.
- b. Periode penelitian dibatasi dari bulan Januari 2007 sampai dengan bulan Desember 2009 untuk mengamati perkembangan reksadana saham di Indonesia.
- c. Data yang digunakan adalah berupa data historis *Total Net Assets* (TNA) bulanan, *Total Net Assets* (TNA) triwulanan, *Net Asset Value* (NAV) reksadana saham bulanan, *Net Asset Value* (NAV) triwulanan, data Sertifikat Bank Indonesia (SBI) bulanan, data biaya dari tiap-tiap reksadana saham yang dijadikan sampel, data *return* reksadana saham bulanan, dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) bulanan di Bursa Efek Indonesia (BEI).

1.6 Metodologi Penelitian

Penelitian tentang *smart money effect* ini telah dilakukan di beberapa negara, seperti Amerika, Australia, Inggris, Spanyol, Turki, dan Jerman. Metode yang diterapkan pada penelitian ini serupa dengan metode dan tahapan yang dilakukan pada penelitian-penelitian terdahulu. Secara umum, penelitian ini banyak mengadopsi metode dan tahapan yang dilakukan oleh Travis Sapp dan Asish Tiwari dalam jurnalnya yang berjudul “*Does Stock Return Momentum Explain the Smart Money Effect?*” pada tahun 2004.

Sapp dan Tiwari (2004) di dalam penelitiannya melakukan analisis terhadap kemampuan *investor* dalam memilih reksadana dengan cara menghitung kinerja dari *new-money portfolio* yang dibentuk berdasarkan *net cash flow*. Pada setiap awal kuartal, dilakukan pengelompokkan terhadap reksadana menjadi dua portofolio yaitu portofolio yang memiliki *cash flow* positif dan portofolio yang memiliki *cash flow* negatif. Portofolio *cash flow* positif terdiri dari semua reksadana yang memiliki nilai realisasi *net cash flow* positif pada kuartal sebelumnya,

sedangkan Portofolio *cash flow* negatif terdiri dari semua reksa dana yang memiliki nilai realisasi *net cash flow* negatif pada kuartal sebelumnya.

Tahap selanjutnya adalah melakukan evaluasi terhadap kinerja reksadana, yang terdiri dari portofolio *cash flow* positif dan portofolio *cash flow* negatif, dengan menggunakan *four factor model* yang dikembangkan oleh Carhart, dalam jurnalnya yang berjudul “*On Persistence in Mutual Fund Performance*” pada tahun 1997. Model yang dikembangkan oleh Carhart ini sudah memasukkan faktor momentum. Dari hasil penghitungan model ini akan di dapatkan nilai *alpha* dari kedua portofolio tersebut. Selanjutnya nilai *alpha* masing-masing portofolio diperbandingkan untuk melihat ada atau tidaknya *smart money effect*.

Selanjutnya untuk mengetahui keberadaan momentum, Sapp dan Tiwari membandingkan kinerja reksadana yang dihitung dengan *four factor model* yang dikembangkan oleh Carhart (1997) dengan *three factor model* yang dikembangkan oleh Fama dan French (1993)

Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah serupa dengan metode penelitian yang dilakukan oleh Sapp dan Tiwari (2004), data yang digunakan adalah Total Dana Kelolaan (TDK) dan Nilai Aktiva Bersih (NAB) reksadana saham bulanan selama periode bulan Januari 2007 sampai dengan Desember 2009. Kemudian dilakukan pengukuran terhadap *cash flow* dan kinerja dari reksadana yang diteliti dengan mengikuti langkah-langkah yang dilakukan oleh Sapp dan Tiwari (2004).

1.7 Kerangka Penulisan

Bab I Pendahuluan

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

Bab 2 Landasan Teori

Bab ini berisikan landasan-landasan teori dan tinjauan pustaka berupa referensi penelitian-penelitian terdahulu mengenai *behavioral finance*, *momentum*, dan *smart money effect* serta sebab terjadinya efek tersebut

Bab 3 Metodologi Penelitian

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

Bab 4 Analisis dan Pembahasan

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

Bab 5 Kesimpulan dan Saran

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

BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1 Pengertian Reksadana

Reksadana merupakan salah satu alternatif investasi bagi masyarakat pemodal, khususnya pemodal kecil dan pemodal yang tidak memiliki banyak waktu dan keahlian untuk menghitung risiko atas investasi mereka. Reksadana dirancang sebagai sarana untuk menghimpun dana dari masyarakat yang memiliki modal, mempunyai keinginan melakukan investasi, namun hanya memiliki waktu dan pengetahuan yang terbatas. Selain itu, reksadana juga diharapkan dapat meningkatkan peranan pemodal lokal untuk berinvestasi di pasar modal di Indonesia. (Cahyono, 2000)

Menurut Undang Undang No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal, reksadana adalah wadah yang digunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan kembali oleh Manajer Investasi ke dalam bentuk portofolio efek. Jadi masyarakat dapat berinvestasi ke dalam instrumen-instrumen investasi di pasar modal maupun pasar uang, baik dilakukan secara individu maupun bersama-sama tetapi tidak secara langsung melakukan aktifitas investasi seperti layaknya pemodal di pasar modal dan pasar uang, melainkan dengan melalui Manajer Investasi.

2.1.1 Karakteristik Reksadana

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

- **Reksadana sebagai Produk Investasi**
Reksadana bisa dipahami sebagai sebuah produk investasi banyak tersebar dan beraneka ragam. Beberapa reksadana bisa diproduksi oleh satu produsen (pengelola), masing-masing mempunyai spesifikasi yang dirancang untuk konsumen (*investor*) yang berbeda. Dengan demikian, ketika memilih reksadana, *investor* seperti konsumen yang harus memilih produk-produk konsumsi. Dari kacamata produsen, salah satu alasan mereka menghasilkan lebih dari satu produk antara lain mencapai skala ekonomi dan memberi pilihan lebih banyak kepada konsumen.
- **Reksadana adalah Produk Massal**
Sebagai produk investasi, reksadana sifatnya massal. Artinya, produk ini dirancang untuk semua kalangan *investor*, mulai dari *investor* ritel sampai *investor* lembaga yang besar.
- **Menyerahkan Kontrol kepada Pihak Lain**
Maksudnya, ketika berinvestasi di reksadana yang bisa mengontrol uang kita secara langsung dan menentukan ke mana uang kita akan diputar adalah pengelola reksadana. Sebagai *investor*, yang bisa kita lakukan adalah mengontrol secara tidak langsung, yakni menarik dana jika kebijakan atau hasil investasinya tidak sesuai dengan keinginan kita.
- **Tidak Kebal Risiko**
Semua sarana investasi termasuk reksadana, meminta dua hal dari *investor*. Pertama, menempatkan uang dengan siap menanggung risiko dan berharap memperoleh hasil. Kedua, membiarkan waktu bekerja. Dalam hal ini prinsipnya adalah bahwa semakin lama dana berputar maka risikonya semakin kecil dan potensi hasilnya akan semakin besar.

2.1.2 Kelebihan Reksadana sebagai Pilihan Investasi

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

- **Terjangkau, Tanpa Dominasi**
Reksadana memberi peluang kepada *investor* kecil akses untuk berinvestasi dipasar modal. Untuk itu, nilai minimum untuk bisa membuka rekening investasi di reksadana juga dibuat sekecil mungkin agar terjangkau oleh masyarakat umum.
- **Sangat Likuid**
Unit penyertaan reksadana sangat likuid. Kapan pun kita mau menjual kembali unit penyertaan yang kita pegang, maka reksadana wajib membelinya. Untuk reksadana tertutup, likuiditas sahamnya sama dengan instrumen pasar modalnya, yakni tergantung kepada ada atau tidaknya pembeli karena reksadana tertutup tidak wajib membeli sahamnya dari *investor*.
- **Terdiversifikasi secara Otomatis**
Dengan jumlah dana yang besar, reksadana bisa melakukan diversifikasi investasi, dengan membeli bermacam-macam surat berharga sehingga risikonya menurun. Dalam berinvestasi, reksadana boleh berinvestasi pada satu pihak maksimum sebesar 10% dari total dana yang dikelolanya. Ini berarti, setidaknya reksadana minimum menyebar dananya di sedikitnya 10 tempat.
- **Dikelola oleh Profesional dan Murah**
Banyak orang berinvestasi di reksadana karena tidak memiliki waktu untuk memilih secara langsung sarana investasi yang tersedia di pasar modal, seperti saham, obligasi dan turunannya. Memang, program

investasi reksadana disusun oleh para profesional, yang tugasnya sehari-hari adalah mengelola dana. Selama mereka bekerja ada dukungan infrastruktur yang lebih baik, misalnya mendapat layanan dari analis investasi, yang akan mencari peluang investasi setiap hari, sehingga bisa memperkecil risiko investasi. Artinya, dengan dana yang sangat terbatas, kita secara tidak langsung telah menikmati layanan para profesional di bidang pengelolaan dana.

- **Kemudahan dalam Alokasi Aset**
Big is powerful. Konsep ini berlaku di bidang investasi. Dengan mempunyai dana yang besar reksadana bisa memperoleh banyak kemudahan. Kalau bertransaksi saham, mereka bisa mendapat diskon. Bila menempatkan dana di bank bisa memperoleh *premium rate*. Dengan asetnya yang besar, reksadana bisa membeli obligasi, yang tidak terjangkau banyak *investor* individu, karena besarnya denominasi per satuan.
- **Ada Fasilitas Pajak**
Kalau berinvestasi di obligasi, maka reksadana akan dibebaskan dari pajak atas kupon obligasi. Karena alasan ini maka banyak bank yang berlomba-lomba untuk berinvestasi di reksadana. Sebab, kalau membeli langsung obligasi, maka bank akan dikenai pajak penghasilan sebesar 15 persen, sesuai dengan Undang-Undang PPh, yaitu UU Nomor 36 Tahun 2008 tentang perubahan keempat atas UU Nomor 7 tahun 1983 tentang PPh. Pajak atas hasil investasi lain dibayarkan secara langsung oleh reksadana sehingga hasil investasi yang didapat *investor* dari pertumbuhan nilai aset bukan lagi merupakan obyek pajak.

- **Lebih Aman, Diatur Lebih Ketat**
Reksadana juga lebih aman dibandingkan instrument investasi lain karena diatur lebih ketat. Peraturan yang berlaku di pasar modal akan berlaku bagi reksadana.
- **Keterbukaan**
Bila pemodal menempatkan dananya di bank, ia tidak tahu dengan tepat kepada siapa dan berapa dana tersebut ditempatkan. Sebaliknya, pemodal reksadana bisa mengetahui kemana dananya diputar. Informasi ini disampaikan secara rutin kepada *investor*. Dengan mempelajari posisi nilai aktiva bersih dan portofolio efek tersebut para *investor* bisa mengetahui potensi *risk* dan *return*. Pengelola reksadana sendiri, dalam hal ini Bank Kustodian, melaporkan secara bulanan portofolio aset investasi mereka ke Bapepem. NAB reksadana terbuka harus diumumkan setiap hari.
- **Bisa Memenuhi Banyak Kebutuhan Investasi**
Jenis reksadana yang ada di pasar sangat beragam, dan masing-masing mempunyai perbedaan, misalnya dalam hal kebijakan dan tujuan investasi. Dengan demikian reksadana menawarkan kesempatan kepada *investor* untuk mencapai banyak tujuan investasi dan *time horizon*.

2.1.3 Risiko Reksadana

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

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

- **Risiko perubahan Kondisi ekonomi dan Politik**

Bagi Indonesia yang menganut sistem ekonomi terbuka, perkembangan politik di luar negeri dapat mempengaruhi perekonomian dan politik nasional. Perubahan di dalam perekonomian dan politik suatu negara ini pada gilirannya juga dapat mempengaruhi pandangan umum terhadap perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek di Indonesia. Akhirnya, pandangan umum tersebut bisa membuat *investor* melikuidasi portofolio efeknya sehingga harga efek tersebut pun turun.
- **Risiko Likuiditas**

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

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

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

2.1.4 Bentuk Reksadana

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

- Reksadana berbentuk Perseroan (*Corporative Type*)

Reksadana Perseroan merupakan badan hukum tersendiri. Artinya reksadana tersebut beroperasi sebagai PT yang mempunyai kegiatan sebagai reksadana. Karena berbentuk perseroan maka reksadana tersebut mempunyai anggaran dasar, dewan direksi, kekayaan sendiri, pemegang saham, kewajiban-kewajiban. Untuk mengoperasikan Reksadana Perseroan harus terlebih dahulu didirikan Perseroan Terbatas (PT) yang hanya bergerak dalam reksadana tersebut.

Reksadana Perseroan adalah emiten yang kegiatan usahanya menghimpun dana dengan menjual saham dan selanjutnya dana dari penjualan saham tersebut diinvestasikan pada berbagai jenis efek yang diperdagangkan di pasar modal dan pasar uang. Pada Reksadana Perseroan sahamnya dapat berbentuk Reksadana Terbuka (*Open-End Fund*) dan Reksadana Tertutup (*Closed-End Fund*).

Reksadana Perseroan mempunyai ciri-ciri sebagai berikut:

- a. Bentuk Hukum adalah Perseroan Terbatas (PT).
- b. Pengelolaan kekayaan Reksadana didasarkan pada kontrak antara direksi perusahaan dengan manajer investasi yang ditunjuk.
- c. Penyimpanan kekayaan Reksadana didasarkan pada kontrak antara manajer investasi dan bank kustodian.

- Reksadana berbentuk Kontrak Investasi Kolektif (*Contractual Type*)

Kontrak Investasi Kolektif (KIK) adalah kontrak antara Manajer Investasi dengan Bank Kustodian yang mengikat pemodal atau pemegang unit penyertaan, dimana Manajer Investasi diberi wewenang untuk mengelola portofolio investasi kolektif dan bank kustodian diberi wewenang untuk melaksanakan penitipan kolektif. Reksadana dalam

bentuk Kontrak Investasi Kolektif hanya merupakan kontrak dan unit penyertaannya hanya berbentuk Reksadana Terbuka.

Reksadana Kontrak Investasi Kolektif mempunyai cirri-ciri sebagai berikut:

- a. Bentuk hukumnya kontrak investasi kolektif.
- b. Pengelolaan Reksadana dilakukan oleh manajer investasi berdasarkan kontrak.
- c. Penyimpanan kekayaan investasi kolektif dilaksanakan bank kustodian berdasarkan kontrak.

2.1.5 Sifat Reksadana

Jika dilihat dari sifatnya Reksadana dapat dibedakan menjadi dua:

- Reksadana Terbuka (*Open-End Fund*)
Reksadana Terbuka adalah reksadana yang menawarkan dan membeli kembali saham-sahamnya dari *investor*, sampai sejumlah modal yang sudah dikeluarkan. Pemegang saham atau unit Reksadana Terbuka ini dapat menjual kembali saham atau unit penyertaannya setiap saat apabila diinginkan. Manajer Investasi Reksadana, melalui bank kustodian wajib membelinya sesuai dengan NAB per saham/unit pada saat tersebut. Menurut peraturan, pembayaran atas penjualan kembali (*redemption*) harus dilakukan sesegera mungkin dan tidak boleh lebih lama dari tujuh hari bursa sejak diminta penjualan kembali oleh *investor* pemegang saham / unit.

Ciri-ciri Reksadana Terbuka, yaitu:

- a. Reksadana dapat menerbitkan saham baru secara terus menerus, sepanjang ada *investor* yang mau membelinya.
- b. Saham Reksadana tidak perlu dicatat di Bursa Efek.
- c. *Investor* dapat menjual kembali saham Reksadana yang dimilikinya kepada reksadana.

- d. Harga jual/beli saham Reksadana berdasarkan nilai aktiva bersih (NAB)
 - e. Reksadana terbuka (Bank Kustodian) wajib menghitung nilai aktiva bersih per saham setiap hari bursa.
- Reksadana Tertutup (*Closed-End Fund*)
 - Yaitu Reksadana yang tidak dapat membeli kembali saham-saham yang telah dijual kembali *investor*. Dengan kata lain, pemegang saham tidak dapat menjual kembali sahamnya kepada Manajer Investasi. Apabila pemilik saham hendak menjual sahamnya, hal ini harus dilaksanakan melalui Bursa Efek tempat Reksadana tersebut dicatatkan. Harga pasar dari saham Reksadana Tertutup ini berubah-ubah dipengaruhi kekuatan permintaan dan penawaran, sama halnya dengan fluktuasi harga (kurs) saham perusahaan publik lainnya.
 - Ciri-ciri Reksadana Tertutup, yaitu:
 - a. Reksadana hanya dapat mengeluarkan / menjual sahamnya sampai dengan batas modal dasar.
 - b. Tidak dapat membeli kembali saham yang telah dijual kepada *investor*.
 - c. *Investor* tidak dapat menjual kembali Reksadana yang dimilikinya kepada reksadana.
 - d. Saham Reksadana tercatat di Bursa Efek.
 - e. Jual beli Reksadana dilakukan di Bursa Efek.
 - f. Reksadana Tertutup wajib menghitung nilai aktiva bersih per saham setiap minggu.
 - g. Nilai saham Reksadana Tertutup ditentukan berdasarkan supply dan demand di lantai bursa.

2.1.6 Jenis-Jenis Reksadana

Reksadana dibedakan jenisnya berdasarkan konsentrasi portofolionya sebagai berikut:

- Reksadana Pasar Uang (*Money Market Funds*)

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

Reksadana jenis ini melakukan investasinya sekurang-kurangnya 80% dari aktivasinya dalam bentuk efek bersifat hutang. Reksadana ini memiliki risiko relatif lebih besar dari Reksadana Pasar Uang. Tujuannya adalah untuk menghasilkan tingkat pengembalian yang stabil.
- Reksadana Saham (*Equity Funds*)

Yaitu Reksadana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dari aktivasinya dalam bentuk efek bersifat ekuitas. Reksadana ini memiliki risiko lebih tinggi dibandingkan dengan dua jenis reksadana sebelumnya., karena Reksadana Saham ini menghasilkan tingkat pengembalian yang tinggi. Tingginya risiko tersebut dikarenakan sifat harga saham yang lebih berfluktuasi. Tetapi sebaliknya dalam jangka panjang, tingkat pengembaliannya lebih tinggi dibandingkan dengan jenis Reksadana lainnya.
- Reksadana Campuran (*Balance Funds*)

Reksadana ini melakukan investasi dalam bentuk efek bersifat ekuitas dan efek bersifat hutang. Reksadana jenis ini berisiko moderat dengan tingkat pengembalian yang relatif lebih tinggi daripada

Reksadana Pendapatan Tetap. Perbandingan komposisi portofolionya sangat beragam baik dalam bentuk hutang, ekuitas maupun pada efek pasar uang.

2.1.7 Kebijakan Pengelolaan Reksadana

Reksadana sebagai wadah untuk menghimpun dana masyarakat harus dikelola secara professional. Dalam pengelolaan reksadana, ada dua pihak yang memiliki peran yang sangat penting, yaitu Manajer Investasi dan Bank Kustodian. Manajer investasi mengumpulkan dana dan mengelolanya, kemudian dana tersebut ditempatkan pada instrumen pasar modal dan pasar uang. Sedangkan Bank custodian melakukan administrasi dan penyimpanan terhadap semua kekayaan reksadana.

Bapepam selaku pengatur kebijakan yang mewakili pemerintah telah membuat peraturan-peraturan dalam tata kelola reksadana tersebut. Bapepam membuat pedoman pengelolaan reksadana dimana di dalamnya terdapat pembatasan dan larangan bagi para manajer investasi dalam mengelola reksadana.

