



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGUKURAN KEMAMPUAN *STOCK SELECTION*
DAN *MARKET TIMING* REKSA DANA SAHAM DI
INDONESIA**

TESIS

**RACHMADINI ADI PUTRI
0906654531**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
JAKARTA
JANUARI 2012**



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGUKURAN KEMAMPUAN *STOCK SELECTION*
DAN *MARKET TIMING* REKSA DANA SAHAM DI
INDONESIA**

TESIS

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

**RACHMADINI ADI PUTRI
0906654531**

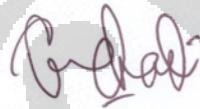
**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
KEKHUSUSAN MANAJEMEN KEUANGAN
JAKARTA
JANUARI 2012**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

Nama : Rachmadini Adi Putri

NPM : 0906654531

Tanda Tangan : 

Tanggal : 09 Januari 2012

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :
Nama : Rachmadini Adi Putri
NPM : 0906654531
Program Studi : Magister Manajemen
Judul Tesis : Pengukuran Kemampuan *Stock Selection* Dan
Market Timing Reksa Dana Saham di Indonesia

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

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Dr. Irwan Adi Ekaputra ()

Penguji : Rofikoh Rokhim, Ph.D ()

Penguji : Imo Gandakusuma, MBA ()

Ditetapkan di : Jakarta
Tanggal : 09 Januari 2012

KATA PENGANTAR

Puji syukur saya panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa, karena atas berkat dan rahmat-Nya, saya dapat menyelesaikan tesis ini. Penulisan tesis ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister Manajemen pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Saya menyadari bahwa, tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, dari masa perkuliahan sampai pada penyusunan tesis ini, sangatlah sulit bagi saya untuk menyelesaikan tesis ini. Oleh karena itu, saya mengucapkan terima kasih kepada :

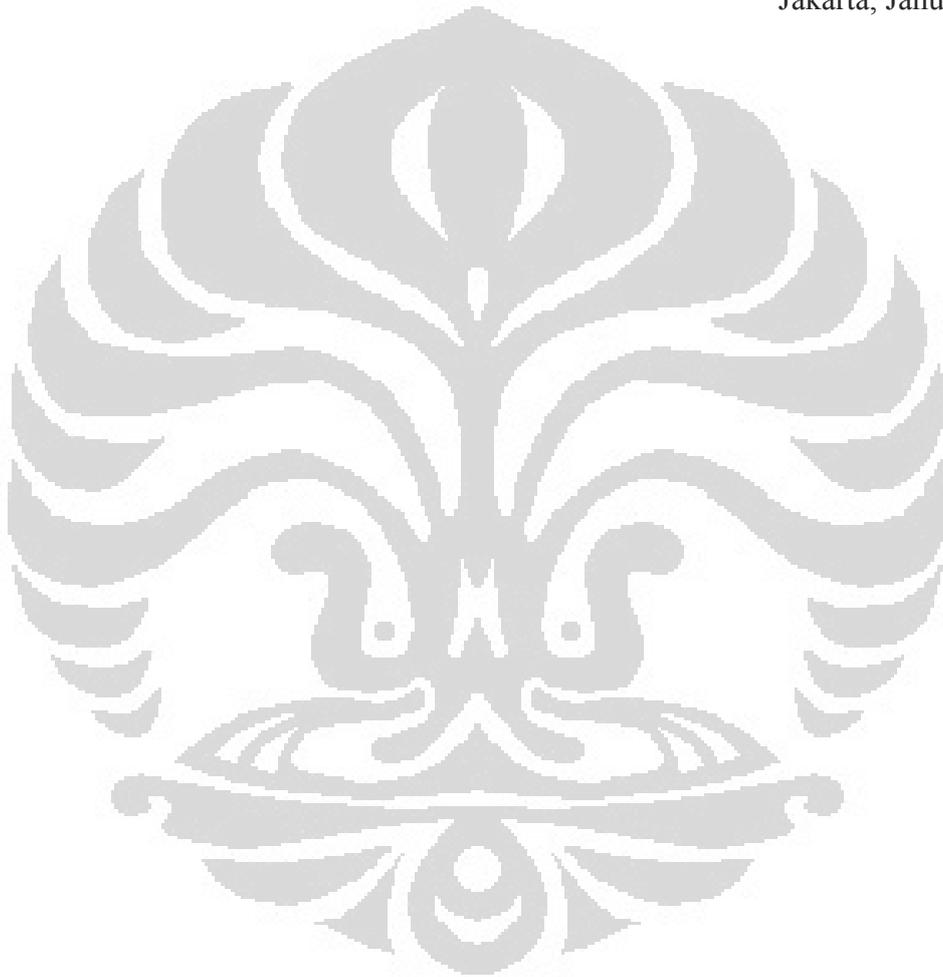
1. Bapak Prof.Rhenald Kasali, Ph.D selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia
2. Bapak Dr.Irwan Adi Ekaputra selaku Dosen Pembimbing, yang telah meluangkan waktu khusus ditengah-tengah kesibukan beliau untuk memberikan bimbingan dan dorongan dalam menyelesaikan tesis penulis.
3. Ibu Rofikoh Rokhim, Ph.D dan Bapak Imo Gandakusuma, MBA yang telah memberikan waktu dan pemikiran dalam menguji dan memberikan masukan untuk menyempurnakan tesis ini.
4. Seluruh staf pengajar dan karyawan di lingkungan Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, yang telah memberikan pengajaran, bimbingan, serta motivasi di kelas
5. Rekan-rekan sekelas, senasib, seperjuangan G-092 dan KS-092, terima kasih atas 2 tahun kebersamaan di bangku kuliah yang sangat mengagumkan dan menyenangkan dalam menyelesaikan studi di Program Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia
6. Papa, Mama, dan keluarga besar yang telah memberikan dukungan material, moral, dan motivasi terbesar agar bisa menyelesaikan studi sesuai jadwal
7. Aa' Gumi tersayang yang telah meluangkan waktunya untuk mendampingi pada saat mengerjakan tugas akhir, memberi dukungan moral, dan motivasi agar selalu semangat dalam menyelesaikan tugas akhir.