Beberapa hal pembatasan dan larangan dalam pengelolaan reksadana tersebut antara lain:

1. Menerima dan/atau memberikan pinjaman secara langsung.
2. Membeli saham atau unit penyertaan reksadana lainnya.
3. Membeli efek luar negeri.
4. Membeli efek yang diterbitkan oleh emiten melebihi 5% dari jumlah modal disetor oleh emiten.
5. Memebeli efek yang diterbitkan oleh suatu perusahaan melebihi 10% dari nilai NAB reksadana pada saat pembelian, termasuk didalamnya surat berharga yang dikeluarkan oleh bank, tapi tidak termasuk Sertifikat Bank Indonesia.

2.1.8 Nilai Aktiva Bersih

Nilai Aktiva Bersih (NAB) merupakan cerminan kinerja investasi pengelolaan portofolio reksadana. Kinerja dari manajer investasi juga secara tidak langsung tercermin dari NAB ini. Apabila NAB suatu reksadana mengalami kenaikan, maka dapat dikatakan kinerja manajer investasinya baik, demikian pula sebaliknya (Cahyono, 2000).

Penghitungan NAB ini merupakan tugas dari Bank Kustodian. NAB reksadana terbuka dihitung dan diumumkan setiap hari kepada masyarakat, sedangkan NAB reksadana tertutup dihitung seminggu sekali. Penghitungan NAB reksadana telah mencakup biaya-biaya yang berkaitan dengan reksadana, seperti biaya pengelolaan, biaya akuntan publik, biaya bank kustodian dan biaya-biaya lainnya. Pembebanan biaya-biaya tersebut telah dilakukan dalam perhitungan NAB harian, artinya NAB yang diumumkan tiap hari tersebut merupakan nilai investasi murni dari *investor* reksadana.

2.1.9 Pajak Reksadana

Reksadana berbentuk perseroan sumber pendapatannya dikenakan pajak penghasilan termasuk pajak transaksi, kecuali bunga obligasi dan dividen. Maka, dividen yang dibagikan kepada *investor* individu dikenakan pajak penghasilan, sedangkan dividen yang dibagikan kepada *investor* badan usaha tidak dikenakan pajak.

Keuntungan reksadana perseroan diklasifikasikan sebagai objek penghasilan badan yang tarifnya berdasarkan tarif yang berlaku dan apabila membagikan dividen, pemegang reksadana juga wajib dipotong penghasilannya.

Reksadana berbentuk KIK, pendapatannya dikenakan dan dipungut pajaknya pada tingkat reksadananya. Oleh karena itu, jika reksadana KIK melakukan pembagian uang tunai kepada *investor* dan *investor* memperoleh pelunasan atas unit penyertaannya tidak dikenakan pajak lagi. Hal ini disebabkan pengelolaan reksadana KIK didasarkan pada kontrak, bukan atas badan hukum.

Perlakuan Pajak penghasilan atas reksadana berbentuk KIK terinci dalam Surat Edaran Dirjen No. SE-18/PJ.42/1996 Tanggal 30 April 1996 tentang Pajak penghasilan atas usaha reksadana.

2.1.10 Prospektus Reksadana

Prospektus reksadana adalah lembaran informasi suatu produk reksadana secara umum (Cahyono, 2000). Prospektus reksadana mencakup informasi tentang produk reksadana tersebut, yang dapat mempengaruhi keputusan investasi para calon *investor*, manajer investasi dan direksi reksadana, apabila reksadana berbentuk perseroan, maupun segala ketentuan yang dipersyaratkan secara khusus oleh Bapepam. Prospektus harus dibuat secara jelas, ringkas, dan komunikatif yang mengungkapkan semua fakta penting tentang produk reksadana tersebut. Prospektus tidak boleh memuat hal-hal yang tidak benar yang dapat menyesatkan para pembacanya.

Reksadana terbuka diharuskan menerbitkan pembaharuan prospektus sekurang-kurangnya enam bulan sekali disertai dengan laporan keuangan terakhir. Bagi manajer investasi yang menawarkan lebih dari satu produk reksadana dapat memuat produk-produk reksadananya tersebut dalam satu prospektus.

Informasi umum reksadana yang dimuat dalam suatu prospectus reksadana, khususnya dalam reksadana yang berbentuk KIK, contohnya adalah sebagai berikut:

1. Dasar Hukum, yakni bentuk reksadana berdasarkan Undang-Undang No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal beserta peraturan pelaksanaannya di bidang reksadana. Hal ini termasuk dalam akta kontrak investasi kolektif antara manajer investasi dan bank kustodian di hadapan notaris.
2. Penawaran Umum, menyatakan bahwa manajer investasi akan melakukan penawaran umum atas unit penyertaan reksadana secara terus-menerus sampai dengan jumlah tertentu unit penyertaan, di mana harga NAB awal reksadana senilai Rp. 1.000,- pada hari pertama

penawaran. Selanjutnya harga unit penyertaan ditetapkan berdasarkan NAB hari yang bersangkutan. Apabila jumlah unit penyertaan telah habis terjual, maka manajer investasi dapat menambah unit penyertaan baru setelah mendapat persetujuan dari Bapepam.

3. Penempatan dana awal, mencantumkan beberapa pihak yang dalam rangka penawaran umum telah menempatkan uangnya sejumlah tertentu atas sejumlah unit penyertaan.
4. Manfaat investasi, diantaranya adalah diversifikasi investasi, akses alternatif ke berbagai instrumen investasi, pengelolaan investasi oleh manajer investasi yang profesional, investasi awal yang relative kecil, likuiditas dalam hal penjualan kembali unit penyertaan, dan lain-lain.
5. Ikhtisar Laporan keuangan Reksadana, sesuai dengan peraturan Bapepam No.VIII.G.9 (angka 1) tentang informasi yang harus diungkapkan, yaitu tentang total hasil investasi, hasil investasi setelah memperhitungkan biaya pemasaran, biaya operasional, perputaran portofolio dan persentase penghasilan setelah kena pajak.
6. Ikhtisar kinerja resadana, yakni kinerja reksadana selama suatu periode tertentu yang dibandingkan dengan tolok ukur yang mewakili standar penilaian, misalnya indeks pasar/portofolio pasar dan rata-rata industri, rata-rata kinerja reksadana saham. Kinerja dihitung berdasarkan perkembangan NAB dan juga apabila ada pembagian uang tunai (*cash flow*) bila dilaporkan.

2.2 *Efficient Market Hypothesis (EMH)*

Menurut Fama (1970), *efficient market* adalah suatu kondisi pada saat harga saham selalu mencerminkan secara penuh segala informasi yang tersedia di pasar modal. Hal ini berarti bahwa harga saham juga mencerminkan semua informasi ekonomi masa lalu dan sekarang serta informasi yang dimiliki oleh internal manajemen (*insider*). Sedangkan menurut Statman (1999), *market*

efficiency adalah *investor* tidak bisa mengalahkan pasar secara sistematis dan harga saham adalah rasional.

Harga rasional hanya mencerminkan fundamental atau utilitarian characteristics seperti risiko dan tidak mencerminkan *psychological* atau *value-expressive characteristics* seperti sentimen *investor*. Menurut penelitian, *Behavioral finance*, *psychological* atau *value-expressive characteristics* penting bagi *investor choices* dan *asset prices*. *Efficient market hypothesis* mempunyai tiga asumsi yaitu (Shleifer, 2000):

- *Investor* diasumsikan akan berlaku rasional sehingga akan menilai sekuritas secara rasional.
- Beberapa *investor* akan berlaku tidak rasional tetapi perilaku trading mereka tetap bersifat acak (*random*) sehingga efeknya akan saling menghilangkan satu sama lain dan tidak mempengaruhi harga.
- *Investor* arbitrase yang berlaku rasional akan mengurangi pengaruh dari perilaku *investor* yang tidak rasional pada harga di pasar modal. *Investor* yang berlaku rasional akan menilai saham berdasarkan nilai fundamental-nya yaitu nilai sekarang (*net present value*) dari pengembalian kas masa depan (*future cash flows*) dengan mendiskontokan sebesar tingkat risiko saham tersebut. Ketika *investor* mengetahui adanya informasi baru yang akan mempengaruhi nilai fundamental saham maka mereka akan cepat bereaksi terhadap informasi tersebut dengan *bidding up* harga saham ketika informasi bagus (*good news*) dan *bidding down* harga saham ketika informasi buruk (*bad news*). Hasilnya adalah harga saham akan selalu mencerminkan semua informasi yang tersedia secara cepat dan harga saham akan bergerak ke level harga sesuai nilai fundamental-nya yang baru sehingga bisa dikatakan bahwa harga saham akan bergerak secara acak (*random*) dan tidak bisa diprediksi yang dikenal sebagai *random walk*. Jika pergerakan harga saham bisa diprediksi maka itu menunjukkan adanya bukti dari *market inefficiency* karena kemampuan

untuk memprediksi harga saham yang akan terjadi menunjukkan tidak semua informasi yang tersedia tercermin dalam harga saham tersebut.

2.2.1 Hipotesis Efisiensi Pasar Modal Lemah (*Weak-form Hypothesis*)

Hipotesis ini menjelaskan bahwa harga saham telah mencerminkan semua informasi masa lalu yang tersedia di pasar seperti data harga, volume perdagangan, atau short interest. Data perdagangan masa lalu tersebut telah tersedia di pasar dan tidak membutuhkan biaya untuk mendapatkannya. Semua *investor* akan berusaha mengambil keuntungan dari sinyal jika data masa lalu tersebut mengandung sinyal yang dapat dipercaya mengenai hasil masa depan sehingga sinyal tersebut akan kehilangan nilainya setelah semua *investor* mengetahuinya karena sinyal tersebut akan segera tercermin dalam harga. Hal ini menjelaskan mengapa analisis trend tidak akan menghasilkan keuntungan (Bodie, 2008).

2.2.2 Hipotesis Efisiensi Pasar Modal Setengah Kuat (*Semistrong-form Hypothesis*)

Hipotesis ini menyatakan bahwa semua informasi yang tersedia di pasar termasuk informasi potensi pertumbuhan perusahaan harus telah tercermin di dalam harga saham seperti data lini produk, kualitas manajemen, komposisi laporan keuangan seperti neraca, paten, proyeksi laba, dan perlakuan akuntansi. Hal ini menjelaskan mengapa analisis fundamental tidak akan menghasilkan keuntungan karena sebagian besar analisis tersebut gagal (Bodie, 2008).

2.2.3 Hipotesis Efisiensi Pasar Modal Kuat (*Strong-form Hypothesis*)

Hipotesis ini menjelaskan bahwa harga saham telah mencerminkan semua informasi yang relevan bagi perusahaan termasuk informasi yang hanya tersedia untuk pihak internal perusahaan (*insider*) sehingga walaupun pihak manajemen

dan karyawan perusahaan mempunyai akses untuk mengetahui informasi sebelum informasi tersebut tersedia di pasar, hal itu tidak memungkinkan mereka untuk mengambil keuntungan dengan melakukan perdagangan berdasarkan informasi tersebut karena semua informasi tersebut akan langsung dipublikasikan (Bodie, 2008).

2.3 *Behavioral Finance*

2.3.1 *Pengertian Behavioral Finance*

Behavioral finance adalah ilmu yang mempelajari pengaruh psikologi terhadap perilaku para praktisi keuangan dan efek sesudahnya terhadap pasar. *Behavioral finance* sangat menarik karena dapat menjelaskan tentang mengapa dan bagaimana pasar memiliki kemungkinan tidak efisien (Sewell, 2001)

Behavioral finance muncul sebagai usaha untuk memahami mengapa pasar modal bereaksi tidak efisien terhadap informasi publik yang tersedia sehingga terjadi banyak penyimpangan dari *efficient market hypothesis* (EMH) yang juga dikenal sebagai anomali dan telah berkembang menjadi salah satu alternatif pandangan mengenai *market efficiency* dengan segala teori dan bukti penelitian empiris yang baru. *Behavioral finance* menjelaskan secara empiris anomali hasil penelitian sehingga melahirkan prediksi serta penjelasan baru berdasarkan data empiris dan *efficient market hypothesis*. Penelitian *behavioral finance* merupakan usaha untuk menemukan faktor-faktor lain selain faktor psikologis yang dapat mempengaruhi *investor* dalam membuat keputusan investasi yang tidak maksimal dan bagaimana keputusan tersebut dapat mempengaruhi perilaku pasar (*market behavior*). Hasil penelitian yang ada menunjukkan adanya ketidakrasionalan (*irrationalities*) perilaku *investor* dalam membuat keputusan investasi. Ketidakrasionalan tersebut dapat diklasifikasikan menjadi dua kategori yaitu (Bodie, 2008), *Information processing biases* dan *Behavioral biases*.

2.3.2 *Information Processing Biases*

Menurut Bodie (2008), Bias ini terjadi ketika *investor* tidak selalu dapat memproses dengan benar semua informasi yang tersedia di pasar sehingga mereka memiliki tingkat probabilitas yang salah tentang tingkat pengembalian masa depan (*future rates of return*). Beberapa bias yang sering terjadi adalah:

a. *Forecasting errors*

Terjadi ketika memberikan perhatian lebih (*give too much weight*) kepada informasi/peristiwa yang baru daripada terhadap informasi/peristiwa yang lama ketika membuat *forecasting* (dikenal sebagai *memory bias*) dan ada kecenderungan untuk membuat *forecasting* terlalu ekstrim dengan segala ketidakpastian yang terkandung dalam informasi yang ada. Contoh: adanya kecenderungan P/E yang terlalu tinggi ketika analis terlalu optimis membuat *forecasting* suatu perusahaan dengan hanya melihat performance laba yang menguntungkan sekarang dan tidak melihat trend laba masa lalu.

b. *Overconfidence*

Terjadi ketika ada kecenderungan *overestimate* terhadap proyeksi yang ada dan *overestimate* terhadap kemampuan yang ada. Contoh: penelitian Barber dan Odean (2001) menunjukkan bahwa pria lebih aktif melakukan transaksi perdagangan daripada wanita. Penyebab hal ini adalah *overconfidence* yang dimiliki oleh pria.

c. *Conservatism*

Terjadi ketika *investor* terlalu lambat/konservatif meng-*update forecast/keyakinan* mereka terhadap informasi yang baru. Hal ini menunjukkan adanya *underreaction* terhadap informasi baru sehingga informasi tersebut akan tercermin dalam harga yang baru secara bertahap.

d. *Sample Size Neglect and Representativeness*

Terjadi ketika terlalu cepat menyimpulkan suatu *trend* berdasarkan sampel yang kecil dan membuat *forecasting* berdasarkan *trend* tersebut terlalu jauh ke depan. Contoh: penelitian Lakonishok dan Ritter (1992) menunjukkan bahwa saham dengan kinerja yang bagus mengalami koreksi *reversal* dalam waktu beberapa hari sekitar pengumuman laba dikarenakan *investor* melakukan koreksi atas *forecasting*-nya yang terlalu ekstrim.

2.3.3 *Behavioral Biases*

Terjadi ketika *investor* membuat keputusan investasi yang tidak konsisten atau tidak maksimal walaupun mereka telah dapat memproses dengan benar semua informasi yang tersedia di pasar sehingga memiliki tingkat probabilitas yang benar tentang tingkat pengembalian masa depan (Bodie, 2008).

Beberapa bias yang sering terjadi adalah:

a. *Framing*

Keputusan yang dibuat akan bisa berbeda bergantung kepada bagaimana pilihan yang ada dikotak-kotakkan (*framed*). Contoh: seseorang akan menolak suatu taruhan ketika diberitahu adanya risiko di sekitar kemungkinan keuntungan yang akan diterima tetapi akan bisa menerima taruhan tersebut ketika diberitahu adanya risiko di sekitar kemungkinan kerugian yang akan dialami.

b. *Mental accounting*

Adalah bentuk khusus dari framing yang terjadi ketika mengkotak-kotakkan (*segregate*) keputusan tertentu. Ada kemungkinan satu keputusan *investor* terlalu berisiko jika dibandingkan dengan keputusannya yang lain karena adanya *segregation*. *Mental accounting effect* dapat menjelaskan penyebab momentum pada harga saham.

Ketika suatu saham memberikan keuntungan maka *investor* melihatnya sebagai “*capital gain account*” sehingga mereka lebih toleran terhadap risiko yang ada dan mendiskontokan dengan tingkat risiko yang lebih rendah. Hal itu menyebabkan kenaikan pada harga saham. *House money effect* juga menjelaskan adanya keinginan yang lebih besar dari para penjudi untuk menerima taruhan yang baru ketika mereka sedang mengalami kemenangan karena taruhan tersebut dibuat dengan “*winnings account*” sehingga mereka lebih toleran terhadap risiko. Contoh: penelitian Shefrin dan Statman (1985) memperlihatkan bahwa *investor* lebih cepat menjual sahamnya ketika saham tersebut sedang memberikan keuntungan dan menahan sahamnya terlalu lama ketika saham tersebut sedang memberikan kerugian.

c. *Regret avoidance*

Terjadi ketika seseorang akan menyalahkan diri sendiri (*regret*) lebih besar ketika dia membuat keputusan yang tidak konvensional daripada keputusan yang konvensional. *Regret avoidance* ini konsisten dengan *size effect* dan *book-to-market effect* menurut penelitian De Bondt dan Thaler (1987). Contoh: *investor* akan menyalahkan diri sendiri lebih besar ketika dia berinvestasi pada saham dari perusahaan yang baru berdiri dan mengalami kerugian daripada berinvestasi pada saham *blue-chip* dan juga mengalami kerugian.

2.3.4 Penelitian-penelitian tentang *Behavioral Finance* lainnya

Pada tahun 1896, Gustave Le Bon menulis sebuah buku yang berjudul *The Crowd: A Study of the Popular Mind*. Dalam sejarah, buku ini merupakan sebuah buku yang sangat berpengaruh di dalam bidang psikologi sosial yang pernah ditulis. Salden (1912) menulis buku yang berjudul *Psychology of the Stock Market*. Buku ini ditulis berdasarkan pemahamannya bahwa pergerakan harga saham di pasar modal tergantung pada perilaku mental para pelaku pasar dalam melakukan transaksi perdagangan saham. Pada tahun 1956, seorang psikolog dari

Amerika Serikat, Leon Festinger, memperkenalkan sebuah konsep psikologi sosial yang baru, yaitu teori *Cognitive Dissonance*. Teori ini mengatakan bahwa jika terjadi dua kejadian secara bersama-sama antara kognisi dan inkonsistensi, akan menyebabkan perasaan yang tidak menyenangkan bagi seseorang oleh karena itu orang tersebut akan mengubah kepercayaan terhadap hal tersebut. Pratt (1964) mempertimbangkan bahwa *utility functions*, *risk aversion*, dan *risks* sebagai proporsi dari total assets.

Tversky dan Kahneman (1974) menggambarkan tiga heuristik yang digunakan dalam proses pengambilan keputusan dalam kondisi yang tidak pasti, yaitu:

- a. *Representativeness*, yaitu ketika seseorang harus menentukan probabilitas bahwa suatu obyek atau *event* A adalah milik *class* atau proses B.
- b. *Availability*, yaitu ketika seseorang diminta untuk mengukur frekuensi suatu *class* atau probabilitas suatu *event*.
- c. *Anchoring and Adjustment*, dalam prediksi numerik, ketika nilai relevan (*an anchor*) tersedia, orang akan membuat estimasi yang dimulai dari nilai awal (*the anchor*) yang disesuaikan dengan *yield* pada jawaban akhir.

Tulisan yang sering sekali dikutip pada *Econometrica*, sebuah jurnal ekonomi yang prestisius, ditulis oleh Kahneman dan Tversky (1979). Mereka mengkritisi *utility theory* yang dikemukakan oleh Bernoulli (1954) sebagai sebuah model deskriptif dari pengambilan keputusan dan juga mengembangkan alternatif model yang disebut *prospect theory*. Elemen utama dalam *prospect theory* adalah *S-shaped value function* yang menjelaskan tentang kecenderungan *investor* menghindari risiko (*risk averse*) ketika sedang mengalami keuntungan dan kecenderungan *investor* untuk mencari risiko (*risk lover*) ketika sedang mengalami kerugian. Thaler (1980) berpendapat bahwa dalam suatu kondisi di mana perilaku konsumen tidak konsisten terhadap teori ekonomi, maka *prospect*

theory dapat dijadikan sebagai landasan alternative dalam menjelaskan kondisi tersebut.

Bond dan Thaler (1985) mempublikasikan penelitian mereka yang berjudul '*Does The Stock Market Overreact?*' dalam *Journal of Finance*. Penelitian ini dianggap sebagai permulaan sesuatu yang sekarang disebut sebagai *Behavioral Finance*. Penelitian ini menemukan bahwa orang akan bereaksi secara berlebihan terhadap berita dan kejadian yang tidak terduga dan dramatis yang disebabkan oleh tidak efisiennya pasar modal. *Mental Accounting* adalah sebuah operasi kognitif yang dipakai oleh orang untuk mengelola, mengevaluasi, dan menelusuri aktifitas-aktifitas keuangannya. Dalam penelitian ini, Bond dan Thaler mengembangkan sebuah model baru untuk perilaku konsumen yang di dalamnya memasukkan faktor *mental accounting*.

Thaler (1992) mempublikasikan *The Winner Curse: Paradoxes and Anomalies of Economic Life*. Sedangkan Kahneman dan Tversky (1992) mengembangkan lagi *prospect theory* mereka menjadi *cumulative prospect theory*. Metodologi yang baru ini, menggunakan pembobotan secara kumulatif daripada pembobotan secara terpisah. Diaplikasikan pada kondisi yang penuh ketidakpastian dan peluang probabilitas yang beresiko tinggi dan memperbolehkan diterapkannya fungsi pembobotan yang berbeda antara *gains* dan *losses*.

Fama dan French (1993) menyajikan beberapa tes yang menyatakan bahwa rasio BE/ME dan ukuran perusahaan pada kenyataannya adalah proksi untuk *loading* perusahaan atas faktor resiko yang memiliki harga tertentu. Pertama, mereka menunjukkan bahwa harga pada saham yang memiliki rasio B/M yang tinggi dan ukuran perusahaan yang kecil cenderung untuk bergerak ke atas dan ke bawah secara bersama-sama dari suatu faktor resiko yang umum. Kedua, mereka menemukan bahwa *loading* atas faktor biaya berdasarkan ukuran (SMB) dan rasio *book-to-market* (HML) bersama dengan nilai tertimbang portofolio pasar menjelaskan tingkat pengembalian pada suatu kumpulan portofolio *book-to-market* dan *size*. Model yang dikembangkan penelitian ini dikenal dengan *Three-factor-model*.

The equity premium puzzle berdasarkan fakta empiris selama seabad trakhir menunjukkan bahwa keuntungan yang diperoleh saham lebih tinggi daripada obligasi. Benartzi dan Thaler (1995) memberikan penjelasan berdasarkan konsep *behavioural finance: loss aversion* dikombinasikan dengan *prudent tendency* untuk memonitor kekayaan seseorang secara berkala. Kombinasi ini dinamakan *myopic loss aversion*. Kemudian Chan, Jegadeesh, dan Lakonishok (1996) menemukan bahwa harga dan pendapatan dari strategi momentum ternyata menguntungkan.

Camerer dan Lovallo (1999) menemukan dalam penelitiannya bahwa *overconfidence* dan optimisme menuntun orang dalam memasuki sebuah bisnis yang baru. Thaler (1999) berkesimpulan dalam penelitiannya bahwa *mental accounting* mempengaruhi *investor* dalam proses pemilihan investasi secara signifikan. Odean (1999) menyatakan bahwa secara umum perdagangan di bursa efek memiliki volume yang sangat besar, hal ini disebabkan oleh *overconfidence*, dan selain itu, penelitiannya juga membuktikan adanya *disposition effect*, yaitu saham yang dianggap menguntungkan akan dijual terlalu cepat dan saham yang mengalami kerugian akan cenderung dipegang dalam jangka waktu yang lebih lama.

Gilovich, Griffin dan Kahneman (2002) menulis buku yang berjudul *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgement*, buku ini merupakan kompilasi dari semua penelitian yang sangat berpengaruh tentang *Heuristics* dan *Biases* sejak awal mula diteliti pada tahun 1982. Dalam pendahuluannya, buku ini mengidentifikasi enam *general purpose heuristics*, yaitu *affect*, *availability*, *casualty*, *fluency*, *similarity*, dan *surprise*. Kemudian diidentifikasi juga enam *special purpose heuristics*, yaitu *attribution substitution*, *outrage*, *prototype*, *recognition*, *choosing by liking*, dan *choosing by default*. Pada Tahun 2002, Daniel Kahneman memenangkan *Bank of Sweden Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel*, untuk penelitiannya tentang *prospect theory*, meskipun dirinya bukan seorang ekonom, melainkan seorang psikolog. Penghargaan ini dimenangkan oleh Kahneman dan Tversky. Namun Kahneman

menerima hadiah ini seorang diri karena kolaborator penelitiannya, Amos Tversky telah meninggal dunia pada tahun 1996.

Barberies dan Thaler (2003) mempublikasikan sebuah survey tentang *behavioural finance*. Penelitian-penelitian terbaru tentang pengambilan keputusan dalam *uncertainty condition* berkembang terutama memperkuat *cumulative prospect theory*, contohnya *the transfer of attention axchange model* yang dikembangkan oleh Birnbaum (2008). Harrison dan Rutstrom (2009) mengajukan ide untuk menggabungkan *expected utility theory* dan *prospect theory* dengan menggunakan *mixture model*.

2.4 Momentum

2.4.1 Pengertian Momentum

Pengertian momentum secara umum di kalangan praktisi keuangan, khususnya pasar modal, mengacu pada suatu keadaan dalam jangka pendek atau menengah yang dapat dimanfaatkan untuk mendapatkan keuntungan melalui aktifitas perdagangan.

Efek momentum yang dimaksud dalam penelitian ini, mengacu pada apa yang dimaksudkan oleh Jegadeesh and Titman (1993) dan penelitian-penelitian sesudahnya. Jegadeesh and Titman (1993) menemukan bahwa *past winning stocks* dengan pengukuran kinerja selama enam bulan yang lalu mempunyai kecenderungan untuk melampaui *performance* dari *past losing stocks* sebesar dua belas persen dalam setahun. Jika harga saham bereaksi *overreact* atau *underreact* terhadap informasi yang tersedia di pasar, strategi investasi yang menguntungkan dengan pemilihan saham berdasarkan *performance* masa lalunya akan bertahan. Keuntungan yang didapat dengan menerapkan *contrarian strategy* adalah dengan membeli *past losers* dan menjual *past winners*.

Grinblatt and Han (2001) berasumsi *disposition investor* akan menahan secara perlahan permintaan *investor* rasional lainnya untuk saham yang mereka miliki karena pengalaman mereka dalam *unrealized capital gains or losses*.

Investor mempunyai kecenderungan untuk memiliki *losing stocks* daripada *winning stocks* dengan syarat semua dalam keadaan *equal*.

Jika permintaan untuk saham yang sama oleh *investor* lain tidak elastis sempurna maka seperti *demand perturbation* yang ditimbulkan oleh *disposition effect* cenderung membuat harga bereaksi *underreaction* terhadap informasi yang tersedia di pasar. Saham dengan *good news* di masa lalu akan mempunyai *excess selling pressure* daripada saham dengan *bad news*.

Hal ini akan menimbulkan *gap / spread* antara nilai fundamental saham, yaitu harga *equilibrium* dengan tidak adanya *disposition effect* di antara *investor*, dan harga pasar saham tersebut di pasar. Di dalam keseimbangan, *past winners* cenderung *undervalued* dan *past losers* cenderung *overvalued*.

Permintaan *aggregate investor* akan sama dengan penawaran di dalam model ketika harga saham merupakan *weighted average* dari nilai fundamentalnya dan *reference price* (berkaitan dengan dasar pada saat *disposition investor* memperoleh saham tersebut). Adanya *demand perturbation* dan *associated spread* akan menciptakan *momentum* dalam pengembalian saham. *Momentum* memerlukan sebuah mekanisme yang memaksa harga saham untuk kembali ke nilai *fundamental*-nya.

2.4.2 Penelitian-Penelitian tentang Momentum Lainnya

Penelitian yang dilakukan oleh Jegadeesh dan Titman (1999) melakukan evaluasi atas berbagai penjelasan yang dikemukakan dalam penelitian Jegadeesh dan Titman (1993), salah satu buktinya adalah keuntungan dari strategi momentum ternyata terus berlanjut sampai akhir tahun 1990-an di pasar Amerika. Selain itu penelitian ini juga menemukan bahwa dalam jangka waktu 2 sampai 3 tahun setelah tanggal formasi, tidak terjadi *return reversal* yang signifikan, namun dalam jangka waktu 4 sampai 5 tahun setelah tanggal formasi ternyata terjadi *return reversal* yang signifikan. Analisa *post-holding period returns* yang dilakukan juga menolak pendapat yang menyatakan bahwa *momentum profit* dapat dijelaskan secara lengkap oleh *cross-sectional dispersion* pada *expected returns*.

Penelitian yang dilakukan oleh Grundy dan Martin (2001) menyatakan bahwa membeli *recent winners* dan menjual *recent losers* menyebabkan adanya time-varying factor dalam kaitannya dengan resiko pada periode pemerinkatan. Mereka ternyata menemukan bahwa setelah era 1926, *momentum profit* secara stabil terus terjadi, tentunya setelah disesuaikan dengan *risk exposure* yang ada. Faktor-faktor yang digunakan dalam penelitian ini dapat menjelaskan 95% variabilitas *return* dari *winner* dan *loser*, namun tidak dapat menjelaskan *mean return*-nya. Strategi momentum yang berdasarkan pada *return* saham-saham secara spesifik ternyata mempunyai tingkat keuntungan yang lebih tinggi dibandingkan dengan strategi yang berdasarkan pada *total returns*. Fenomena momentum ini bukan disebabkan oleh efek industri maupun selisih *cross-sectional* pada *expected returns*.

Lee dan Swaminathan (2000) melakukan penelitian tentang hubungan antara *price momentum* dan *trading volume*. Penelitian ini menemukan beberapa hal dalam kesimpulannya. Pertama, *trading volume* yang diukur berdasarkan *turnover ratio*, bukan merupakan sebuah *proxy* likuiditas. *Trading volume* tidak memiliki korelasi yang kuat dengan *firm size* atau *relative bid-ask spread*, dan *the volume effect* tidak tergantung dari *firm size effect*. Namun demikian, penelitian ini menemukan bukti bahwa informasi yang mengandung *trading volume* seringkali menyesatkan para *investor* dalam memprediksi *future earning* suatu saham. Secara spesifik penelitian ini menemukan bukti yang kuat bahwa *low volume stock* cenderung dinilai *undervalue* oleh pasar.

Kedua, penelitian ini menunjukkan bahwa efek dari *trading volume* terhadap *price momentum* ternyata lebih rumit dibandingkan penelitian-penelitian sebelumnya. Efek trading volume ini secara garis besar ternyata hanya berpengaruh pada *losers stock*, sedangkan pada *winner stock* tidak terlihat pengaruhnya.

Ketiga, penelitian ini menemukan bahwa price momentum effect yang dikemukakan oleh Jegadeh dan Titman (1993) beberapa kali muncul dan waktu dari *return reversal* dapat diprediksi berdasarkan *trading volume* terdahulu. Penelitian-penelitian terdahulu menunjukkan bahwa *intermediate-horizon momentum* dan *long-horizon price reversal* adalah merupakan dua fenomena yang

berbeda, sedangkan dalam penelitian ini *trading volume* memiliki hubungan yang penting diantara dua efek tersebut.

Keempat, penelitian ini menemukan bahwa teori-teori tentang perilaku *investor* yang telah ada ternyata tidak dapat menjelaskan semua bukti dalam penelitian ini, misalnya harga pada awalnya *unddreacting* namun pada akhirnya *overreacting* terhadap informasi-informasi fundamental. Model-model yang digunakan dalam penelitian ini ternyata tidak dapat menjelaskan apakah *trading volume* dapat memprediksi *future price momentum*.

Rouwenhorst (1998) melakukan penelitian tentang strategi momentum pada pasar saham internasional berdasarkan *return continuation*. Sampel yang digunakan adalah saham-saham yang terdaftar di 12 negara eropa dimana saham-saham tersebut menguasai 60-90 persen kapitaslisasi pasar di masing-masing negara dalam periode tahun 1980-1995. Negara-negara tersebut adalah Austria, Belgia, Denmark, Perancis, Jerman, Italia, Belanda, Norwegia, Spanyol, Swedia, Swiss, dan Inggris. Penelitian ini menunjukkan bahwa portofolio *past winner* yang terdiversifikasi secara internasional memiliki *return* lebih tinggi dari pada portofolio *past losers* dengan rata-rata kelebihan 1 persen tiap bulannya. *Return continuation* ini terjadi pada saham-saham perusahaan kecil maupun besar. Hal ini sejalan dengan apa yang dikemukakan oleh Jegadeesh dan Titman (1993).

Chan, Jegadeesh, Lakonishok (1996) melakukan penelitian tentang prediksi *return* di masa depan berdasarkan *return* masa lalu yang disebabkan oleh sikap *underreaction* pasar karena informasi yang berkaitan dengan berita *earning* masa lalu. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *earning* saham-saham yang terdaftar di New York (NYSE), American (AMEX), dan Nasdaq. Dalam kesimpulannya, penelitian ini mengemukakan bahwa *future return* dalam enam sampai dua belas bulan ke depan dapat diprediksi dari *return* saham periode sebelumnya dan informasi serta berita tentang saham tersebut. Setiap *momentum variabel* memiliki penjelasan sendiri-sendiri dan terhadap strategi-strategi yang dilakukan. *Return* portofolio saham yang memiliki tingkat *earning* rendah akan selalu di bawah *return* pasar secara rata-rata selama dua sampai tiga tahun ke depan.

Jegadeesh dan Titman (2001) melakukan evaluasi atas profitabilitas dari strategi momentum yang sebelumnya dikemukakan oleh Jegadeesh dan Titman (1993). Penelitian ini menunjukkan bahwa *momentum profits* dalam periode delapan tahun sejak tahun 1993 ternyata cenderung sama seperti hasil penelitian Jegadeesh dan Titman (1993) dan ternyata strategi investasi yang dilakukan para *investor* tidak berubah. Selain itu, penelitian ini menunjukkan bahwa kinerja momentum portofolio dalam periode 13 bulan sampai dengan 60 bulan setelah periode formasi adalah negatif. Meskipun *postholding period return* bernilai negatif, namun sesungguhnya nilai ini tergantung dari komposisi sampel, periode sampel, dan apakah *postholding period return* tersebut *risk adjusted*. Dengan kata lain, *return* momentum yang bernilai positif terkadang dihubungkan dengan *postholding period reversal* dan *behavioral model* dapat menjelaskan momentum anomali tersebut.

2.5 *Smart Money Effect*

Smart money effect adalah kemampuan *investor* dalam memilih reksadana yang menguntungkan berdasarkan informasi yang diperolehnya atas kinerja manajer investasi yang baik. *Return* dari dana yang relatif baru diinvestasikan pada sebuah reksadana ternyata lebih tinggi daripada dana yang sebelumnya sudah lebih dahulu diinvestasikan pada reksadana tersebut (Gruber, 1996).

Martin Gruber melalui penelitiannya yang berjudul “*Another Puzzle: The Growth in Actively Manged Mutual Funds*” pada tahun 1996, meneliti tentang perkembangan reksadana di Amerika yang sangat cepat. Sebuah pertanyaan penting yang mendasari penelitiannya adalah mengapa *investor* membeli reksadana yang dikelola secara aktif oleh manajer investasinya?

Gruber di dalam penelitian ini meneliti tentang alasan para *investor* dalam membeli dan memegang reksadana. Kemudian diteliti juga kinerja dari reksadana-reksadana yang dikelola secara aktif dibandingkan dengan indeks pasar reksadana yang ada di pasar modal Amerika. Data yang digunakan oleh Gruber adalah data reksadana pada periode tahun 1985 sampai dengan tahun 1994.

Dari penelitian yang dilakukannya, Gruber berkesimpulan bahwa ternyata para *investor* dapat mengidentifikasi manajer investasi yang dapat memberikan hasil investasi reksadana yang lebih tinggi dari hasil yang diperoleh oleh rata-rata pasar. Kemudian *new money* yang diinvestasikan kembali ternyata memiliki positif *cash flow* dan *return* yang lebih tinggi dari *return* rata-rata pasar.

Pada tahun 1997, Carhart melakukan penelitian tentang persistensi kinerja reksadana terkait dengan biaya-biaya investasi pada reksadana tersebut. Penelitian ini menggunakan data bulanan reksadana saham di Amerika Serikat dari tahun 1962 – 1993. Penelitian ini mengembangkan sebuah model yang dikenal dengan *Four-factor-model*. Model ini merupakan penyempurnaan dari *three-factor-model* yang dikembangkan oleh Fama dan French (1993). Model yang dikembangkan oleh Carhart ini menambahkan variabel momentum sebagai pelengkap variabel *Market excess return (RMRF)*, *size (SMB)*, dan *Book-to-market (HML)*. Dalam kesimpulannya, penelitian ini menemukan bahwa: pertama, *investor* sedapat mungkin menghindari untuk berinvestasi pada reksadana yang secara persisten memiliki kinerja yang buruk. Kedua, reksadana yang pada tahun sebelumnya memiliki *return* yang tinggi akan tetap memiliki *return* yang melebihi *return* rata-rata reksadana di pasar pada satu tahun berikutnya, tetapi tidak untuk tahun kedua. Ketiga, biaya-biaya investasi reksadana seperti *management fee*, *transaction costs*, dan *load fees*, semuanya memiliki pengaruh buruk secara langsung terhadap kinerja reksadana.

Zheng (1999) melakukan penelitian tentang kemampuan *investor* dalam memilih portofolio reksadana dengan mengidentifikasi manajer investasi yang dianggap mampu untuk memberikan *return* yang maksimal. Reksadana merupakan sarana investasi di pasar modal bagi para *investor* yang memiliki dana terbatas sehingga akses langsung ke pasar modal menjadi terkendala. Melalui reksadana, *investor* kecil dapat tetap berinvestasi di pasar modal dengan mempercayakan uang mereka kepada manajer investasi yang mereka pilih. Meskipun terdapat banyak sekali penelitian yang berfokus pada kinerja reksadana, namun hanya Gruber (1996) yang meneliti kinerja reksa dana dari sudut pandang *investor*.

Penelitian Zheng (1999) dilakukan berdasarkan metode yang dikemukakan oleh Grinblatt dan Titman (1993), penelitian ini mengemukakan bahwa *investor* secara umum dapat melakukan transaksi jual dan beli berdasarkan penilaian pribadinya terhadap kinerja *return* jangka pendek. Untuk menginvestigasi *smart money effect*, dilakukan pengujian dengan menggunakan beberapa strategi. Berdasarkan *trading strategy*, terbukti adanya *smart money effect*, dimana jumlah agregat uang baru yang diinvestasikan dalam reksadana saham dapat terprediksi kinerjanya di masa depan dalam jangka pendek, portofolio yang menerima uang masuk akan memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan dengan portofolio yang mengalami kehilangan uang. Secara statistik tidak terbukti bahwa apabila *investor* menginvestasikan uangnya pada portofolio reksadana saham yang memiliki cash flow positif akan mendapatkan *return* yang dapat melebihi *return* pasar.