8. Serta para sahabat yang tidak bisa disebutkan satu per satu pada lembaran kertas ini yang telah banyak membantu penulis

Akhir kata, saya berharap Tuhan Yang Maha Esa berkenan membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu. Semoga tesis ini membawa manfaat bagi pengembangan ilmu.

Jakarta, Januari 2012

Penulis



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

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

Nama : Rachmadini Adi Putri

NPM : 0906654531

Program Studi : Magister Manajemen

Departemen : Manajemen Keuangan

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 ilmiah saya yang berjudul :

Pengukuran Kemampuan *Stock Selection* Dan *Market Timing* Reksa Dana Saham di Indonesia

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta

Pada tanggal : 9 Januari 2012

Yang Menyatakan



(Rachmadini Adi Putri)

ABSTRAK

Nama : Rachmadini Adi Putri
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : Pengukuran Kemampuan *Stock Selection* Dan *Market Timing* Reksa Dana Saham di Indonesia

Karya akhir ini bertujuan untuk mengukur kemampuan Reksa Dana Saham di Indonesia dengan melihat kemampuan *market timing* dan *stock selection* yang dilakukannya. Hasil penelitian menunjukkan bahwa berdasarkan *Sharpe Measure* dan *Treynor measure*, secara umum reksa dana saham di Indonesia pada tahun 2006-2011 memiliki kinerja yang baik. Namun berdasarkan *Jensen alpha* ada dua reksa dana yang memiliki kinerja superior dan berdasarkan *Information Ratio* hanya terdapat satu reksa dana saham yang memiliki kinerja superior. Berdasarkan model *Treynor-Mazuy* dan *Henriksson-Merton* sebagian besar manajer investasi dalam penelitian ini tidak memiliki kemampuan *market timing* hanya ada empat reksa dana saham yang memiliki kemampuan *market timing*.

Kata kunci:

Reksa Dana Saham, *Stock Selection*, *Market Timing*

ABSTRACT

Name : Rachmadini Adi Putri
Study Program : Master of Management
Title : The Measurement of the Stock Selection Ability And Market Timing on Equity Mutual Fund In Indonesia

The object of this final paper is to measure the ability of Equity Mutual Fund in Indonesia by looking at the ability of market timing and stock selection. The results showed that based on the Sharpe and Treynor Measure, in general equity mutual funds in Indonesia in the year 2006-2011 has a good performance. However, based on Jensen's alpha there are two mutual funds that have superior performance and based on the Information Ratio there is only one equity mutual fund that have superior performance. Based on the Treynor-Mazuy model and Henriksson-Merton model majority of investment managers in this study did not have market timing ability of mutual funds and that only four stocks that have market timing ability

Key Words :
Equity Mutual Fund, *Stock Selection*, *Market Timing*

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH.....	vi
ABSTRAK.....	vii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR TABEL.....	xi
DAFTAR GAMBAR.....	xii
DAFTAR RUMUS.....	xiii
1. PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang Permasalahan.....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	5
1.3 Pembatasan Masalah.....	5
1.4 Tujuan Penelitian.....	6
1.5 Manfaat Penelitian.....	6
1.6 Sistematika Penulisan.....	6
2. LANDASAN TEORI.....	8
2.1 Reksa Dana.....	8
2.1.1 Unit Penyertaan.....	8
2.1.2 Sifat Operasional Reksa Dana.....	9
2.1.3 Jenis-jenis Reksa Dana.....	9
2.1.4 Manfaat Berinvestasi di Reksa Dana.....	10
2.1.5 Risiko Berinvestasi di Reksa Dana.....	11
2.2 Penelitian Terdahulu.....	12
2.2.1. Penelitian di Luar Negeri.....	12
2.2.2. Penelitian di Indonesia.....	13
2.2.3. Reksa Dana di Indonesia.....	14
2.3 Investasi.....	20
2.4 Teori Portofolio.....	21
2.4.1. Risiko Investasi.....	21
2.4.2. <i>Capital Asset Pricing Model</i>	22
2.4.3. <i>Security Market Line</i>	23
2.5 Evaluasi Kinerja Portofolio.....	23
3. METODOLOGI PENELITIAN.....	29
3.1 Obyek Penelitian.....	29
3.2 Pengumpulan dan Pengolahan Data.....	30
3.3. Pembeding (<i>Benchmark</i>) Kinerja RDS.....	30
3.4. Variabel Penelitian.....	30
3.5. Hipotesis Penelitian.....	32
3.5.1. Model Treynor-Mazuy.....	32
3.5.2. Model Henriksson-Merton.....	32
3.6. Pengujian Data dan Model.....	33

3.6.1. Regresi Linier	33
3.6.2 Uji Signifikansi	34
3.6.2.1. Uji t	34
3.6.2.2. Uji F	34
3.6.3 Uji Multikolinieritas	35
3.6.4 Uji Heterokedastisitas	35
3.6.5 Uji Autokorelasi	36
3.6.6 Kerangka Pengolahan Data	37
4. ANALISIS DAN PEMBAHASAN.....	38
4.1 Evaluasi Pengujian Data dan Model	38
4.1.1. Uji t	38
4.1.2. Uji F	42
4.1.3. Uji Multikolinieritas	44
4.1.4. Uji Autokorelasi	44
4.1.5. Uji Heterokedastisitas	46
4.2 Evaluasi Kinerja Reksa Dana Berdasarkan Kemampuan <i>Stock Selection</i>	48
4.3 Evaluasi Kinerja Reksa Dana Berdasarkan <i>Market Timing</i>	51
4.3.1 Model Treynor-Mazuy	51
4.3.2 Model Henriksson-Merton	55
5. KESIMPULAN DAN SARAN	61
5.1 Kesimpulan	61
5.2 Keterbatasan Penelitian	62
5.3 Saran.....	62
DAFTAR REFERENSI	64

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1. Perkembangan Nilai Aktiva Bersih (NAB)	2
Tabel 3.1. Daftar Reksa Dana Saham	29
Tabel 4.1. Hasil Regresi Model Jensen Sebelum Koreksi Autokorelasi	39
Tabel 4.2. Hasil Regresi Model Treynor-Mazuy Sebelum Koreksi Autokorelasi	40
Tabel 4.3. Hasil Regresi Model Henriksson-Merton Sebelum Koreksi Autokorelasi	41
Tabel 4.4. Ringkasan Uji F	43
Tabel 4.5. Pengujian Multikolinieritas.....	44
Tabel 4.6. Hasil Uji Autokorelasi Model Jensen Menggunakan Uji Langrage-Multiplier	45
Tabel 4.7. Koreksi dengan unsur <i>Time-Series</i> pada Model Jensen.....	46
Tabel 4.8. Hasil Uji <i>White</i> pada Model Jensen	47
Tabel 4.9. Nilai <i>Intercept</i> pada Model Jensen Setelah Koreksi Autokorelasi	48
Tabel 4.10. Nilai Sharpe, Treynor, dan <i>Information Ratio</i>	49
Tabel 4.11. Hasil Uji Autokorelasi pada Model Treynor-Mazuy Menggunakan Uji Langrage-Multiplier	52
Tabel 4.12. Koreksi Model dengan unsur <i>Time-Series</i> pada Model Treynor-Mazuy	53
Tabel 4.13. Hasil Uji <i>White</i> pada Model Treynor-Mazuy	54
Tabel 4.14. Hasil Uji Autokorelasi pada Model Henriksson- Merton Menggunakan Uji Langrage-Multiplier	56
Tabel 4.15. Koreksi dengan unsur <i>Time-Series</i> pada Model Henriksson-Merton	57
Tabel 4.16. Hasil Uji <i>White</i> pada Model Henriksson-Merton	57
Tabel 4.17. Koefisien γ_p pada Model Treynor – Mazuy dan Model Henriksson-Merton Setelah Koreksi Autokorelasi	59

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1.Perkembangan Jumlah Pemegang Unit Reksa Dana.....	3
Gambar 2.1. <i>Systematic Risk (Market Risk)</i> dan <i>Nonsystematik Risk</i>	22
Gambar 2.2. <i>Security Market Line</i>	23
Gambar 3.1.Langkah-langkah Pengolahan Data.....	30



DAFTAR RUMUS

Rumus 2.1 <i>Capital Asset Pricing Model (CAPM)</i>	22
Rumus 2.2 <i>Jensen Measure</i>	24
Rumus 2.3 <i>Treynor Measure</i>	24
Rumus 2.4 <i>Sharpe Measure</i>	25
Rumus 2.5 <i>Information Ratio</i>	25
Rumus 2.6 Model Treynor-Mazuy.....	26
Rumus 2.7 Model Henrikson-Merton	27
Rumus 3.1 <i>Return Portofolio</i>	31
Rumus 3.2 <i>Return Pasar</i>	31
Rumus 3.3 Standar Deviasi <i>Return Portofolio</i>	31
Rumus 3.4 Beta Portofolio.....	32
Rumus 3.5 Analisa Regresi Dua Variabel.....	33
Rumus 3.6 Analisa Regresi Lebih Dari Satu Variabel.....	33
Rumus 3.7 <i>Variance Inflation Factor (VIF)</i>	35



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Ada beragam pilihan dalam berinvestasi, salah satu bentuk investasi yang paling menjanjikan adalah pasar modal (www.suaramerdeka.com), karena tingkat suku bunga perbankan yang terus menurun membuat para investor mencari instrumen yang lebih baik untuk menginvestasikan dananya. Pasar modal merupakan salah satu alternatif yang menarik karena tingkat pengembaliannya yang menjanjikan. Namun untuk dapat menanam modal di sini diperlukan dana yang cukup besar dan pengetahuan yang cukup mengenai pasar modal. Dengan kata lain, tidak semua orang dapat berinvestasi di pasar modal secara langsung.