Penelitian Zheng (1999) juga mencoba mencari hubungan antara *smart money effect* dengan kondisi makro ekonomi. Setelah dilakukan pengujian, ternyata tidak terdapat hubungan antara *smart money effect* dengan kondisi makro ekonomi. Zheng berkesimpulan bahwa *smart money effect* terjadi bukan karena informasi makro ekonomi maupun *style effect*, tetapi terjadi karena *fund-specific information*. *Smart money effect* berkaitan juga dengan *size effect*, yaitu portofolio reksadana yang memiliki ukuran total dana kelolaan kecil memiliki potensi terjadinya *smart money effect* dibandingkan dengan portofolio yang memiliki ukuran total dana kelolaan besar.

Lacey dan Bu (2008) melakukan penelitian tentang *smart money effect* yang terjadi di pasar reksadana Amerika berdasarkan kepada dua hal, yaitu *fund size* dan *cash flow*. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data reksadana saham di Amerika Serikat tahun 1998 – 2005. Penelitian ini menunjukkan bahwa nilai *risk-adjusted returns* menjadi signifikan nilainya setelah memasukkan faktor *momentum*.

Penelitian Lacey dan Bu (2008) juga menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang kuat antara *4-factor alpha* dan *fund size* dan mengindikasikan adanya *optimal fund size*, di mana manajer investasi dapat mengambil keuntungan dari *economies of scale* tanpa terpengaruh pada reksadana dengan skala yang

sangat besar. Selain itu ditemukan juga bahwa *fund-specific variabels*, termasuk *turnover ratio*, *expense ratio*, dan *price to book ratio* merupakan determinan yang memiliki nilai signifikan terhadap *smart money effect*.

Pada akhirnya Lacey dan Bu (2008) menyimpulkan bahwa *fund size* memiliki peran yang penting dalam menjelaskan *smart money effect*, dan *cash flow* hanya akan dapat meraih *risk-adjusted return* yang tinggi apabila *optimal fund size* sudah tercapai.

Keswani dan Stolin (2008) melakukan penelitian tentang smart money effect pada reksadana di Inggris dan di Amerika Serikat. Data yang dipakai adalah data reksadana bulanan selama tahun 1991 – 1999 untuk di kedua Negara tersebut. Jadi data sampelnya berbeda dengan penelitian-penelitian yang sebelumnya dimana data yang digunakan adalah data triwulanan. Penelitian ini mengklaim bahwa hasil pengujiannya adalah yang terbaik dibandingkan penelitian-penelitian tentang *smart money effect* sebelumnya. Hal ini disebabkan oleh data yang dimiliki telah mencakup empat hal dari *net flows*, yaitu investasi yang dilakukan oleh individu, investasi yang dilakukan oleh institusi, divestasi yang dilakukan oleh individu dan divestasi yang dilakukan oleh institusi.

Dalam penelitiannya mereka memiliki kesimpulan bahwa *smart money effect* terjadi di pasar reksadana Inggris. Kinerja reksadana antara *new money* dan *old money* (atau antara *high* dan *low net flow funds*, atau antara positif dan negatif *net flow funds*) terbukti memiliki nilai yang signifikan secara statistik. *Smart money effect* terjadi disebabkan oleh aktivitas pembelian reksadana dan bukan disebabkan oleh aktivitas penjualan reksadana.

Untuk pengujian yang mereka lakukan terhadap data dari pasar reksadana Amerika Serikat, kesimpulannya adalah *smart money effect* ternyata juga terjadi, bahkan jika dimasukkan faktor momentum sekalipun. Hasil penelitian ini berbeda dari hasil penelitian yang dilakukan Sapp dan Tiwari (2004), perbedaan ini kemungkinan disebabkan oleh penggunaan data reksadana yang berbeda, Keswani dan Stolin (2008) menggunakan data bulanan sedangkan Sapp dan Tiwari (2004) menggunakan data triwulanan. Selain itu periode waktu penelitian juga berbeda, Keswani dan Stolin (2008) meneliti data setelah tahun 1991 sedangkan Sapp dan Tiwari (2004) meneliti data sebelum tahun 1991.

2.6 Pengembangan Hipotesis

Sapp dan Tiwari (2004) meneliti eksistensi *smart money effect* pada reksadana di Amerika Serikat dengan membandingkan nilai *alpha* pada *positive cash flow portfolio* dengan nilai *alpha* pada *negative cash flow portfolio*. Penelitian Sapp dan Tiwari (2004) membuktikan bahwa terjadi *smart money effect* pada reksadana di Amerika Serikat karena nilai *alpha* pada *positive cash flow portfolio* lebih besar dari nilai *alpha* pada *negative cash flow portfolio*. Berdasarkan penelitian Sapp dan Tiwari (2004) tersebut, maka penelitian ini memiliki hipotesis (H1) bahwa nilai *alpha* pada *positive cash flow portfolio* lebih besar dari nilai *alpha* pada *negative cash flow portfolio* sehingga terjadi *smart money effect*. Hipotesis ini digunakan untuk menjawab pertanyaan penelitian nomor 1.

H1 : Nilai *alpha* pada *positive cash flow portfolio* lebih besar dari nilai *alpha* pada *negative cash flow portfolio*.

Berdasarkan penelitian Sapp dan Tiwari (2004) tersebut maka pada penelitian ini, *normalized net cash flow* adalah sebagai *dependent variable*, sedangkan *UMD loading*, *previous quarter's return*, *logarithm of total net assets*, *previous quarter's net cash flow*, *expense ratio*, dan *maximum front-end load* adalah sebagai *independent variable*. Penelitian ini memiliki hipotesis-hipotesis (H2, H3, H4, H5, H6, H7) bahwa *UMD loading*, *previous quarter's return*, *logarithm of total net assets*, *previous quarter's net cash flow*, *expense ratio*, *maximum front-end load* memiliki pengaruh positif terhadap *normalized net cash flow*. Hipotesis-hipotesis tersebut digunakan untuk menjawab pertanyaan penelitian nomor 2.

Sapp dan Tiwari (2004) meneliti determinan-determinan yang mempengaruhi reksadana di Amerika Serikat. Apabila *investor* hanya mendasarkan keputusan investasinya pada besaran *return* periode sebelumnya maka *previous quarter's return* diharapkan akan memiliki pengaruh positif terhadap *normalized net cash flow*. Penelitian ini memiliki hipotesis (H2) bahwa

previous quarter's return memiliki pengaruh positif terhadap *normalized net cash flow*.

H2 : *Previous quarter's return* memiliki pengaruh positif terhadap *normalized net cash flow*.

Sapp dan Tiwari (2004) memiliki dugaan bahwa apabila *investor* dapat mengidentifikasi *momentum styles* maka diharapkan *momentum loading* akan memiliki pengaruh yang signifikan secara statistik terhadap *normalized net cash flow*. Penelitian ini memiliki hipotesis (H3) bahwa *momentum loading* akan memiliki pengaruh yang positif terhadap *normalized net cash flow*.

H3 : *UMD Loading* memiliki pengaruh positif terhadap *normalized net cash flow*.

Sirri dan Tufano (1998) dalam penelitiannya memiliki hipotesis bahwa *cash flow* reksadana dipengaruhi oleh ukuran aset reksadana, yaitu *Total Net Assets* (TNA). Reksadana yang memiliki nilai aset yang besar akan memiliki potensi yang besar untuk menarik dana para *investor* dibandingkan dengan reksadana yang memiliki nilai aset yang kecil, sehingga determinan ini memiliki pengaruh terhadap *cash flow* reksadana. Penelitian ini memiliki hipotesis (H4) bahwa *Logarithm of Total Net Assets* akan memiliki pengaruh yang positif terhadap *normalized net cash flow*.

H4 : *Logarithm of Total Net Asset* memiliki pengaruh positif terhadap *normalized net cash flow*.

Sapp dan Tiwari (2004) meneliti determinan-determinan yang mempengaruhi reksadana di Amerika Serikat. Apabila *investor* hanya mendasarkan keputusan investasinya pada nilai *net cash flow* periode sebelumnya maka *previous quarter's net cash flow* diharapkan akan memiliki pengaruh positif terhadap *normalized net cash flow*. Penelitian ini memiliki hipotesis (H5) bahwa

previous quarter's net cash flow memiliki pengaruh positif terhadap *normalized net cash flow*.

H5 : *Previous quarter's net cash flow* memiliki pengaruh positif terhadap *normalized net cash flow*.

Jain dan Wu (2000) memiliki hipotesis bahwa *cash flow* reksadana dipengaruhi oleh *cost* reksadana, misalnya *advertising expense*. Reksadana yang cenderung lebih sering diiklankan akan memiliki rata-rata *expense ratio* yang lebih tinggi karena *cost* reksadana tersebut secara otomatis lebih tinggi. *Cost* reksadana ini dipublikasikan secara umum sehingga dapat mempengaruhi keputusan investasi para *investor* yang pada akhirnya berpengaruh terhadap *cash flow* reksadana. Penelitian ini memiliki hipotesis (H6) bahwa *expense ratio* memiliki pengaruh positif terhadap *normalized net cash flow*.

H6 : *Expense Ratio* memiliki pengaruh positif terhadap *normalized net cash flow*.

Jain dan Wu (2000) memiliki hipotesis bahwa *cash flow* reksadana dipengaruhi oleh *fees* reksadana, misalnya *management fee* dan *redemption fee*. Reksadana yang memiliki nilai *fee* yang rendah cenderung akan lebih menarik bagi para *investor* untuk berinvestasi pada reksadana tersebut. *Fees* reksadana ini dipublikasikan secara umum sehingga dapat mempengaruhi keputusan investasi para *investor* yang pada akhirnya berpengaruh terhadap *cash flow* reksadana. Penelitian ini memiliki hipotesis (H7) bahwa *front-end load* memiliki pengaruh positif terhadap *normalized net cash flow*.

H7 : *Maximum front-end load* memiliki pengaruh yang signifikan secara statistik terhadap *normalized net cash flow*.

BAB 3

METODOLOGI PENELITIAN



3.1 Obyek Penelitian

Obyek dalam penelitian ini merupakan reksadana saham yang terdaftar di Indonesia. Penelitian ini membatasi pada reksadana saham yang terdaftar di Indonesia periode Januari 2007 sampai dengan Desember 2009 secara terus-menerus. Dari data yang berhasil diperoleh, ada 21 reksadana saham yang terdaftar secara terus menerus selama periode Januari 2007 sampai dengan Desember 2009. Proses ini dilakukan sebagai sebuah upaya penyaringan awal untuk data sampel penelitian.

Tabel 3.1
Reksadana Saham yang Terdaftar di BAPEPAM
Periode Januari 2007 – Desember 2009

No	Nama Reksadana
1	AXA Citra Dinamis
2	Bahana Dana Prima
3	BNI Dana Berkembang
4	Dana Ekuitas Andalan
5	Dana Ekuitas Prima
6	Euro Peregrine Equity
7	FS Indoequity Dividend Yield Fund
8	FS Indoequity Sectoral Fund
9	Fortis Ekuitas
10	Fortis Pesona Amanah
11	Mahanusa Dana Ekuitas
12	Makinta Mantap
13	Mandiri Investa Atraktif
14	Nikko Saham Nusantara
15	Phinisi Dana Saham
16	Reksadana Danareksa Mawar Agresif
17	Reksadana Saham BUMN
18	Rencana Cerdas
19	Schroder Dana Istimewa
20	Schroder Dana Prestasi
21	Trim Kapital

Selain data reksadana saham, penelitian ini juga meneliti data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dari Bursa Efek Indonesia, dan juga data Sertifikat Bank Indonesia (SBI) 1 bulanan. Data lain yang diteliti adalah *Size of portfolio* (SMB), *Book-to-market* (HML), dan Momentum (UMD). Seluruh data yang digunakan adalah data sekunder.

3.2 Metode Penelitian

Penelitian karya akhir ini dilakukan dengan menggunakan metode analisis deskriptif kuantitatif dimana penelitian dilakukan dengan menggali dan menganalisis kinerja reksadana saham yang memiliki NAB bulanan dan triwulanan.

Penelitian ini akan meneliti *cash flow* sampel reksadana saham selama periode Januari 2007 sampai dengan Desember 2009. Akan dilihat bagaimana *cash flow* tersebut, apakah positif atau negatif. Kemudian akan diteliti juga kinerja dari reksadana saham tersebut, dalam hal ini *return*-nya, apakah *return* tersebut dipengaruhi oleh informasi spesifik reksadana atau dipengaruhi oleh faktor momentum.

3.3 Data Penelitian

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

Data yang digunakan dalam penelitian karya akhir ini terdiri dari:

1. Nilai Aktiva Bersih (NAB)
Nilai Aktiva Bersih (NAB) dalam penelitian ini adalah NAB bulanan. NAB ini kemudian digunakan untuk mendapatkan NAB triwulanan dan juga *return* bulanan dari masing – masing reksadana tersebut.
2. Persentase Biaya Reksadana
Persentase biaya – biaya reksadana yang dimaksud adalah persentase biaya pembelian reksadana dan persentase biaya pencairan reksadana.
3. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)
IHSG di sini adalah indeks bulanan dari Januari 2007 sampai dengan Desember 2009.
4. Sertifikat Bank Indonesia (SBI)
SBI yang digunakan adalah SBI bulanan dari Januari 2007 sampai dengan Desember 2009.
5. *Size of Portfolio* (SMB)
SMB yang digunakan adalah SMB bulanan dari Januari 2007 sampai dengan Desember 2009.
6. *Book-to-market* (HML)
HML yang digunakan adalah HML bulanan dari Januari 2007 sampai dengan Desember 2009. Penelitian ini memiliki keterbatasan data pada nilai *Book-to-market* (HML) reksadana di Indonesia. Pencarian data ini terkendala oleh tidak tersedianya nilai *Book-to-market* reksadana saham di Indonesia.
7. Momentum (UMD)
UMD yang digunakan adalah UMD bulanan dari Januari 2007 sampai dengan Desember 2009.

3.4 Teknik Pengumpulan Data

Data-data yang digunakan dalam penelitian ini diperoleh dengan langkah-langkah sebagai berikut:

1. NAB reksadana saham bulanan dari Januari 2007 sampai dengan Desember 2009 diperoleh dari www.baepam.go.id
2. Persentase biaya-biaya reksadana saham bulanan dari Januari 2007 sampai dengan Desember 2009 diperoleh dari www.bloomberg.com
3. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) bulanan dari periode Januari 2007 sampai dengan Desember 2009 diperoleh dari www.bei.co.id
4. Sertifikat Bank Indonesia (SBI) bulanan dari periode Januari 2007 sampai dengan Desember 2009 diperoleh dari www.bi.go.id
5. *Size of Portfolio* (SMB) bulanan dari periode Januari 2007 sampai dengan Desember 2009 diperoleh dari Total Dana Kelolaan reksadana bulanan yang terdapat di www.baepam.go.id, selanjutnya data tersebut diolah kembali untuk mendapatkan nilai SMB.
6. Momentum (UMD) bulanan dari periode Januari 2007 sampai dengan Desember 2009 diperoleh dari NAB reksadana bulanan yang terdapat di www.baepam.go.id, selanjutnya data tersebut diolah kembali untuk mendapatkan nilai UMD.

3.5 Operasionalisasi Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode penghitungan yang digunakan oleh Sapp dan Tiwari (2004) di pasar reksadana Amerika Serikat. Dalam penelitiannya, Sapp dan Tiwari (2004) menyajikan *descriptive statistics* dari sampel reksadana yang digunakannya. Demikian halnya dengan yang dilakukan oleh penulis, membuat tabel *descriptive statistics* yang memuat tentang Total NAV, *Quarterly Net Cash flow*, *Normalized Net Cash flow*, *Maximum Front-End Load Fee*, *Maximum Total Load Fee*, dan *Expense Ratio*.

Menurut Sapp dan Tiwari (2004), Total NAV diperoleh dari jumlah *Net Assets Value* seluruh sampel reksadana saham yang digunakan dalam penelitian, yaitu sejumlah 21 reksadana saham.

Kemudian untuk mendapatkan nilai *Quarterly Net Cash flow*, penelitian ini menggunakan pendekatan *follow the money* seperti dalam penelitian Gruber (1996) dengan persamaan, sebagai berikut:

$$NCF_{i,t} = TNA_{i,t} - TNA_{i,t-1} \times (1 + r_{i,t}) - MGTNA_{i,t} \quad (3.1)$$

dengan:

$$\begin{aligned} NCF_{i,t} &= \text{Net Cash flow Triwulanan untuk reksadana } i \\ TNA_{i,t} &= \text{Total Dana Kelolaan Triwulan } t \\ TNA_{i,t-1} &= \text{Total Dana Kelolaan Triwulan } t-1 \\ r_{i,t} &= \text{Return bulan } t \\ MGTNA_{i,t} &= \text{Gabungan TNA bulanan selama triwulan } t \end{aligned}$$

Setelah mendapatkan hasil persamaan (3.1), dalam penelitian Sapp dan Tiwari (2004), dicari nilai *Normalized Net Cash flow* yang diperoleh dari persamaan, sebagai berikut:

$$NNCF_t = \frac{NCF_t}{TNA_{t-1}} \quad (3.2)$$

dengan:

$$\begin{aligned} NNCF_t &= \text{Normalized Net Cash Flow Triwulan } t \\ NCF_t &= \text{Net Cash Flow Triwulan } t \\ TNA_{t-1} &= \text{Total Net Asset Triwulan } t-1 \end{aligned}$$

Dalam penelitian Sapp dan Tiwari (2004), *Maximum Front-End Load Fee* adalah nilai persentase maksimum yang dibebankan oleh manajer investasi pada saat membeli reksadana saham.

Maximum Total Load Fee adalah nilai *Maximum Front-End Load Fee* ditambahkan dengan biaya yang dibebankan pada saat pencairan reksadana saham tersebut.

Expense Ratio adalah persentase nilai *operating expense* terhadap total investasi reksadana sahamnya.

Penulis melakukan analisa tentang kemampuan para *investor* dalam memilih reksadana dengan menggunakan *net cash flow* portofolio reksadana sebagai dasar analisa. Pada setiap awal triwulan, penulis membagi reksadana-reksadana tersebut menjadi dua portofolio. Portofolio yang pertama adalah portofolio *cash flow* positif, berisi reksadana saham yang memiliki nilai *net cash flow* positif jika dibandingkan dengan triwulan sebelumnya. Portofolio yang ke dua adalah portofolio *cash flow* negatif, berisi reksadana saham yang memiliki nilai *net cash flow* negatif jika dibandingkan dengan triwulan sebelumnya. Kemudian dihitung *return* bulanan dari masing-masing portofolio tersebut.

Pengukuran *net cash flow* untuk reksadana i pada triwulan t dilakukan dengan menggunakan pendekatan *follow the money* seperti dalam penelitian Gruber (1996) dengan persamaan (3.1) di atas.

Persamaan di atas memiliki asumsi bahwa para *investor* menginvestasikan kembali hasil investasi mereka pada reksadana saham yang sama pada periode triwulan berikutnya. Jadi mereka secara terus-menerus mengumpulkan investasinya pada reksadana saham tersebut selama beberapa triwulan ke depan.

Setelah itu, dilakukan pengujian terhadap kinerja portofolio positif dan portofolio negatif dengan menggunakan *four factor model* (Carhart, 1997), sebagai berikut:

$$r_{p,t} = \alpha_p + \beta_{1,p}RMRF_t + \beta_{2,p}SMB_t + \beta_{3,p}HML_t + \beta_{4,p}UMD_t \quad (3.3)$$

dengan:

$r_{p,t}$	= Selisih antara <i>return</i> dari Portofolio Reksadana dengan <i>return</i> SBI satu bulanan
$RMRF_t$	= <i>Market excess return</i> atas SBI satu bulanan
SMB_t	= <i>Size of Portfolio</i>
HML_t	= <i>Book-to-Market</i>
UMD_t	= Momentum

Penelitian yang diawali oleh Carhart (1997) telah menunjukkan bahwa *four factor model*, yang memasukkan faktor momentum, memiliki keunggulan jika dibandingkan dengan CAPM dan *three factor model* yang dikemukakan oleh Fama-French (1993) dalam menjelaskan variasi *return* reksadana. Penulis melakukan tes terhadap kemampuan *investor* dalam memilih reksadana dengan membandingkan nilai *alpha* antara portofolio *cash flow* positif dan portofolio *cash flow* negatif. Sebagai bahan perbandingan, penulis juga memasukkan perhitungan dengan menggunakan *three factor model* yang di dalamnya tidak memasukkan faktor momentum.

Sedangkan *three factor model* yang dikemukakan oleh Fama dan French (1993) adalah sebagai berikut:

$$r_{p,t} = \alpha_p + \beta_{1,p}RMRF_t + \beta_{2,p}SMB_t + \beta_{3,p}HML_t \quad (3.4)$$

dengan:

$r_{p,t}$	= Selisih antara <i>return</i> dari Portofolio Reksadana dengan <i>return</i> SBI satu bulanan
$RMRF_t$	= <i>Market excess return</i> atas SBI satu bulanan
SMB_t	= <i>Size of Portfolio</i>
HML_t	= <i>Book-to-Market</i>

Menurut Fama dan French (1993), variabel-variabel RMRF, SMB, dan HML diperoleh dengan cara:

RMRF merupakan *market return*, yaitu selisih dari *average return* bulanan seluruh portofolio pasar dan *risk-free rate* bulanan.

$$RMRF = \text{Average Return portofolio pasar bulanan} - \text{Risk free rate bulanan} \quad (3.5)$$

SMB merupakan singkatan dari *Small Minus Big*, yaitu selisih dari *average return* bulanan reksadana berkapitalisasi kecil dengan *average return* bulanan reksadana berkapitalisasi besar.

$$SMB = (\text{Average return tiap bulan } S/L+S/M+S/H) - (\text{Average return tiap bulan } B/L+B/M+B/H) \quad (3.6)$$

HML merupakan singkatan dari *High book-to-market minus low book-to-market*, yaitu selisih dari *average return* bulanan reksadana dengan *high book-to-market* dengan *average return* bulanan reksadana dengan *low book-to-market*.

$$HML = (\text{Average return tiap bulan } S/H+B/H) - (\text{Average return tiap bulan } S/H+B/L) \quad (3.7)$$

Carhart (1997) menambahkan variabel momentum dalam 4 Factor Model yang dikembangkannya selain variabel-variabel RMRF, SMB, dan HML. Variabel momentum (UMD) diperoleh dengan cara:

$$UMD = (\text{equal-weight average with the highest 30 \% previous month return}) - (\text{equal-weight average with the lowest 30 \% previous month return}) \quad (3.8)$$

BAB 4

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Pendahuluan

Penelitian ini ditujukan untuk membuktikan ada tidaknya *smart money effect* pada reksadana saham yang ada di Indonesia mulai dari periode Januari 2007 sampai dengan Desember 2009 dan terdaftar di Bapepam secara terus-menerus selama periode tersebut.

Penelitian ini diawali dengan melakukan pembagian portofolio reksadana saham menjadi dua. Portofolio yang pertama adalah portofolio *cash flow* positif, berisi reksadana saham yang memiliki nilai *net cash flow* positif jika dibandingkan dengan triwulan sebelumnya. Portofolio yang ke dua adalah portofolio *cash flow* negatif, berisi reksadana saham yang memiliki nilai *net cash flow* negatif jika dibandingkan dengan triwulan sebelumnya. Setelah itu dilakukan pengukuran nilai *Net Cash Flow* sesuai dengan apa yang dilakukan oleh Gruber (1996)

Langkah berikutnya adalah melakukan pengukuran kinerja portofolio-portofolio tersebut. Pengukuran kinerja reksadana diawali dengan membuat dua *new money portfolio*, yaitu *Equally weighted portfolio* dan *Cash flow weighted portfolio*. Masing-masing portofolio tersebut terdiri dari tiga portofolio, yaitu *positive cash flow portfolio*, *negative cash flow portfolio*, dan *average cash flow portfolio*. Pengukuran kinerja ini berdasarkan apa yang dilakukan oleh Carhart (1997), dengan menggunakan pendekatan regresi portofolio sesuai dengan persamaan (3.2). Penelitian yang diawali oleh Carhart (1997) telah menunjukkan bahwa *four factor model*, yang memasukkan faktor momentum, memiliki keunggulan jika dibandingkan dengan CAPM dan *three factor model* yang dikemukakan oleh Fama-French (1993) dalam menjelaskan variasi *return* reksadana. Penulis melakukan tes terhadap kemampuan *investor* dalam memilih reksadana dengan membandingkan nilai *alpha* antara portofolio *cash flow* positif dan portofolio *cash flow* negatif. Sebagai bahan perbandingan, penulis juga memasukkan perhitungan dengan menggunakan *three factor model* yang di dalamnya tidak memasukkan faktor momentum.

Smart money effect akan terbukti apabila nilai *alpha* dari portofolio *cash flow* positif lebih besar dari nilai *alpha* portofolio *cash flow* negatif. Jika terjadi kondisi sebaliknya, nilai *alpha* portofolio *cash flow* positif lebih kecil dari nilai *alpha* portofolio *cash flow* negatif, maka tidak terbukti adanya *smart money effect*. Jika terjadi *smart money effect*, maka akan dilakukan penelitian kembali apakah *smart money effect* terjadi disebabkan oleh faktor momentum atau oleh sebab lainnya, yang akan diteliti melalui determinan-determinan dari *quarterly normalized net cash flow*.

4.2 Hasil Pengolahan Data Statistik

4.2.1 Equally Weighted Portfolio, Three Factor Model

Tabel 4.1 Coefficients Positive Cash Flow Portfolio

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error
1	(Constant)	1.084	.668		1.624	.114
	RMRF	6.757	6.897	.164	.980	.334
	SMB	.064	.042	.252	1.507	.141

Tabel 4.1 memperlihatkan hasil regresi dari *positive cash flow portfolio*. Persamaan regresi ini memiliki dua variable independen yang tidak signifikan. Kedua variable independen tersebut adalah RMRF dan SMB.

Tabel 4.2 Coefficients Negative Cash Flow Portfolio

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error
1	(Constant)	5.222	2.760		1.892	.067
	RMRF	2.435	28.396	.015	.086	.932
	SMB	-1.684	36.798	-.008	-.046	.964

Tabel 4.2 memperlihatkan hasil regresi dari *negative cash flow portfolio*. Persamaan regresi ini memiliki dua variable independen yang tidak signifikan. Kedua variable independen tersebut adalah RMRF dan SMB.

Tabel 4.3 Coefficients Average Cash Flow Portfolio

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error
1	(Constant)	-.922	.981		-.941	.354
	RMRF	-4.815	5.809	-.162	-.829	.413
	SMB	2.611	2.119	.241	1.232	.227

Tabel 4.3 memperlihatkan hasil regresi dari *average cash flow portfolio*. Persamaan regresi ini memiliki dua variable independen yang tidak signifikan. Kedua variable independen tersebut adalah RMRF dan SMB.

4.2.2 Equally Weighted Portfolio, Four Factor Model

Tabel 4.4 Coefficients Positive Cash Flow Portfolio

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error
1	(Constant)	1.476	.680		2.170	.038
	RMRF	5.788	6.688	.140	.865	.393
	SMB	.077	.042	.303	1.846	.074
	UMD	-.301	.165	-.299	-1.823	.078

Tabel 4.4 memperlihatkan hasil regresi dari *positive cash flow portfolio*. Persamaan regresi ini memiliki satu variable independen yang tidak signifikan dan dua variabel independen yang signifikan dengan *significant level of confidence* 90%. Variabel independen yang tidak signifikan adalah RMRF, sedangkan variabel independen yang signifikan adalah SMB dan UMD.

Tabel 4.5 Coefficients Negative Cash Flow Portfolio

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error
1	(Constant)	5.992	2.926		2.048	.049
	RMRF	4.233	28.615	.027	.148	.883
	SMB	-3.146	37.017	-.015	-.085	.933
	UMD	-.145	.176	-.146	-.828	.414

Tabel 4.5 memperlihatkan hasil regresi dari *negative cash flow portfolio*. Persamaan regresi ini memiliki tiga variable independen yang tidak signifikan. Ketiga variable independen tersebut adalah RMRF, SMB, dan UMD.

Tabel 4.6 Coefficients Average Cash Flow Portfolio

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error
1	(Constant)	-1.064	.971		-1.095	.282
	RMRF	-5.009	5.725	-.169	-.875	.388
	SMB	3.076	2.113	.284	1.455	.155
	UMD	-.242	.171	-.240	-1.412	.168

Tabel 4.6 memperlihatkan hasil regresi dari *average cash flow portfolio*. Persamaan regresi ini memiliki tiga variable independen yang tidak signifikan. Ketiga variable independen tersebut adalah RMRF, SMB, dan UMD.

4.2.3 Cash Flow Weighted Portfolio, Three Factor Model

Tabel 4.7 Coefficients Positive Cash Flow Portfolio

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error
1	(Constant)	1.499	.669		2.242	.032
	RMRF	5.369	7.124	.130	.754	.456
	SMB	-.043	.084	-.090	-.518	.608

Tabel 4.7 memperlihatkan hasil regresi dari *positive cash flow portfolio*. Persamaan regresi ini memiliki dua variable independen yang tidak signifikan. Kedua variable independen tersebut adalah RMRF dan SMB.

Tabel 4.8 Coefficients Negative Cash Flow Portfolio

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t		Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error	
1	(Constant)	4.124	2.640		1.562		.128
	RMRF	4.706	27.072	.030	.174		.863
	SMB	-72.672	62.916	-.197	-1.155		.256

Tabel 4.8 memperlihatkan hasil regresi dari *negative cash flow portfolio*. Persamaan regresi ini memiliki dua variable independen yang tidak signifikan. Kedua variable independen tersebut adalah RMRF dan SMB.

Tabel 4.9 Coefficients Average Cash Flow Portfolio

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t		Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error	
1	(Constant)	-.274	.847		-.324		.748
	RMRF	-2.917	5.838	-.098	-.500		.621
	SMB	2.038	3.439	.117	.592		.558

Tabel 4.9 memperlihatkan hasil regresi dari *average cash flow portfolio*. Persamaan regresi ini memiliki dua variable independen yang tidak signifikan. Kedua variable independen tersebut adalah RMRF dan SMB.

4.2.4 Cash Flow Weighted Portfolio, Four Factor Model

Tabel 4.10 Coefficients Positive Cash Flow Portfolio

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error
1	(Constant)	1.789	.691		2.588	.014
	RMRF	5.029	7.028	.122	.716	.479
	SMB	.030	.098	.061	.304	.763
	UMD	-.282	.202	-.281	-1.395	.173

Tabel 4.10 memperlihatkan hasil regresi dari *positive cash flow portfolio*. Persamaan regresi ini memiliki tiga variable independen yang tidak signifikan. Variabel independen yang tidak signifikan adalah RMRF, SMB dan UMD.

Tabel 4.11 Coefficients Negative Cash Flow Portfolio

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error
1	(Constant)	4.813	2.838		1.696	.100
	RMRF	6.283	27.378	.040	.230	.820
	SMB	-66.996	63.929	-.182	-1.048	.303
	UMD	-.121	.174	-.122	-.699	.490

Tabel 4.11 memperlihatkan hasil regresi dari *negative cash flow portfolio*. Persamaan regresi ini memiliki tiga variable independen yang tidak signifikan. Variabel independen yang tidak signifikan adalah RMRF, SMB dan UMD.

Tabel 4.12 Coefficients Average Cash Flow Portfolio

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error
1	(Constant)	-.293	.841		-.348	.730
	RMRF	-2.774	5.798	-.093	-.478	.636
	SMB	2.333	3.423	.133	.681	.500
	UMD	-.212	.174	-.210	-1.216	.233

Tabel 4.12 memperlihatkan hasil regresi dari *average cash flow portfolio*. Persamaan regresi ini memiliki tiga variable independen yang tidak signifikan. Ketiga variable independen tersebut adalah RMRF, SMB, dan UMD.

4.2.5 Determinants of Fund Cash Flows

Tabel 4.13 Coefficients Model I

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T Zero-order	Sig. Partial	Correlations		
		B	Std. Error	Beta			Part	B	Std. Error
1	(Constant)	.028	.011		2.612	.017			
	PQR	-.001	.003	-.125	-.549	.589	-.125	-.125	-.125

Tabel 4.13 memperlihatkan hasil regresi dari Model I. Persamaan regresi ini memiliki *dependent variable*, yaitu *Quarterly Normalized Cash Flow (QNCF)*. Sedangkan *independent variable* adalah *Previous Quarter Return (PQR)*. Dari hasil regresi ini terlihat bahwa antara QNCF dan PQR tidak memiliki hubungan karena nilai signifikansinya di atas 0.05.

Tabel 4.14 Coefficients Model II

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T Zero-order	Sig. Partial	Correlations		
		B	Std. Error	Beta			Part	B	Std. Error
1	(Constant)	.025	.034		.744	.466			
	PQR	-.001	.003	-.122	-.517	.611	-.125	-.121	-.121
	UMD	.058	.620	.022	.094	.926	.039	.022	.022

Tabel 4.14 memperlihatkan hasil regresi dari Model II. Persamaan regresi ini memiliki *dependent variable*, yaitu *Quarterly Normalized Cash Flow (QNCF)*. Sedangkan *independent variable* adalah *Previous Quarter Return (PQR)* dan *Momentum Loading (UMD)*. Dari hasil regresi ini terlihat bahwa antara QNCF

dan PQR tidak memiliki hubungan karena nilai signifikansinya di atas 0.05. Demikian juga antara QNCF dan UMD tidak memiliki hubungan karena nilai signifikansinya juga di atas 0.05.

Tabel 4.15 Coefficients Model III

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Correlations		
		B	Std. Error	Beta	Zero-order	Partial	Part	B	Std. Error
1	(Constant)	.262	.120		2.186	.043			
	PQR	.000	.002	-.037	-.166	.870	-.125	-.040	-.036
	UMD	.420	.598	.160	.702	.492	.039	.168	.151
	LOG_TNA	-2.115	1.033	-.466	-2.046	.057	-.428	-.445	-.441

Tabel 4.15 memperlihatkan hasil regresi dari Model III. Persamaan regresi ini memiliki *dependent variable*, yaitu *Quarterly Normalized Cash Flow (QNCF)*. Sedangkan *independent variable* adalah *Previous Quarter Return (PQR)*, *Momentum Loading (UMD)* dan *Logarithm of Total Net Assets (LOG_TNA)*. Dari hasil regresi ini terlihat bahwa antara QNCF dan PQR tidak memiliki hubungan karena nilai signifikansinya di atas 0.05. Antara QNCF dan UMD tidak memiliki hubungan karena nilai signifikansinya di atas 0.05. Antara QNCF dan LOG_TNA memiliki hubungan yang berlawanan dengan *significance level of confident 90%*.

Tabel 4.16 Coefficients Model IV

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Correlations		
		B	Std. Error	Beta	Zero-order	Partial	Part	B	Std. Error
1	(Constant)	.255	.127		1.999	.063			
	PQR	.000	.003	-.034	-.151	.882	-.125	-.038	-.033
	UMD	.405	.619	.154	.654	.522	.039	.161	.145
	LOG_TNA	-2.035	1.119	-.449	-1.817	.088	-.428	-.414	-.403
	PREV_QNCF	-.054	.235	-.054	-.228	.822	-.198	-.057	-.051

Tabel 4.16 memperlihatkan hasil regresi dari Model IV. Persamaan regresi ini memiliki *dependent variable*, yaitu *Quarterly Normalized Cash Flow (QNCF)*. Sedangkan *independent variable* adalah *Previous Quarter Return (PQR)*, *Momentum Loading (UMD)*, *Logarithm of Total Net Assets (LOG_TNA)*, dan

Previous Quarterly Normalized Cash Flow (PREV_QNCF). Dari hasil regresi di atas terlihat satu variabel yang memiliki nilai signifikan pada *significance level of confidence 90%*, yaitu LOG_TNA. Sedangkan variabel-variabel lainnya tidak signifikan. Dari hasil regresi ini terlihat bahwa antara QNCF dan PQR tidak memiliki hubungan karena nilai signifikansinya di atas 0.05. Antara QNCF dan UMD tidak memiliki hubungan karena nilai signifikansinya di atas 0.05. Antara QNCF dan LOG_TNA memiliki hubungan karena nilai signifikansinya 0.088 meskipun korelasinya lemah dan berlawanan. Sedangkan antara QNCF dan PREV_QNCF tidak memiliki hubungan karena nilai signifikansinya di atas 0.05.

Tabel 4.17 Coefficients Model V

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Correlations			
	B	Std. Error	Beta			Zero-order	Partial	Part	B
1	(Constant)	.238	.202		1.183	.267			
	PQR	-.001	.003	-.122	-.482	.641	-.127	-.159	-.105
	UMD	-.214	.927	-.067	-.231	.822	.085	-.077	-.050
	LOG_TNA	-2.722	1.679	-.420	-1.621	.139	-.531	-.475	-.354
	PREV_QNCF	-.262	.291	-.214	-.902	.391	-.261	-.288	-.197
	EXP_RATIO	-.391	2.011	-.054	-.194	.850	-.083	-.065	-.042
	MAX_FE_LOAD	2.570	1.376	.529	1.168	.195	.527	.529	.408

Tabel 4.17 memperlihatkan hasil regresi dari Model V. Persamaan regresi ini memiliki *dependent variable*, yaitu *Quarterly Normalized Cash Flow (QNCF)*. Sedangkan *independent variable* adalah *Previous Quarter Return (PQR)*, *Momentum Loading (UMD)*, *Logarithm of Total Net Assets (LOG_TNA)*, *Previous Quarterly Normalized Cash Flow (PREV_QNCF)*, *Expense Ratio (EXP_RATIO)*, dan *Maximum Front-End Load (MAX_FE_LOAD)*. Dari hasil regresi di atas terlihat satu variabel yang memiliki nilai signifikan pada *significance level of confidence 90%*, yaitu MAX_FE_LOAD. Sedangkan variabel-variabel lainnya tidak signifikan. Dari hasil regresi ini terlihat bahwa antara QNCF dan PQR tidak memiliki hubungan karena nilai signifikansinya di atas 0.05. Antara QNCF dan UMD tidak memiliki hubungan karena nilai signifikansinya di atas 0.05. Antara QNCF dan LOG_TNA tidak memiliki hubungan karena nilai signifikansinya di atas 0.05. Antara QNCF dan

PREV_QNCF tidak memiliki hubungan karena nilai signifikansinya di atas 0.05. Antara QNCF dan EXP_RATIO tidak memiliki hubungan karena nilai signifikansinya di atas 0.05. Sedangkan antara QNCF dan MAX_FE_LOAD tidak memiliki hubungan yang signifikan.