Kemudian reksa dana muncul menjadi salah satu instrumen investasi yang dirancang sebagai sarana untuk menghimpun dana dari masyarakat yang memiliki modal, mempunyai keinginan untuk melakukan keinginan untuk melakukan investasi, namun hanya memiliki waktu dan pengetahuan yang terbatas (Widoatmodjo, 2008).

Selain mengatasi masalah keterbatasan pengetahuan, reksa dana adalah jalan keluar dalam mengatasi terbatasnya dana untuk membentuk portofolio yang optimal, administrasi yang kompleks dan keterbatasan informasi untuk melakukan berbagai analisa, riset dan transaksi investasi untuk mendapatkan *return* yang optimal (Pratomo dan Nugraha, 2009).

Saat ini reksa dana telah berkembang pesat dengan berbagai jenis, menurut data siaran pers akhir tahun 2010 dari Bapepam-LK, pada Januari 1998 jumlah total seluruh jenis aset Reksa Dana hanya mencapai 77 dengan Nilai Aktiva Bersih (NAB) mencapai Rp 4,4 Triliun. Namun, pada Desember 2008 jumlah total seluruh jenis aset reksadana telah mencapai 567 dengan Nilai Aktiva Bersih (NAB) mencapai Rp 74 Triliun, bahkan posisi nilai aktiva bersih pada akhir 2010

menembus angka Rp 140 triliun, atau naik 20% dari posisi tahun 2009, Rp 116,73 triliun.

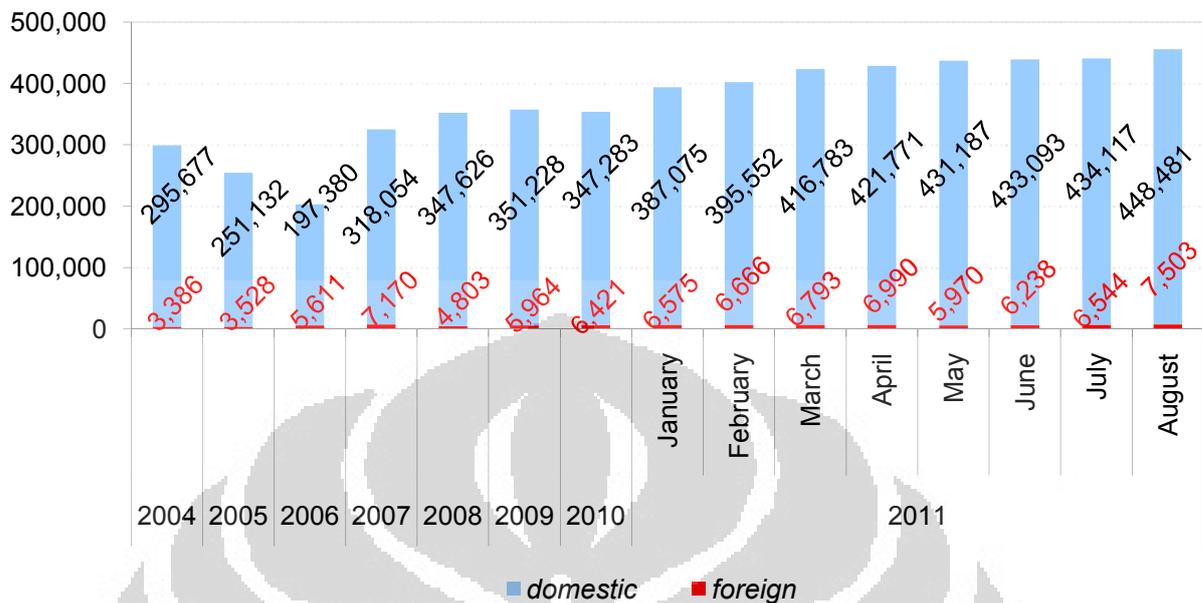
Tabel 1.1.
Perkembangan Nilai Aktiva Bersih (NAB)

(dalam triliun Rp)

Aset Reksadana	2006	2007	2008	2009	2010
Pendapatan Tetap	19,521	21,285	10,931	20,087	26,392
Saham	8,250	34,800	19,891	36,507	44,769
Pasar uang	3,800	4,828	2,302	5,220	7,388
Campuran	85,471	14,232	10,002	15,658	17,743
Terproteksi	11,547	16,345	29,331	34,624	42,120
Indeks	30	117	101	290	0.177
ETF	-	582	733	674	0.409
Syariah	-	0.260	774	3,671	1,627
Total	128,619	92,189	74,065	116,731	140,040

Sumber : Siaran Pers Akhir Tahun 2010 Bapepam-LK

Dari Tabel 1.1., dapat dilihat perkembangan Nilai Aktiva Bersih dari reksa dana saham paling menonjol, walaupun sempat turun di tahun 2008 dikarenakan adanya krisis ekonomi yang diikuti pula dengan seluruh jenis reksa dana, namun kembali meraih keuntungan di tahun 2009.