4.2.6 Statistik Deskriptif

Tabel 4.18
Statistik Deskriptif Untuk Sampel Reksadana Saham Priode 2007-2009

	Mean	Median	25 th Percent Percentile	75 th Percent Percentile	Standard Deviation
Total Net Assets (Jutaan Rupiah)	686,603.95	146,721.95	43,625.54	772,416.76	1,044,268.82
Quarterly Net Cash Flow (Jutaan Rupiah)	46,226.25	650.92	(30.32)	16,686.53	113,302.03
Normalized Quarterly Net Cash Flow (%)	3.58	2.79	(0.24)	6.08	4.82
Maximum Front-End Load Fee (%)	5.10	4.75	4.50	5.00	2.14
Maximum Total Load Fee (%)	6.23	5.75	5.00	6.50	2.65
Expense Ratio (%/year)	2.08	1.88	0.74	2.32	1.16

Tabel 4.18 menunjukkan *descriptive statistics* dari sampel reksadana saham yang diteliti selama periode Januari 2007 sampai dengan Desember 2009. Rata-rata *fund size* berdasarkan *Total Net Assets* (TNA) adalah Rp. 687 miliar. Sampel reksadana saham tersebut dikacaukan oleh reksadana saham yang memiliki TNA sangat besar, terlihat dari median *fund size* yang hanya sebesar Rp. 147 miliar. Rata-rata *quarterly net cash flow* pada sampel reksadana saham tersebut adalah sebesar Rp. 46 miliar, nilai positif ini berarti secara rata-rata reksadana saham tersebut mengalami *cash inflow*. Apabila *cash flow* tersebut

dinormalisasikan dengan TNA triwulan sebelumnya, maka Rata-rata *quarterly net cash flow* adalah sebesar 3,58 persen dari aset reksadana saham. Dapat dilihat juga bahwa rata-rata *expense ratio* sampel sebesar 2,08 persen per tahun.

Tabel 4.19
Statistik Deskriptif Untuk *Excess Return* Portofolio Reksadana Saham
Periode 2007-2009

	Mean	Median	1st Quartile	3rd Quartile	Standard Deviation	Sharpe Ratio
Average fund portfolio	0.56	0.45	(1.71)	0.79	2.75	0.12
Average positive cash flow portfolio	0.38	0.01	(0.89)	1.55	3.82	0.16
Average negative cash flow portfolio	0.52	0.17	(0.81)	3.91	4.69	0.25
Market Factor (RMRF)	(0.07)	(0.06)	(0.12)	(0.01)	0.10	(0.70)
Monthly Risk-Free Rate	0.08	0.08	0.08	0.09	0.01	-

Tabel 4.19 merupakan *descriptive statistics* untuk *excess return new-money* portofolio selama periode 2007-2009 yang ditunjukkan dalam persentase. Tabel tersebut menunjukkan nilai rata-rata selisih antara *return* bulanan reksadana saham dan SBI 1 bulanan, demikian juga kolom *1st quartile* dan *3rd quartile*. Selain itu ditunjukkan juga standar deviasi dan *sharpe ratio* antara portofolio *cash flow* positif dan portofolio *cash flow* negatif.

Dari hasil perhitungan dapat dilihat bahwa portofolio *cash flow* negatif memiliki nilai rata-rata *return* dan nilai *sharpe ratio* yang lebih besar daripada portofolio *cash flow* positif. Nilai rata-rata *return* dari portofolio *cash flow* negatif adalah sebesar 0.52, lebih besar dari nilai rata-rata *return* portofolio *cash flow* positif sebesar 0.38. Sedangkan nilai *sharpe ratio* portofolio *cash flow* negatif

sebesar 0.25, lebih besar dari nilai *sharpe ratio* portofolio *cash flow* positif sebesar 0.16.

4.2.7 Hasil Regresi *New Money Portfolios*

Tabel 4.20 Panel A: *Equally-weighted Portfolios*

Panel A : <i>Equally-weighted Portfolios</i>										
	Three-factor model					Four-factor model				
	Positive Cash Flow Portfolio	Negative Cash Flow Portfolio	Average Portfolio	Difference in Alphas		Positive Cash Flow Portfolio	Negative Cash Flow Portfolio	Average Portfolio	Difference in Alphas	
				Positive vs. Negative	Positive vs. Average				Positive vs. Negative	Positive vs. Average
Alpha	1.084 (1.62)	5.222 (1.89)*	-0.922 (-0.94)	-4.138 (-36.77)***	2.006 (16.33)***	1.476 (2.17)**	5.992 (2.05)**	-1.064 (-1.09)	-4.516 (-19.79)***	2.540 (16.66)***
RMRF	6.757 (0.98)	2.435 (0.09)	-4.815 (-0.83)			5.788 (0.87)	4.233 (0.15)	-5.009 (-0.88)		
SMB	0.064 (1.51)	-1.684 (-0.05)	2.611 (1.23)			0.077 (1.85)*	-3.146 (-0.09)	3.076 (1.46)		
UMD						-0.301 (-1.82)*	-0.145 (-0.83)	-0.242 (-1.41)		
Adj. R ²	0.027	0.060	0.012			0.091	0.07	0.018		

* *Significant at 10 percent level.*

** *Significant at 5 percent level.*

*** *Significant at 1 percent level.*

Panel A pada tabel 4.20 merupakan hasil regresi dari *equally weighted new money* portofolio. Tiga kolom pertama merupakan hasil regresi dari *three factor model* untuk *positive cash flow portfolio*, *negative cash flow portfolio*, dan *average cash flow portfolio* secara berurutan. Kemudian dua kolom berikutnya adalah perbedaan alfa antara *positive portfolio* dan *negative portfolio*, disusul kolom berikutnya adalah perbedaan alfa antara *positive portfolio* dan *average portfolio*. Demikian juga dengan tiga kolom berikutnya yang merupakan hasil regresi dari *four factor model* untuk *positive cash flow portfolio*, *negative cash flow portfolio*, dan *average cash flow portfolio* secara berurutan. Kemudian dua kolom berikutnya adalah perbedaan alfa antara *positive portfolio* dan *negative portfolio*, disusul kolom berikutnya adalah perbedaan alfa antara *positive portfolio* dan *average portfolio*. Perbedaan nilai alfa antara *positive portfolio* dan *negative portfolio* digunakan sebagai dasar untuk menentukan ada tidaknya *smart money effect*, dan juga dilihat signifikansi nilai tersebut secara statistik.

Tabel 4.21 Panel B: Cash flow weighted Portfolios

Panel B: Cash flow weighted Portfolios										
	Three-factor model					Four-factor model				
	Positive	Negative	Average	Difference in Alphas		Positive	Negative	Average	Difference in Alphas	
	Cash Flow Portfolio	Cash Flow Portfolio	Portfolio	Positive vs. Negative	Positive vs. Average	Cash Flow Portfolio	Cash Flow Portfolio	Portfolio	Positive vs. Negative	Positive vs. Average
Alpha	1.499 (2.24)**	4.124 (1.56)	-0.274 (-0.32)	-2.625 (-8.73)***	1.773 (25.31)***	1.789 (2.59)**	4.813 (1.70)*	-0.293 (-0.35)	-3.024 (-9.81)***	2.082 (9.23)***
RMRF	5.369 (0.75)	4.706 (0.17)	-2.917 (-0.50)			5.029 (0.72)	6.283 (0.23)	-2.774 (-0.48)		
SMB	-0.043 (-0.52)	-72.672 (-1.15)	2.038 (0.59)			0.030 (0.30)	-66.996 (-1.05)	2.333 (0.68)		
UMD						-0.282 (-1.39)	-0.121 (-0.70)	-0.212 (-1.22)		
Adj. R ²	0.031	0.019	0.048			0.020	0.035	0.033		

* Significant at 10 percent level.

** Significant at 5 percent level.

*** Significant at 1 percent level.

Panel B pada tabel 4.21 merupakan hasil regresi dari *cash flow weighted new money* portofolio. Tiga kolom pertama merupakan hasil regresi dari *three factor model* untuk *positive cash flow portfolio*, *negative cash flow portfolio*, dan *average cash flow portfolio* secara berurutan. Kemudian dua kolom berikutnya adalah perbedaan alfa antara *positive portfolio* dan *negative portfolio*, disusul kolom berikutnya adalah perbedaan alfa antara *positive portfolio* dan *average portfolio*. Demikian juga dengan tiga kolom berikutnya yang merupakan hasil regresi dari *four factor model* untuk *positive cash flow portfolio*, *negative cash flow portfolio*, dan *average cash flow portfolio* secara berurutan. Kemudian dua kolom berikutnya adalah perbedaan alfa antara *positive portfolio* dan *negative portfolio*, disusul kolom berikutnya adalah perbedaan alfa antara *positive portfolio* dan *average portfolio*. Perbedaan nilai alfa antara *positive portfolio* dan *negative portfolio* digunakan sebagai dasar untuk menentukan ada tidaknya *smart money effect*, dan juga dilihat signifikansi nilai tersebut secara statistik.

4.2.8 Hasil Regresi *Determinants of Fund Cash Flow*

Tabel 4.22 *Determinants of Fund Cash Flow*

Explanatory Variabels	Model				
	I	II	III	IV	V
Intercept	0.028 (2.16)**	0.025 (0.74)	0.262 (2.19)**	0.255 (2.00)*	0.238 (1.18)
Previous quarter's <i>return</i>	0.012 (0.55)	-0.001 (-0.52)	0.000 (-1.67)	0.000 (-0.15)	-0.001 (-0.48)
UMD Loading		0.058 (0.09)	0.420 (0.70)	0.405 (0.65)	-0.21 (-0.23)
Logarithm of total net assets			-2.115 (-2.05)**	-2.035 (-1.82)*	-2.722 (-1.62)
Previous quarter's net cash flow				-0.054 (-0.23)	-0.262 (-0.90)
Expense ratio					-0.391 (-0.19)
Maximum front-end load					2.570 (1.17)
Cross-sectional R ²	0.016	0.016	0.211	0.213	0.571

* *Significant at 10 percent level.*

** *Significant at 5 percent level.*

Pada tabel 4.22 akan diteliti determinan-determinan yang mempengaruhi *cash flow* portofolio reksadana. Pada persamaan regresi I terdapat variabel independen *previous quarter's return*. Persamaan regresi II ditambahkan variabel independen *UMD Loading*. Persamaan regresi III ditambahkan lagi variabel independen *logarithm of total net assets*. Persamaan regresi IV ditambahkan lagi variabel independen *previous quarter's net cash flow*. Persamaan regresi V ditambahkan variabel independen *expense ratio* dan *maximum front-end load*.

Jika *investor* dalam keputusan investasinya memperhitungkan *momentum styles*, maka diharapkan *momentum loading* akan menjadi determinan utama yang mempengaruhi *cash flow* reksadana secara signifikan. Namun jika *investor* semata-mata mengejar *return* yang tinggi dari data historis periode sebelumnya, maka *previous quarter's return* diharapkan menjadi determinan utama yang mempengaruhi *cash flow* reksadana secara signifikan.

4.3 Analisis Kinerja *New Money Portfolios*

4.3.1 *Equally Weighted Portfolio*

Tabel 4.23

Perbandingan nilai *Alpha Positive, Negative, dan Average Cash Flow Portfolio* pada *Three Factor Model, Equally Weighted Portfolios*

Sapp dan Tiwari (2004)			Penelitian Ini			
	Positive Cash Flow Portfolio	Negative Cash Flow Portfolio	Average Portfolio	Positive Cash Flow Portfolio	Negative Cash Flow Portfolio	Average Portfolio
Alpha	0.071 (1.73)*	-0.041 (-0.96)	0.008 (0.23)	1.084 (1.62)	5.222 (1.89)*	-0.922 (-0.94)
RMRF	0.925 (59.42)***	0.943 (66.36)***	0.936 (69.72)***	6.757 (0.98)	2.435 (0.09)	-4.815 (-0.83)
SMB	0.222 (10.36)***	0.120 (4.13)***	0.162 (7.15)***	0.064 (1.51)	-1.684 (-0.05)	2.611 (1.23)

Tabel 4.23 merupakan perbandingan nilai *alpha* dari *positive portfolio*, *negative portfolio*, dan *average portfolio* dengan pendekatan *three factor model* yang dibentuk berdasarkan *equally weighted portfolios*, antara penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh Sapp dan Tiwari (2004). Untuk perbandingan nilai *alpha* pada *positive portfolio*, penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sapp dan Tiwari (2004), kedua *alpha* tersebut bernilai positif. Artinya, para *investor* di Amerika dan Indonesia membeli reksadana yang memiliki nilai *alpha* positif. Sedangkan untuk perbandingan nilai *alpha* pada *negative portfolio*, penelitian ini berbeda dengan apa yang diperoleh oleh Sapp dan Tiwari (2004), penelitian ini mendapatkan nilai *alpha* 5.222 dan signifikan pada *level of confidence 90%*, sedangkan nilai *alpha* yang didapatkan oleh Sapp dan Tiwari (2004) adalah -0.041. Artinya, *investor* di Amerika menjual investasi reksadana mereka karena memiliki nilai *alpha* negatif. Sebaliknya

investor di Indonesia menjual reksadana mereka meskipun bernilai *alpha* positif. Kemudian untuk perbandingan nilai *alpha* pada *average portfolio*, penelitian ini juga menunjukkan perbedaan dengan penelitian Sapp dan Tiwari (2004). Penelitian ini mendapatkan nilai *alpha* -0.922 sedangkan Sapp dan Tiwari (2004) mendapatkan nilai *alpha* 0.008. Namun perbedaan ini tidak signifikan secara statistik.

Tabel 4.24

Perbandingan *Difference in Alpha* antara Positive vs Negative dan Positive vs Average pada *Three Factor Model, Equally Weighted Portfolios*

	Difference in Alpha			
	Sapp dan Tiwari (2004)		Penelitian Ini	
	Positive vs Negative	Positive vs Average	Positive vs Negative	Positive vs Average
Alpha	0.112 (1.89)*	0.063 (1.17)	-4.138 (-36.77)***	2.006 (16.33)***

Tabel 4.24 merupakan perbandingan selisih nilai *alpha* antara *positive portfolio vs negative portfolio* dan *positive portfolio vs average portfolio* dengan pendekatan *three factor model* yang dibentuk berdasarkan *equally weighted portfolios*. Dalam perbandingan antara *positive vs negative portfolio*, penelitian ini memiliki selisih nilai *alpha* -4.138 dan signifikan secara statistik. Hal ini disebabkan oleh nilai *alpha* pada *negative portfolio* memiliki nilai yang lebih besar dibandingkan nilai *alpha positive portfolio*. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa dalam penelitian ini terbukti tidak adanya *smart money effect* pada reksadana saham di Indonesia dalam kurun waktu tahun 2007 sampai dengan 2009. Berarti dalam melakukan investasi, *investor* reksadana saham di Indonesia tidak melakukan identifikasi terhadap Manajer Investasi yang memiliki kemampuan superior dalam mengelola reksadana. Berbeda halnya dengan yang

terjadi di Amerika Serikat pada penelitian yang dilakukan oleh Sapp dan Tiwari (2004) dimana terbukti adanya *smart money effect*. Terbukti juga bahwa *investor* reksadana di Indonesia lebih banyak yang menjual investasi reksadana saham yang memiliki nilai *alpha* positif dibandingkan dengan mereka yang membeli atau menambah investasi reksadana yang bernilai *alpha* positif. Kemudian dalam perbandingan antara *positive portfolio* vs *average portfolio*, penelitian ini memperoleh hasil yang sejalan dengan apa yang diperoleh dalam penelitian Sapp dan Tiwari (2004) yang sama-sama memiliki nilai *alpha* positif, namun *investor* reksadana saham di Indonesia ternyata cenderung lebih banyak yang membeli reksadana saham yang memiliki nilai *alpha* positif.

Tabel 4.25

Perbandingan nilai Alpha Positive, Negative, dan Average Cash Flow Portfolio pada Four Factor Model, Equally Weighted Portfolios

	Sapp dan Tiwari (2004)			Penelitian Ini		
	Positive Cash Flow Portfolio	Negative Cash Flow Portfolio	Average Portfolio	Positive Cash Flow Portfolio	Negative Cash Flow Portfolio	Average Portfolio
Alpha	-0.003 (-0.07)	-0.031 (-0.65)	-0.015 (-0.38)	1.476 (2.17)**	5.992 (2.05)**	-1.064 (-1.09)
RMRF	0.930 (64.46)***	0.942 (69.13)***	0.937 (74.32)***	5.788 (0.87)	4.233 (0.15)	-5.009 (-0.88)
SMB	0.225 (9.98)***	0.119 (4.14)***	0.163 (6.87)***	0.077 (1.85)*	-3.146 (-0.09)	3.076 (1.46)
UMD	0.063 (3.46)***	-0.009 (-0.41)	0.020 (1.12)	-0.301 (-1.82)*	-0.145 (-0.83)	-0.242 (-1.41)

Tabel 4.25 merupakan perbandingan nilai *alpha* dari *positive portfolio*, *negative portfolio*, dan *average portfolio* dengan pendekatan *four factor model* yang dibentuk berdasarkan *equally weighted portfolios*, antara penelitian ini

dengan penelitian yang dilakukan oleh Sapp dan Tiwari (2004). Untuk perbandingan nilai *alpha* pada *positive portfolio*, penelitian ini memiliki hasil yang berbeda dengan hasil penelitian Sapp dan Tiwari (2004). Penelitian ini memiliki nilai *alpha* 1.476 dengan signifikansi pada *level of confidence 95%* setelah dimasukkan variabel momentum sebagai kontrol, sedangkan penelitian Sapp dan Tiwari (2004) memiliki nilai *alpha* -0.003. Terbukti bahwa *investor* reksadana saham di Indonesia dalam membeli reksadana saham dipengaruhi oleh variabel *size of portfolio* (SMB). Sedangkan untuk perbandingan nilai *alpha* pada *negative portfolio*, penelitian ini berbeda dengan apa yang diperoleh oleh Sapp dan Tiwari (2004), penelitian ini mendapatkan nilai *alpha* 5.992 dan signifikan pada *level of confidence 95%*, sedangkan nilai *alpha* yang didapatkan oleh Sapp dan Tiwari (2004) adalah -0.031. Artinya, *investor* di Amerika menjual investasi reksadana mereka karena memiliki nilai *alpha* negatif. Sebaliknya *investor* di Indonesia menjual reksadana mereka meskipun bernilai *alpha* positif. Kemudian untuk perbandingan nilai *alpha* pada *average portfolio*, kedua penelitian memiliki hasil yang sejalan, yaitu keduanya sama-sama memiliki nilai *alpha* yang negatif.

Tabel 4.26

Perbandingan *Difference in Alpha* antara Positive vs Negative dan Positive vs Average pada *Four Factor Model, Equally Weighted Portfolios*

	Difference in Alpha			
	Sapp dan Tiwari (2004)		Penelitian Ini	
	Positive vs Negative	Positive vs Average	Positive vs Negative	Positive vs Average
Alpha	0.028 (0.44)	0.012 (0.21)	-4.516 (-19.79)***	2.540 (16.66)***

Tabel 4.26 merupakan perbandingan selisih nilai *alpha* antara *positive portfolio vs negative portfolio* dan *positive portfolio vs average portfolio* dengan pendekatan *four factor model* yang dibentuk berdasarkan *equally weighted portfolios*. Dalam

perbandingan antara *positive vs negative portfolio*, penelitian ini memiliki selisih nilai *alpha* -4.516 yang signifikan secara statistik. Hal ini disebabkan oleh nilai *alpha* pada *negative portfolio* memiliki nilai yang lebih besar dibandingkan nilai *alpha positive portfolio*. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa dalam penelitian ini terbukti tidak adanya *smart money effect* pada reksadana saham di Indonesia dalam kurun waktu tahun 2007 sampai dengan 2009 walaupun sudah memperhitungkan variabel momentum. Hal ini berarti dalam berinvestasi, *investor* reksadana saham di Indonesia tidak melakukan identifikasi terhadap Manajer Investasi yang memiliki kemampuan superior dalam mengelola reksadana. Selain itu, terbukti bahwa *investor* reksadana di Indonesia lebih banyak yang menjual investasi reksadana saham yang memiliki nilai *alpha* positif dibandingkan dengan mereka yang membeli atau menambah investasi reksadana yang bernilai *alpha* positif. Berbeda halnya dengan yang terjadi di Amerika Serikat pada penelitian yang dilakukan oleh Sapp dan Tiwari (2004) dimana terbukti adanya *smart money effect*. Kemudian dalam perbandingan antara *positive portfolio vs average portfolio*, penelitian ini memperoleh hasil yang sejalan dengan apa yang diperoleh dalam penelitian Sapp dan Tiwari (2004) yang sama-sama memiliki nilai *alpha* positif, namun *investor* reksadana saham di Indonesia ternyata cenderung lebih banyak yang membeli reksadana saham yang memiliki nilai *alpha* positif.

4.3.2 Cash Flow Weighted Portfolio

Tabel 4.27

Perbandingan nilai *alpha Positive, Negative, dan Average Cash Flow Portfolio* pada *Three Factor Model, Cash Flow Weighted Portfolios*

Sapp dan Tiwari (2004)			Penelitian Ini			
	Positive Cash Flow Portfolio	Negative Cash Flow Portfolio	Average Portfolio	Positive Cash Flow Portfolio	Negative Cash Flow Portfolio	Average Portfolio
Alpha	0.068 (1.27)	-0.106 (-2.10)**	-0.027 (-0.97)	1.499 (2.24)**	4.124 (1.56)	-0.274 (-0.32)
RMRF	0.936 (46.76)***	0.950 (52.47)***	0.941 (90.86)***	5.369 (0.75)	4.706 (0.17)	-2.917 (-0.50)
SMB	0.191 (6.48)***	0.026 (0.74)	0.033 (2.15)**	-0.043 (-0.52)	-72.672 (-1.15)	2.038 (0.59)

Tabel 4.27 merupakan perbandingan nilai *alpha* dari *positive portfolio*, *negative portfolio*, dan *average portfolio* dengan pendekatan *three factor model* yang dibentuk berdasarkan *cash flow weighted portfolios*, antara penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh Sapp dan Tiwari (2004). Untuk perbandingan nilai *alpha* pada *positive portfolio*, penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sapp dan Tiwari (2004), kedua *alpha* tersebut bernilai positif, meskipun penelitian ini memiliki nilai *alpha* positif yang signifikan secara statistik. Sedangkan untuk perbandingan nilai *alpha* pada *negative portfolio*, penelitian ini berbeda dengan apa yang diperoleh oleh Sapp dan Tiwari (2004), penelitian ini mendapatkan nilai *alpha* 4.124, sedangkan nilai *alpha* yang didapatkan oleh Sapp dan Tiwari (2004) adalah -0.106 signifikan pada *level of confidence 95%*. Artinya *investor* di Amerika menjual investasi reksadana mereka karena memiliki nilai *alpha* negatif. Sebaliknya *investor* di Indonesia menjual reksadana mereka meskipun bernilai *alpha* positif. Kemudian untuk

perbandingan nilai *alpha* pada *average portfolio*, kedua penelitian memiliki hasil yang sejalan, yaitu keduanya sama-sama memiliki nilai *alpha* yang negatif.

Tabel 4.28

Perbandingan *Difference in Alpha* antara Positive vs Negative dan Positive vs Average pada *Three Factor Model, Cash Flow Weighted Portfolios*

	Difference in Alpha			
	Sapp dan Tiwari (2004)		Penelitian Ini	
	Positive vs Negative	Positive vs Average	Positive vs Negative	Positive vs Average
Alpha	0.174 (2.37)**	0.095 (1.57)	-2.625 (-8.73)***	1.773 (5.31)***

Tabel 4.28 merupakan perbandingan selisih nilai *alpha* antara *positive portfolio vs negative portfolio* dan *positive portfolio vs average portfolio* dengan pendekatan *three factor model* yang dibentuk berdasarkan *cash flow weighted portfolios*. Dalam perbandingan antara *positive vs negative portfolio*, penelitian ini memiliki selisih nilai *alpha* -2.625. Hal ini disebabkan oleh nilai *alpha* pada *negative portfolio* memiliki nilai yang lebih besar dibandingkan nilai *alpha positive portfolio*. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa dalam penelitian ini terbukti tidak adanya *smart money effect* pada reksadana saham di Indonesia dalam kurun waktu tahun 2007 sampai dengan 2009. Hal ini berarti dalam berinvestasi, *investor* reksadana saham di Indonesia tidak melakukan identifikasi terhadap Manajer Investasi yang memiliki kemampuan superior dalam mengelola reksadana. Selain itu, terbukti bahwa *investor* reksadana di Indonesia lebih banyak yang menjual investasi reksadana saham yang memiliki nilai *alpha* positif dibandingkan dengan mereka yang membeli atau menambah investasi reksadana yang bernilai *alpha* positif. Berbeda halnya dengan yang terjadi di Amerika Serikat pada penelitian yang dilakukan oleh Sapp dan Tiwari (2004) dimana terbukti adanya *smart money effect*. Kemudian dalam perbandingan antara

positive portfolio vs average portfolio, penelitian ini memperoleh hasil yang sejalan dengan apa yang diperoleh dalam penelitian Sapp dan Tiwari (2004) yang sama-sama memiliki nilai *alpha* positif, namun *investor* reksadana saham di Indonesia ternyata cenderung lebih banyak yang membeli reksadana saham yang memiliki nilai *alpha* positif.

Tabel 4.29

Perbandingan antara *Positive, Negative, dan Average Cash Flow Portfolio* pada *Four Factor Model, Cash Flow Weighted Portfolios*

	Sapp dan Tiwari (2004)			Penelitian Ini		
	Positive Cash Flow Portfolio	Negative Cash Flow Portfolio	Average Portfolio	Positive Cash Flow Portfolio	Negative Cash Flow Portfolio	Average Portfolio
Alpha	-0.071 (-1.27)	-0.086 (-1.57)	-0.005 (-1.63)	1.789 (2.59)**	4.813 (1.70)*	-0.293 (-0.35)
RMRF	0.945 (55.00)***	0.949 (55.35)***	0.943 (96.21)***	5.029 (0.72)	6.283 (0.23)	-2.774 (-0.48)
SMB	0.195 (9.11)***	0.026 (0.73)	0.034 (2.15)**	0.030 (0.30)	-66.996 (-1.05)	2.333 (0.68)
UMD	0.118 (5.63)***	-0.017 (-0.65)	0.020 (1.61)	-0.282 (-1.39)	-0.121 (-0.70)	-0.212 (-1.22)

Tabel 4.29 merupakan perbandingan nilai *alpha* dari *positive portfolio*, *negative portfolio*, dan *average portfolio* dengan pendekatan *four factor model* yang dibentuk berdasarkan *cash flow weighted portfolios*, antara penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh Sapp dan Tiwari (2004). Untuk perbandingan nilai *alpha* pada *positive portfolio*, penelitian ini memiliki hasil yang berbeda dengan hasil penelitian Sapp dan Tiwari (2004). Penelitian ini memiliki nilai *alpha* 1.789 dengan signifikansi pada *level of confidence 95%* setelah dimasukkan variabel momentum sebagai kontrol, sedangkan penelitian Sapp dan Tiwari (2004) memiliki nilai *alpha* -0.071. Artinya *investor* reksadana

saham di Indonesia tetap membeli reksadana saham yang memiliki nilai *alpha* positif. Sedangkan untuk perbandingan nilai *alpha* pada *negative portfolio*, penelitian ini berbeda dengan apa yang diperoleh oleh Sapp dan Tiwari (2004), penelitian ini mendapatkan nilai *alpha* 4.813 dan signifikan pada *level of confidence 90%*, sedangkan nilai *alpha* yang didapatkan oleh Sapp dan Tiwari (2004) adalah -0.086. Artinya *investor* di Amerika menjual investasi reksadana mereka karena memiliki nilai *alpha* negatif. Sebaliknya *investor* di Indonesia menjual reksadana mereka meskipun bernilai *alpha* positif. Kemudian untuk perbandingan nilai *alpha* pada *average portfolio*, kedua penelitian memiliki hasil yang sejalan, yaitu keduanya sama-sama memiliki nilai *alpha* yang negatif.

Tabel 4.30

Perbandingan Difference in Alpha antara Positive vs Negative dan Positive vs Average pada Four Factor Model, Cash Flow Weighted Portfolios

	Difference in Alpha			
	Sapp dan Tiwari (2004)		Penelitian Ini	
	Positive vs Negative	Positive vs Average	Positive vs Negative	Positive vs Average
Alpha	0.015 (0.19)	-0.021 (-0.33)	-3.024 (-9.81)***	2.082 (9.25)***

Tabel 4.30 merupakan perbandingan selisih nilai *alpha* antara *positive portfolio vs negative portfolio* dan *positive portfolio vs average portfolio* dengan pendekatan *four factor model* yang dibentuk berdasarkan *cash flow weighted portfolios*. Dalam perbandingan antara *positive vs negative portfolio*, penelitian ini memiliki selisih nilai *alpha* -3.024 yang signifikan secara statistik. Hal ini disebabkan oleh nilai *alpha* pada *negative portfolio* memiliki nilai yang lebih besar dibandingkan nilai *alpha positive portfolio*. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa dalam penelitian ini terbukti tidak adanya *smart money effect*

pada reksadana saham di Indonesia dalam kurun waktu tahun 2007 sampai dengan 2009 walaupun sudah memperhitungkan variabel momentum. Hal ini berarti dalam berinvestasi, *investor* reksadana saham di Indonesia tidak melakukan identifikasi terhadap Manajer Investasi yang memiliki kemampuan superior dalam mengelola reksadana. Selain itu, terbukti bahwa *investor* reksadana di Indonesia lebih banyak yang menjual investasi reksadana saham yang memiliki nilai *alpha* positif dibandingkan dengan mereka yang membeli atau menambah investasi reksadana yang bernilai *alpha* positif. Berbeda halnya dengan yang terjadi di Amerika Serikat pada penelitian yang dilakukan oleh Sapp dan Tiwari (2004) dimana terbukti adanya *smart money effect*. Kemudian dalam perbandingan antara *positive portfolio vs average portfolio*, penelitian ini juga memperoleh hasil yang berbeda. Penelitian ini memiliki nilai *alpha* 2.082, sedangkan peneliti Sapp dan Tiwari memiliki nilai *alpha* -0.021. Perbedaan ini memiliki arti bahwa *investor* reksadana saham di Indonesia lebih banyak membeli reksadana dibandingkan dengan *investor* reksadana saham di Amerika setelah dimasukkan variable momentum sebagai kontrol.

4.4 Analisis Determinants of Funds Cash Flow

Tabel 4.31 Perbandingan Model I

Explanatory Variabels	Sapp dan Tiwari (2004)	Penelitian ini
Intercept	-0.800 (-5.92)***	0.028 (2.16)**
Previous quarter's return	0.810 (5.86)***	0.012 (0.55)

Tabel 4.31 merupakan perbandingan antara penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh Sapp dan Tiwari (2004) mengenai determinan-determinan yang berpengaruh secara signifikan terhadap *normalized net cash flow*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *previous quarter's return* tidak memiliki korelasi yang signifikan terhadap *normalized net cash flow*. Hal ini berarti, investor reksadana saham di Indonesia tidak menjadikan *previous quarter's return* sebagai dasar keputusan investasinya. Berbeda dengan apa yang didapat pada penelitian Sapp dan Tiwari (2004) yang memperlihatkan bahwa variabel *previous quarter's return* memiliki korelasi positif yang signifikan terhadap *normalized net cash flow*, artinya investor reksadana di Amerika Serikat menjadikan *previous quarter's return* sebagai dasar keputusan investasinya.

Tabel 4.32 Perbandingan Model II

Explanatory Variabels	Sapp dan Tiwari (2004)	Penelitian ini
Intercept	-0.510 (-6.59)***	0.025 (0.74)
Previous quarter's return	0.500 (6.59)***	-0.001 (-0.52)
UMD Loading	0.005 (0.38)	0.058 (0.09)

Tabel 4.32 merupakan perbandingan antara penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh Sapp dan Tiwari (2004) mengenai determinan-determinan yang berpengaruh secara signifikan terhadap *normalized net cash flow*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *previous quarter's return* tidak memiliki korelasi yang signifikan terhadap *normalized net cash flow*. Demikian pula dengan variabel momentum (*UMD loading*) yang tidak memiliki korelasi yang signifikan terhadap *normalized net cash flow*. Hal ini berarti, investor reksadana saham di Indonesia tidak menjadikan *previous quarter's return*

dan momentum sebagai dasar keputusan investasinya. Berbeda dengan apa yang didapat pada penelitian Sapp dan Tiwari (2004) yang memperlihatkan bahwa variabel *previous quarter's return* secara konsisten memiliki korelasi positif yang signifikan terhadap *normalized net cash flow*, sedangkan variabel momentum tidak secara signifikan berpengaruh terhadap *normalized net cash flow*. Artinya investor reksadana di Amerika Serikat tetap menjadikan *previous quarter's return* sebagai dasar keputusan investasinya.

Tabel 4.33 Perbandingan Model III

Explanatory Variabels	Sapp dan Tiwari (2004)	Penelitian ini
Intercept	-0.450 (-6.28)***	0.262 (2.19)**
Previous quarter's return	0.490 (6.78)***	0.000 (-1.67)
UMD Loading	0.001 (0.10)	0.420 (0.70)
Logarithm of TNA	-0.010 (-6.00)***	-2.115 (-2.05)**

Tabel 4.33 merupakan perbandingan antara penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh Sapp dan Tiwari (2004) mengenai determinan-determinan yang berpengaruh secara signifikan terhadap *normalized net cash flow*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *previous quarter's return* tidak memiliki korelasi yang signifikan terhadap *normalized net cash flow*. Demikian pula dengan variabel momentum (UMD loading) yang tidak memiliki korelasi yang signifikan terhadap *normalized net cash flow*. Namun untuk variabel *logarithm of TNA* ternyata memiliki korelasi negatif yang signifikan terhadap

normalized net cash flow. Hal ini berarti, investor reksadana saham di Indonesia tidak menjadikan *previous quarter's return* dan momentum sebagai dasar keputusan investasinya, tetapi para investor tersebut mendasarkan keputusan investasinya pada faktor ukuran *Total Net Asset*. Ternyata keputusan investasi yang diambil oleh *investor* reksadana saham di Indonesia adalah menjual investasi reksadana mereka yang memiliki nilai TNA yang besar. Penelitian ini sejalan dengan apa yang dihasilkan oleh penelitian Sapp dan Tiwari (2004) yang memperlihatkan bahwa variabel TNA juga berkorelasi negatif secara signifikan. Meskipun variabel *previous quarter's return* tetap secara konsisten memiliki korelasi positif yang signifikan terhadap *normalized net cash flow*, sedangkan variabel momentum tidak secara signifikan berpengaruh terhadap *normalized net cash flow*. Artinya investor reksadana di Amerika Serikat tetap menjadikan *previous quarter's return* sebagai dasar keputusan investasinya dan lebih berminat untuk menjual reksadana yang memiliki TNA yang besar.

Tabel 4.34 Perbandingan Model IV

Explanatory Variabels	Sapp dan Tiwari (2004)	Penelitian ini
Intercept	-0.390 (-5.74)***	0.255 (2.00)*
Previous quarter's <i>return</i>	0.420 (6.10)***	0.000 (-0.15)
UMD Loading	-0.002 (-0.13)	0.405 (0.65)
Logarithm of TNA	-0.010 (-6.67)***	-2.035 (-1.82)*
Previous quarter's NCF	0.220 (4.36)***	-0.054 (-0.23)

Tabel 4.34 merupakan perbandingan antara penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh Sapp dan Tiwari (2004) mengenai determinan-determinan yang berpengaruh secara signifikan terhadap *normalized net cash flow*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *previous quarter's return* tidak memiliki korelasi yang signifikan terhadap *normalized net cash flow*. Variabel momentum (*UMD loading*) juga tidak memiliki korelasi yang signifikan terhadap *normalized net cash flow*. Variabel *previous quarter's NCF* juga tidak memiliki korelasi yang signifikan terhadap *normalized net cash flow*. Namun untuk variabel *logarithm of TNA* ternyata secara konsisten memiliki korelasi negatif yang signifikan terhadap *normalized net cash flow*. Hal ini berarti, investor reksadana saham di Indonesia tidak menjadikan *previous quarter's return*, momentum, dan *previous quarter's NCF* sebagai dasar keputusan investasinya, tetapi para investor tersebut secara konsisten mendasarkan keputusan investasinya pada faktor ukuran *Total Net Asset*, kecenderungannya adalah menjual reksadana yang memiliki nilai TNA yang besar. Penelitian ini berbeda dengan apa yang dihasilkan oleh penelitian Sapp dan Tiwari (2004) yang memperlihatkan bahwa hanya variabel momentum yang tidak berkorelasi secara signifikan terhadap *normalized net cash flow*. Sedangkan variabel-variabel lainnya yaitu *previous quarter's return*, *logarithm of TNA*, dan *previous quarter's NCF* memiliki korelasi yang signifikan terhadap *normalized net cash flow*. Artinya investor reksadana di Amerika Serikat menjadikan *previous quarter's return* dan *previous quarter's NCF* sebagai dasar keputusan investasinya dan cenderung untuk menjual reksadana yang memiliki TNA yang besar.

Tabel 4.35 Perbandingan Model V

Explanatory Variabels	Sapp dan Tiwari (2004)	Penelitian ini
Intercept	-0.380 (-5.51)***	0.238 (1.18)
Previous quarter's <i>return</i>	0.420 (6.00)***	-0.001 (-0.48)
UMD Loading	0.0003 (0.26)	-0.21 (-0.23)
Logarithm of TNA	-0.010 (-5.94)***	-2.722 (-1.62)
Previous quarter's NCF	0.220 (4.34)***	-0.262 (-0.90)
Expense Ratio	-0.001 (-0.23)	-0.391 (-0.19)
Maximum Front-End Load	-0.0003 (-0.70)	2.570 (1.87)

Tabel 4.35 merupakan perbandingan antara penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh Sapp dan Tiwari (2004) mengenai determinan-determinan yang berpengaruh secara signifikan terhadap *normalized net cash flow*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa seluruh variabel, yaitu *previous quarter's return*, momentum, *logarithm of TNA*, *previous quarter's NCF*, *expense ratio*, dan *maximum front-end load fee* tidak memiliki korelasi yang signifikan terhadap *normalized net cash flow*. Hal ini berarti, investor reksadana saham di Indonesia tidak menjadikan *previous quarter's return*, momentum, *logarithm of TNA*, *previous quarter's NCF*, *expense ratio*, dan *maximum front-end load fee* sebagai dasar keputusan investasinya. Penelitian ini berbeda dengan apa yang dihasilkan oleh penelitian Sapp dan Tiwari (2004) yang memperlihatkan bahwa variabel momentum, *expense ratio*, dan *maximum front-end load fee* tidak berkorelasi secara signifikan terhadap *normalized net cash flow*. Sedangkan

variabel-variabel lainnya yaitu *previous quarter's return*, *logarithm of TNA*, dan *previous quarter's NCF* memiliki korelasi yang signifikan terhadap *normalized net cash flow*. Artinya investor reksadana di Amerika Serikat menjadikan *previous quarter's return* dan *previous quarter's NCF* sebagai dasar keputusan investasinya.

4.5 Analisis *Negative Cash Flow Portfolio*

Analisis ini dilakukan untuk meneliti *negative cash flow portfolio* karena memiliki nilai *alpha* yang signifikan secara statistik. Analisis ini dimulai dengan melakukan perhitungan secara persentase jumlah reksadana saham yang memiliki nilai aset yang lebih besar dari nilai rata-rata aset reksadana saham dalam penelitian ini secara keseluruhan dibandingkan dengan reksadana saham yang memiliki nilai aset yang lebih kecil dari nilai rata-rata aset reksadana saham dalam penelitian ini secara keseluruhan selama 36 bulan.