Gambar 1.1

Perkembangan Jumlah Pemegang Unit Reksa Dana

Sumber : Perkembangan Pasar Modal dan Industri Keuangan non Bank
per 30 September 2011 Bapepam-LK

Dari Gambar 1.1. dapat dilihat bahwa kepemilikan unit reksa dana selalu meningkat pertahunnya baik dari segi kepemilikan asing maupun domestik, untuk kepemilikan domestik pada tahun 2004 berjumlah 295.677 unit, meningkat sebesar 51,68% sampai dengan agustus 2011 menjadi 445.481 unit.

Sebagai salah satu jenis instrumen investasi reksadana, reksa dana saham memfokuskan portfolio investasinya pada instrumen berbentuk saham (*equity*) dengan jumlah sekurang-kurangnya 80% dari total aset investasinya.

Dibandingkan reksa dana pendapatan tetap, pasar uang, dan campuran, reksa dana saham memberikan potensi pertumbuhan nilai investasi yang lebih besar, demikian juga risikonya. Reksa dana saham menjadi alternatif menarik bagi investor yang mengerti potensi investasi pada saham untuk jangka panjang

sehingga dana yang digunakan untuk berinvestasi merupakan dana untuk kebutuhan jangka panjangnya. Maka selain harus mengerti bahwa investasi saham merupakan investasi jangka panjang, investor juga harus mengerti dan bersedia menerima risiko investasi yang menyertainya (Pratomo & Nugraha, 2009).

Setelah mengetahui tingkat risiko atau tingkat pengembalian yang diinginkan, investor juga secara mendasar harus mengenal cara manajer investasi mengelola produknya yang biasa dikenal dengan manajemen portofolio. Manajemen portofolio ini terbagi dalam dua strategi atau cara pengelolaan, yaitu strategi portofolio aktif dan strategi portofolio pasif. Portofolio yang dikelola secara aktif memiliki tingkat risiko dan tingkat harapan pengembalian selalu berubah. Cara pendekatan terhadap strategi aktif adalah melalui pengukuran kemampuan pemilihan sekuritas (*stock selection ability*) untuk pembentukan portofolio yang optimal, dan kemampuan *market timing* (Tandelilin, 2001).

Kemampuan pemilihan sekuritas adalah kemampuan manajer investasi dalam memilih efek sekuritas yang tepat untuk dimasukkan atau dikeluarkan dari portofolio reksadana dengan tujuan memberikan tingkat pengembalian yang lebih baik daripada tingkat pengembalian normal. Sedangkan kemampuan *market timing* adalah kemampuan manajer investasi dalam memilih waktu kapan untuk membeli efek sekuritas, kapan untuk menukar atau menjual efek sekuritas dari portofolio yang dikelolanya. (Manurung, 2008).

Penelitian tentang kemampuan *stock selection ability* dan *market timing* pada produk reksa dana sudah pernah dilakukan oleh Bello dan Janjigian (1997) yang mengatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara kedua kemampuan tersebut. Namun di sisi lain terdapat beberapa penelitian seperti Bollen dan Busse (2001) yang memperoleh kesimpulan bahwa tes statistik yang digunakan pada penelitian-penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang lemah dikarenakan data yang digunakan berdasarkan data bulanan, dengan menggunakan data harian mereka menemukan adanya hubungan *market timing ability* dalam jumlah yang signifikan pada sampel yang mereka teliti di Amerika.

Dalam Karya akhir ini, penulis ingin mengetahui apakah manajer investasi reksa dana di Indonesia memiliki kemampuan *stock selection* dan *market timing*, serta mempelajari kinerja reksa dana saham menggunakan ukuran Sharpe, Treynor, dan *information ratio*

1.2 Perumusan Masalah

Adanya strategi pengelolaan portofolio yang dilakukan oleh manajemen investasi merupakan hal yang harus diperhatikan dalam memilih reksa dana, apakah manajemen investasi pada reksa dana yang telah dipilih memiliki kemampuan *stock selection* dan *market timing*. Berdasarkan latar belakang permasalahan yang telah diuraikan, permasalahan yang akan dibahas dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

1. Apakah manajer investasi reksa dana saham di Indonesia periode Januari 2006 hingga Juni 2011 memiliki kemampuan *stock selection*?
2. Bagaimana kinerja reksa dana saham di Indonesia pada tahun 2006 hingga tahun 2011, dengan menggunakan ukuran Sharpe *index*, Treynor *index*, dan *information ratio*
3. Apakah manajer investasi reksa dana saham di Indonesia pada periode Januari 2006 hingga Juni 2011 memiliki kemampuan *market timing*?

1.3 Pembatasan Masalah

1. Dalam penelitian karya akhir ini data yang menjadi obyek penelitian dibatasi pada data historis produk-produk reksa dana saham yang aktif diperdagangkan selama periode Januari 2006 hingga Juni 2011
2. Indeks representasi pasar yang digunakan dalam penelitian ini ialah Jakarta *Composite Index* (JCI), sedangkan *risk-free rate* yang digunakan ialah indeks obligasi pemerintah.
3. Pengukuran kinerja reksadana menggunakan Sharpe *index*, Treynor *index*, *information ratio*, model Jensen, model Treynor-Mazuy, serta model Henriksson-Merton

1.4 Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan sebagai berikut:

1. Mempelajari dan mengukur tingkat keberhasilan dari kemampuan *stock selection* reksa dana saham di Indonesia.
2. Memperoleh pemahaman tentang kinerja reksa dana
3. Mempelajari dan mengukur kemampuan *market timing* reksa dana saham yang dikelola oleh manajemen investasi di Indonesia.

1.5 Manfaat Penelitian

1. Sebagai pengetahuan atau pedoman bagi investor tentang reksa dana saham mana yang memiliki kinerja yang terbaik dan dapat menjadi pertimbangan dalam melakukan investasi.
2. Memberikan masukan bagi para manajer investasi reksa dana saham, agar senantiasa melakukan evaluasi dan perbaikan terhadap portofolio yang dikelola.
3. Bagi akademisi dapat menjadi bahan pertimbangan untuk melakukan penelitian yang sama di masa yang akan datang.

1.6 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan berisikan kerangka penulisan penelitian tiap bab, adalah sebagai berikut :

Bab 1 : Pendahuluan

Berisikan gambaran umum, permasalahan, tujuan penelitian, metode penelitian, ruang lingkup penelitian, dan sistematika penulisan.

Bab 2 : Landasan Teori

Membahas tentang teori dan konsep yang mendukung penelitian, proses evaluasi kinerja reksa dana, dan hubungan antara kemampuan *stock selection* dan *market timing* yang menjadi dasar dalam melakukan analisis dan pembahasan

Bab 3 : Metodologi Penelitian

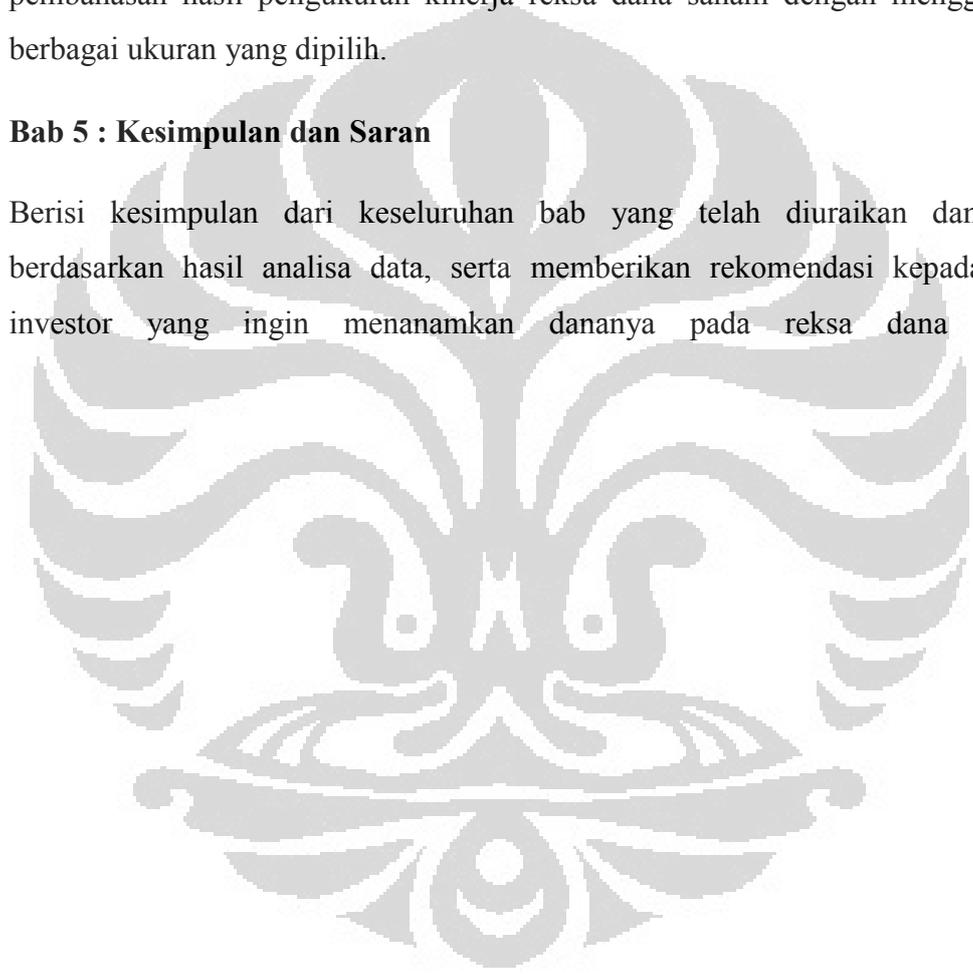
Menguraikan mengenai metode pengumpulan data, cara penelitian yang dilakukan dan pendekatan metode, serta alat yang digunakan dalam melakukan pengolahan dan analisis data

Bab 4 : Analisis dan Pembahasan

Bab ini berisi uraian hasil pengolahan data yang diperoleh, yaitu analisis dan pembahasan hasil pengukuran kinerja reksa dana saham dengan menggunakan berbagai ukuran yang dipilih.

Bab 5 : Kesimpulan dan Saran

Berisi kesimpulan dari keseluruhan bab yang telah diuraikan dan saran berdasarkan hasil analisa data, serta memberikan rekomendasi kepada calon investor yang ingin menanamkan dananya pada reksa dana saham.



BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1. Reksa Dana

Berdasarkan definisi menurut Undang-Undang Pasar Modal No. 8 tahun 1995 pasal 1 ayat 27, reksa dana adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh Manajer Investasi yang telah mendapat izin dari Bapepam, selain itu reksadana dapat diartikan *“A company that invest in a diversified portfolio of securities”* (Pratomo dan Nugraha, 2009). Pozen (1998) menyatakan bahwa *“A mutual funds is an investment company that pools money from shareholders and invest in a diversified of securities.”*

Investasi pada reksa dana menarik bagi para investor karena dengan melakukan investasi tersebut investor tidak membutuhkan analisis dan memonitor kondisi pasar secara terus-menerus serta tidak membutuhkan dana yang relatif besar, investasi dilakukan melalui perantara pihak lain yaitu manajer investasi.

2.1.1 Unit Penyertaan

Pada saat investor berinvestasi pada reksa dana, ia membeli saham/ unit penyertaan yang dikeluarkan oleh reksa dana. Unit Penyertaan Reksa Dana Berbentuk Kontrak Investasi Kolektif (KIK) Penyertaan Terbatas yang wajib disimpan dalam penitipan kolektif pada Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (Pratomo dan Nugraha, 2009).

Pada saat berinvestasi di reksa dana, investor membeli Unit Penyertaan dengan harga per unit yang telah ditentukan pada tanggal transaksi . Harga per Unit Penyertaan disebut sebagai Nilai Aktiva Bersih atau NAB per Unit Penyertaan, yang dihitung oleh Bank Kustodian setiap hari, dan diumumkan di beberapa harian surat kabar dan Neraca. Sebagai bukti kepemilikan atas Unit Penyertaan

yang dimiliki oleh investor, Bank Kustodian akan mengirimkan Surat Konfirmasi Kepemilikan Unit Penyertaan.

2.1.2 Sifat Operasional Reksa Dana

Sifat operasional reksa dana terbagi menjadi dua yaitu reksa dana terbuka (*open-end*) dan reksa dana tertutup (*close-end*) (Pratomo dan Nugraha, 2009). Pada reksa dana terbuka, jual beli unit penyertaan reksa dana dilakukan antara reksa dana (manajer investasi) dengan investor, tanpa melalui bursa. Sedangkan pada reksa dana tertutup, jual beli setelah penawaran umum perdana (pasar sekunder) dilakukan melalui bursa antara investor dengan investor lainnya. Reksa dana berbentuk perseroan dapat beroperasi secara terbuka maupun tertutup, sedangkan reksa dana berbentuk KIK hanya dapat beroperasi secara terbuka.

2.1.3 Jenis-jenis Reksa Dana

Bentuk hukum reksa dana di Indonesia dapat dibagi menjadi dua kelompok, yaitu reksa dana perseroan dan kontrak investasi kolektif. Sedangkan menurut portofolio investasinya reksa dana yang diperdagangkan pada pasar modal Indonesia dibagi ke dalam empat jenis yaitu reksa dana pasar uang, reksa dana pendapatan tetap, reksa dana saham, dan reksa dana campuran (Siamat, 2005).

- **Reksa Dana Pasar Uang**

Reksa dana pasar uang menempatkan dana investasi 100% pada efek pasar uang. Efek pasar uang didefinisikan sebagai efek-efek hutang yang berjangka kurang dari satu tahun. Secara umum, instrument atau efek yang masuk pada kategori ini meliputi deposito, SBI, obligasi, serta efek hutang lainnya dengan jatuh tempo kurang dari satu tahun. Karena jatuh tempo instrumen-instrumen tersebut kurang dari satu tahun, maka reksa dana pasar uang memiliki risiko serta *return* yang rendah.

- Reksa Dana Pendapatan Tetap

Reksa dana pendapatan tetap adalah reksa dana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dari portofolio yang dikelolanya ke dalam efek yang bersifat hutang. Jenis reksa dana ini umumnya berorientasi untuk memperoleh pendapatan tetap dari bunga obligasi. Risiko dan *return* yang diperoleh dari investasi pada reksa dana pendapatan tetap lebih tinggi dari reksa dana pasar uang.

- Reksa Dana Saham

Reksa dana saham adalah reksa dana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dari portofolio yang dikelolanya ke dalam efek yang bersifat ekuitas (saham). Berbeda dengan efek pendapatan tetap seperti obligasi yang lebih berorientasi pada pendapatan bunga, efek saham umumnya memberikan potensi hasil yang lebih tinggi berupa *capital gain* melalui pertumbuhan harga-harga saham. Selain hasil dari *capital gain*, efek saham juga memberikan hasil lain berupa *dividen*. *Return* yang didapatkan dari investasi reksa dana saham akan lebih optimal jika dilakukan dalam horizon waktu jangka panjang.

- Reksa Dana Campuran

Tidak seperti reksa dana pasar uang, reksa dana pendapatan tetap, dan reksa dana saham yang mempunyai batasan alokasi investasi yang boleh dilakukan, reksa dana campuran dapat melakukan investasinya baik pada efek hutang maupun ekuitas dan porsi alokasi yang lebih fleksibel. Secara definisi, reksa dana campuran adalah reksa dana yang melakukan investasi dalam efek ekuitas dan efek hutang yang perbandingan (alokasi) tidak termasuk dalam kategori reksa dana pendapatan tetap dan reksa dana saham.