**Tabel 4.36 Perbandingan Nilai Aset Reksadana Saham
Selama 36 bulan**

Nilai Aset	Persentase Rata-Rata
Di atas rata-rata	65%
Di bawah rata-rata	35%

Tabel 4.36 memperlihatkan bahwa di dalam *negative cash flow portfolio*, ternyata persentase jumlah reksadana yang memiliki nilai aset di atas rata-rata, lebih besar dibandingkan dengan persentase jumlah reksadana yang memiliki nilai aset di bawah rata-rata. Artinya *investor* reksadana saham di Indonesia memiliki kecenderungan untuk menjual reksadana saham yang memiliki nilai aset yang besar.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

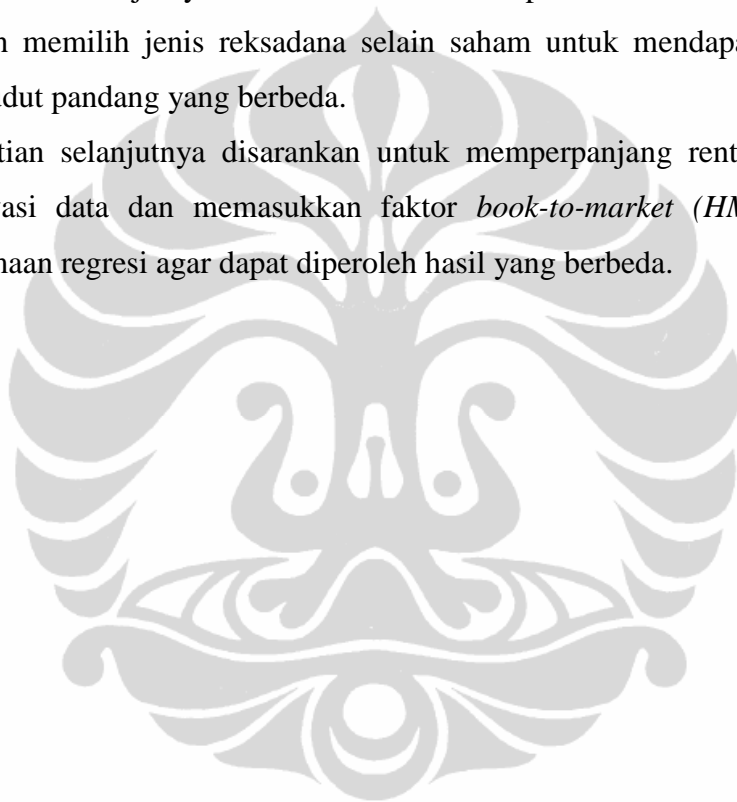
5.1 Kesimpulan

Berdasarkan analisis dan pembahasan mengenai analisis *smart money effect* pada reksadana saham di Indonesia periode bulan Januari 2007 sampai dengan bulan Desember 2009, maka didapatkan kesimpulan sebagai berikut:

1. Berdasarkan hasil pengukuran kinerja *new money portfolio* yang dibentuk secara *equally weighted portfolios* dan *cash flow weighted portfolios* dengan pendekatan *three factor model* dan *four factor model*, ditemukan bukti bahwa tidak terjadi *smart money effect* karena pada reksadana saham di Indonesia tahun 2007 sampai dengan tahun 2009 nilai *alpha* pada *positive cash flow portfolio* lebih kecil dari nilai *alpha* pada *negative cash flow portfolio*. Berdasarkan hasil penelitian terhadap determinan-determinan *cash flow* reksadana yang terdiri dari lima model persamaan regresi, ditemukan bukti bahwa *cash flow* reksadana di Indonesia tahun 2007 sampai dengan tahun 2009 tidak memiliki korelasi secara signifikan dengan faktor momentum. Hasil penelitian ini menjawab hipotesis penelitian (H1).
2. Berdasarkan hasil penelitian terhadap determinan-determinan *cash flow* reksadana yang terdiri dari lima model persamaan regresi, ditemukan bukti bahwa *cash flow* reksadana di Indonesia tahun 2007 sampai dengan tahun 2009 hanya memiliki korelasi negatif secara signifikan dengan determinan *Total Net Aset*. Hal ini membuktikan bahwa investor reksadana saham di Indonesia memiliki kecenderungan untuk menjual investasi reksadana saham mereka yang memiliki nilai *alpha* positif dan nilai asetnya besar. Hasil penelitian ini menjawab hipotesis - hipotesis penelitian (H1, H2, H3, H4, H5, H6, dan H7).

5.2 Saran

1. Perhitungan dan analisis kinerja *new money portfolio* dapat dimanfaatkan oleh para investor untuk mengidentifikasi Manajer Investasi yang mengelola reksadana secara aktif dan memiliki kemampuan yang baik untuk menghasilkan *return* yang lebih tinggi.
2. Penelitian ini hanya terbatas pada reksadana saham yang ada di Indonesia. Penelitian selanjutnya disarankan untuk dapat melakukan penelitian dengan memilih jenis reksadana selain saham untuk mendapatkan hasil dari sudut pandang yang berbeda.
3. Penelitian selanjutnya disarankan untuk memperpanjang rentang waktu observasi data dan memasukkan faktor *book-to-market (HML)* dalam persamaan regresi agar dapat diperoleh hasil yang berbeda.



DAFTAR REFERENSI

- Bodie, Zvi, Alex Kane, dan Alan J. Marcus. 2009. *Investments* (8th ed.). Singapore: McGraw-Hill.
- Cahyono, Jaka. E. 2000. *Cara Jitu Meraih Untung dari Reksadana*. Gramedia
- Carhart, Mark. 1997. *On Persistence in Mutual Funds Performance*. *Journal of Finance* 52, 57-82.
- Fama, Eugene, dan Kenneth French. 1993. *Common Risk Factor in the return on Bonds and Stocks*. *Journal of Financial Economics* 33, 3-53
- Grinblatt, dan Han. 2001. *The Disposition Effect and Momentum*. *Journal of Finance*
- Grinblatt, dan Han. 2004. *Prospect Theory, Mental Accounting, and Momentum*. *Journal of Finance*
- Gruber, Martin. 1996. *Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds*. *Journal of Finance* 51, 783-810.
- Jain, Prem dan Joanna Wu. 2000. *Truth in Mutual Fund Advertising: Evidence on Future Performance and Fund Flows*. *Journal of Finance* 55, 937-958.
- Jegadeesh, Narashiman, dan Sheridan Titman. 1993. *Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implication for Stocks Market Efficiency*. *Journal of Finance* 48, 65-91
- Jegadeesh, Narashiman, dan Sheridan Titman. 2000. *Profitability of Momentum Strategies: an Evaluation on Alternative Explanation*. *Journal of Finance*
- Kahneman, D., dan Tversky, A. 1979. *Prospect Theory: an Analysis of Decision Under Risk*. *Econometrica*
- Sapp, T., dan Tiwari, A. 2004. *Does Stock Return Momentum Explain the Smart Money Effect?*. *Journal of Finance* 59, 2605-2622.
- Sirri, Erik dan Peter Tufano. 1998. *Costly Search and Mutual Fund Flows*. *Journal of Finance* 53, 1589-1622.
- Undang-undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.
- Zheng, Lu. 1999. *Is Money Smart? A Study of Mutual Funds Investors' Fund Selection Ability*. *Journal of Finance* 54, 901-933.

www.bapepam.go.id

www.behaviouralfinance.net

www.bei.co.id

www.bi.go.id

www.bloomberg.com



EQUALLY WEIGHTED 3 FACTOR POSITIVE**Variables Entered/Removed(b)**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	SMB, RMRF(a)	.	Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: Rpt

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.288(a)	.083	.027	3.77019	2.508

a Predictors: (Constant), SMB, RMRF

b Dependent Variable: Rpt

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	42.463	2	21.232	1.494	.239(a)
	Residual	469.073	33	14.214		
	Total	511.537	35			

a Predictors: (Constant), SMB, RMRF

b Dependent Variable: Rpt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error
1	(Constant)	1.084	.668		1.624	.114
	RMRF	6.757	6.897	.164	.980	.334
	SMB	.064	.042	.252	1.507	.141

a Dependent Variable: Rpt

Residuals Statistics(a)

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-1.0925	5.9861	1.4572	1.10147	36
Residual	-4.54453	14.37013	.00000	3.66089	36
Std. Predicted Value	-2.315	4.112	.000	1.000	36
Std. Residual	-1.205	3.812	.000	.971	36

a Dependent Variable: Rpt

EQUALLY WEIGHTED 3 FACTOR NEGATIVE**Variables Entered/Removed(b)**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	SMB, RMRF(a)	.	Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: Rpt

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.019(a)	.000	-.060	15.12639	2.300

a Predictors: (Constant), SMB, RMRF

b Dependent Variable: Rpt

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.755	2	1.377	.006	.994(a)
	Residual	7550.656	33	228.808		
	Total	7553.411	35			

a Predictors: (Constant), SMB, RMRF

b Dependent Variable: Rpt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error
1	(Constant)	5.222	2.760		1.892	.067
	RMRF	2.435	28.396	.015	.086	.932
	SMB	-1.684	36.798	-.008	-.046	.964

a Dependent Variable: Rpt

Residuals Statistics(a)

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	4.3694	5.6966	5.1907	.28055	36
Residual	-6.49385	68.24412	.00000	14.68785	36
Std. Predicted Value	-2.927	1.803	.000	1.000	36
Std. Residual	-.429	4.512	.000	.971	36

a Dependent Variable: Rpt

EQUALLY WEIGHTED 3 FACTOR AVERAGE

Variables Entered/Removed(b)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	SMB, RMRF(a)	.	Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: Rpt

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.214(a)	.046	-.012	2.77037	2.441

a Predictors: (Constant), SMB, RMRF

b Dependent Variable: Rpt

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	12.139	2	6.070	.791	.462(a)
	Residual	253.274	33	7.675		
	Total	265.414	35			

a Predictors: (Constant), SMB, RMRF

b Dependent Variable: Rpt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error
1	(Constant)	-.922	.981		-.941	.354
	RMRF	-4.815	5.809	-.162	-.829	.413
	SMB	2.611	2.119	.241	1.232	.227

a Dependent Variable: Rpt

Residuals Statistics(a)

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-1.0264	1.1584	.1335	.58893	36
Residual	-3.64138	10.64128	.00000	2.69006	36
Std. Predicted Value	-1.969	1.740	.000	1.000	36
Std. Residual	-1.314	3.841	.000	.971	36

a Dependent Variable: Rpt

EQUALLY WEIGHTED 4 FACTOR POSITIF**Variables Entered/Removed(b)**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	UMD, RMRF, SMB(a)	.	Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: Rpt

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.411(a)	.169	.091	3.64402	1.935

a Predictors: (Constant), UMD, RMRF, SMB

b Dependent Variable: Rpt

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	86.612	3	28.871	2.174	.110(a)
	Residual	424.925	32	13.279		
	Total	511.537	35			

a Predictors: (Constant), UMD, RMRF, SMB

b Dependent Variable: Rpt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error
1	(Constant)	1.476	.680		2.170	.038
	RMRF	5.788	6.688	.140	.865	.393
	SMB	.077	.042	.303	1.846	.074
	UMD	-.301	.165	-.299	-1.823	.078

a Dependent Variable: Rpt

Residuals Statistics(a)

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-2.7617	7.7127	1.4572	1.57309	36
Residual	-2.57144	13.72623	.00000	3.48435	36
Std. Predicted Value	-2.682	3.977	.000	1.000	36
Std. Residual	-.706	3.767	.000	.956	36

a Dependent Variable: Rpt

EQUALLY WEIGHTED 4 FACTOR NEGATIF**Variables Entered/Removed(b)**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	UMD, SMB, RMRF(a)	.	Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: Rpt

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.146(a)	.021	-.070	15.19908	2.037

a Predictors: (Constant), UMD, SMB, RMRF

b Dependent Variable: Rpt

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	161.025	3	53.675	.232	.873(a)
	Residual	7392.386	32	231.012		
	Total	7553.411	35			

a Predictors: (Constant), UMD, SMB, RMRF

b Dependent Variable: Rpt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error
1	(Constant)	5.992	2.926		2.048	.049
	RMRF	4.233	28.615	.027	.148	.883
	SMB	-3.146	37.017	-.015	-.085	.933
	UMD	-.145	.176	-.146	-.828	.414

a Dependent Variable: Rpt

Residuals Statistics(a)

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-4.5707	6.9642	5.1907	2.14493	36
Residual	-7.47048	67.18603	.00000	14.53310	36
Std. Predicted Value	-4.551	.827	.000	1.000	36
Std. Residual	-.492	4.420	.000	.956	36

a Dependent Variable: Rpt

EQUALLY WEIGHTED 4 FACTOR AVERAGE**Variables Entered/Removed(b)**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	UMD, RMRF, SMB(a)	.	Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: Rpt

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.319(a)	.102	.018	2.72957	1.840

a Predictors: (Constant), UMD, RMRF, SMB

b Dependent Variable: Rpt

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	26.997	3	8.999	1.208	.323(a)
	Residual	238.417	32	7.451		
	Total	265.414	35			

a Predictors: (Constant), UMD, RMRF, SMB

b Dependent Variable: Rpt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error
1	(Constant)	-1.064	.971		-1.095	.282
	RMRF	-5.009	5.725	-.169	-.875	.388
	SMB	3.076	2.113	.284	1.455	.155
	UMD	-.242	.171	-.240	-1.412	.168

a Dependent Variable: Rpt

Residuals Statistics(a)

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-2.3251	1.8298	.1335	.87826	36
Residual	-3.74607	10.19291	.00000	2.60996	36
Std. Predicted Value	-2.799	1.932	.000	1.000	36
Std. Residual	-1.372	3.734	.000	.956	36

a Dependent Variable: Rpt

CF WEIGHTED 3 FACTOR POSITIF**Variables Entered/Removed(b)**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	SMB, RMRF(a)	.	Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: Rpt

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.167(a)	.028	-.031	3.88204	2.306

a Predictors: (Constant), SMB, RMRF

b Dependent Variable: Rpt

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	14.218	2	7.109	.472	.628(a)
	Residual	497.319	33	15.070		
	Total	511.537	35			

a Predictors: (Constant), SMB, RMRF

b Dependent Variable: Rpt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error
1	(Constant)	1.499	.669		2.242	.032
	RMRF	5.369	7.124	.130	.754	.456
	SMB	-.043	.084	-.090	-.518	.608

a Dependent Variable: Rpt

Residuals Statistics(a)

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-.6405	2.4647	1.4572	.63736	36
Residual	-2.86454	14.04016	.00000	3.76950	36
Std. Predicted Value	-3.291	1.581	.000	1.000	36
Std. Residual	-.738	3.617	.000	.971	36

a Dependent Variable: Rpt

CF WEIGHTED 4 FACTOR NEGATIF**Variables Entered/Removed(b)**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	SMB, RMRF(a)	.	Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: Rpt

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.198(a)	.039	-.019	14.83006	2.256

a Predictors: (Constant), SMB, RMRF

b Dependent Variable: Rpt

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	295.700	2	147.850	.672	.517(a)
	Residual	7257.710	33	219.931		
	Total	7553.411	35			

a Predictors: (Constant), SMB, RMRF

b Dependent Variable: Rpt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error
1	(Constant)	4.124	2.640		1.562	.128
	RMRF	4.706	27.072	.030	.174	.863
	SMB	-72.672	62.916	-.197	-1.155	.256

a Dependent Variable: Rpt

Residuals Statistics(a)

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-.5019	14.9124	5.1907	2.90664	36
Residual	-14.59859	69.15031	.00000	14.40011	36
Std. Predicted Value	-1.958	3.345	.000	1.000	36
Std. Residual	-.984	4.663	.000	.971	36

a Dependent Variable: Rpt

CF WEIGHTED 3 FACTOR AVERAGE**Variables Entered/Removed(b)**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	SMB, RMRF(a)	.	Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: Rpt

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.111(a)	.012	-.048	2.81844	2.375

a Predictors: (Constant), SMB, RMRF

b Dependent Variable: Rpt

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3.275	2	1.638	.206	.815(a)
	Residual	262.138	33	7.944		
	Total	265.414	35			

a Predictors: (Constant), SMB, RMRF

b Dependent Variable: Rpt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error
1	(Constant)	-.274	.847		-.324	.748
	RMRF	-2.917	5.838	-.098	-5.000	.621
	SMB	2.038	3.439	.117	.592	.558

a Dependent Variable: Rpt

Residuals Statistics(a)

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-.3381	.7655	.1335	.30591	36
Residual	-3.47621	11.12351	.00000	2.73673	36
Std. Predicted Value	-1.542	2.066	.000	1.000	36
Std. Residual	-1.233	3.947	.000	.971	36

a Dependent Variable: Rpt

CF WEUGHTED 4 FACTOR POSITIF**Variables Entered/Removed(b)**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	UMD, RMRF, SMB(a)	.	Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: Rpt

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.289(a)	.084	-.002	3.82754	1.855

a Predictors: (Constant), UMD, RMRF, SMB

b Dependent Variable: Rpt

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	42.735	3	14.245	.972	.418(a)
	Residual	468.801	32	14.650		
	Total	511.537	35			

a Predictors: (Constant), UMD, RMRF, SMB

b Dependent Variable: Rpt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error
1	(Constant)	1.789	.691		2.588	.014
	RMRF	5.029	7.028	.122	.716	.479
	SMB	.030	.098	.061	.304	.763
	UMD	-.282	.202	-.281	-1.395	.173

a Dependent Variable: Rpt

Residuals Statistics(a)

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-2.1688	2.6608	1.4572	1.10499	36
Residual	-2.82872	13.48009	.00000	3.65983	36
Std. Predicted Value	-3.282	1.089	.000	1.000	36
Std. Residual	-.739	3.522	.000	.956	36

a Dependent Variable: Rpt

CF WEIGHTED 4 FACTOR NEGATIF**Variables Entered/Removed(b)**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	UMD, RMRF, SMB(a)	.	Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: Rpt

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.231(a)	.054	-.035	14.94648	2.039

a Predictors: (Constant), UMD, RMRF, SMB

b Dependent Variable: Rpt

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	404.703	3	134.901	.604	.617(a)
	Residual	7148.708	32	223.397		
	Total	7553.411	35			

a Predictors: (Constant), UMD, RMRF, SMB

b Dependent Variable: Rpt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error
1	(Constant)	4.813	2.838		1.696	.100
	RMRF	6.283	27.378	.040	.230	.820
	SMB	-66.996	63.929	-.182	-1.048	.303
	UMD	-.121	.174	-.122	-.699	.490

a Dependent Variable: Rpt

Residuals Statistics(a)

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-4.0376	14.6113	5.1907	3.40043	36
Residual	-14.29751	68.21470	.00000	14.29156	36
Std. Predicted Value	-2.714	2.770	.000	1.000	36
Std. Residual	-.957	4.564	.000	.956	36

a Dependent Variable: Rpt

CF WEIGHTED 4 FACTOR AVERAGE**Variables Entered/Removed(b)**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	UMD, RMRF, SMB(a)	.	Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: Rpt

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.237(a)	.056	-.033	2.79821	1.839

a Predictors: (Constant), UMD, RMRF, SMB

b Dependent Variable: Rpt

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	14.855	3	4.952	.632	.600(a)
	Residual	250.558	32	7.830		
	Total	265.414	35			

a Predictors: (Constant), UMD, RMRF, SMB

b Dependent Variable: Rpt

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error
1	(Constant)	-.293	.841		-.348	.730
	RMRF	-2.774	5.798	-.093	-.478	.636
	SMB	2.333	3.423	.133	.681	.500
	UMD	-.212	.174	-.210	-1.216	.233

a Dependent Variable: Rpt

Residuals Statistics(a)

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-2.1798	1.3056	.1335	.65148	36
Residual	-3.22180	10.81147	.00000	2.67560	36
Std. Predicted Value	-3.551	1.799	.000	1.000	36
Std. Residual	-1.151	3.864	.000	.956	36

a Dependent Variable: Rpt