2.1.4 Manfaat Berinvestasi di Reksa Dana

Secara singkat reksa dana memberikan banyak manfaat dan kemudahan kepada investor antara lain (Pratomo dan Ubaidillah, 2009):

- Akses kepada instrument-instrumen investasi yang sulit dilakukan sendiri, seperti saham, obligasi, dan instrument lainnya.

- Pengelolaan investasi yang profesional oleh Manajer Investasi yang sudah berpengalaman serta administrasi investasi yang dilakukan oleh Bank Kustodian untuk mengelola dananya, menganalisis, memonitor, serta melakukan administrasi yang rumit.
- Diversifikasi investasi yang sulit dilakukan sendiri karena keterbatasan dana, namun dapat dilakukan oleh reksa dana melalui dukungan dana dari sekian banyak investor yang berkumpul dalam satu wadah.
- Hasil investasi dari reksa dana bukan merupakan objek pajak, karena kewajiban pajak sudah dipenuhi oleh reksa dana.
- Likuiditasnya tinggi, Karen Unit Penyertaan (satuan investasi) reksa dana dapat dibeli dan dicairkan setiap hari bursa melalui manajer investasi.
- Dana investasi yang dibutuhkan relatif kecil dibandingkan dengan jika investor melakukan investasi sendiri

2.1.5 Risiko Berinvestasi di Reksa Dana

Sebagai sebuah instrumen investasi, selain memberikan return, reksa dana juga memiliki risiko. Risiko yang dijelaskan dalam prospektus umumnya terdiri dari dua jenis, yaitu (Pratomo dan Ubaidillah, 2009):

- a. Risiko kerugian karena berkurangnya Nilai Aktiva Bersih (NAB) per Unit Penyertaan (NAB/Unit) yang disebabkan oleh turunnya nilai atau harga efek-efek yang dimiliki reksa dana.
- b. Risiko Likuiditas, risiko ini berkaitan dengan ketidak mampuan Manajer Investasi untuk menyediakan uang tunai untuk melunasi penjualan kembali Unit Penyertaan. Kemampuan Manajer Investasi untuk membeli kembali pencairan (*redemption*) Unit Penyertaan milik investor sangat dipengaruhi oleh likuiditas portofolio dari reksa dana yang dikelolanya. Penjualan kembali Unit Penyertaan yang dilakukan secara bersamaan dapat menyulitkan Manajer Investasi untuk menyediakan dana pembayaran tersebut secara cepat. Risiko ini juga dikenal sebagai *redemption effect*.

2.2. Penelitian Terdahulu

2.2.1. Penelitian di Luar Negeri

Chang dan Lewellen (1984) meneliti kemampuan market timing dan stock selection dari reksa dana di Amerika Serikat periode 1971-1979 yang terdiri dari 67 reksa dana menggunakan *monthly rate of return data*, dan tidak menemukan bukti adanya kemampuan *market timing* dan *stock selection* yang superior terhadap portofolio yang diteliti.

Bello dan Janjigian (1997) dalam penelitiannya yang mencakup 633 reksa dana saham Amerika Serikat pada periode 1984-1994 menyimpulkan bahwa terdapat kemampuan *market timing* yang positif dan signifikan, dan terdapat korelasi negatif antara *market timing* dan *stock selection*.

Carhart (1997) dalam penelitiannya pada tahun 1962-1993 menyatakan adanya kinerja yang baik dari reksa dana yang diteliti. Berdasarkan penelitian ini kinerja reksa dana yang baik lebih disebabkan oleh perbedaan biaya transaksi dan administrasi serta perputaran dana antara suatu reksa dana dengan reksa dana lainnya, bukan disebabkan oleh kemampuan manajer investasi dalam mengelola portofolio dan memilih saham yang tepat, sehingga dapat disimpulkan kinerja yang baik dari reksa dana yang diteliti lebih disebabkan oleh karakteristik dari reksa dana itu sendiri, bukan dari kemampuan *market timing* yang dimiliki oleh manajer investasi reksa dana yang bersangkutan.

Kedua penelitian di atas mendukung banyak penelitian sebelumnya seperti Henriksson (1984) serta Jagannathan dan Korajczyk (1986) yang menemukan bahwa terdapat korelasi negatif antara *stock selection* dan *market timing*.

Bollen dan Busse (2001) melakukan penelitian tentang kemampuan *market timing* pada manajer investasi reksa dana saham di Amerika Serikat tahun 1985-1995. Hasilnya menunjukkan bahwa tes yang berdasarkan regresi standar memiliki

kekuatan yang lebih, dalam mendeteksi aktivitas *market timing* secara signifikan ketika menggunakan data harian namun tidak menjelaskan tentang *stock selection ability*.

Kemudian berdasarkan penelitian Bollen dan Busse, Sehgal dan Jhanwar (2008) melakukan penelitian tentang *stock selection skill* dan *market timing abilities* pada manajer reksa dana di India selama periode tahun 2000-2004 dengan menggunakan sampel 59 buah reksa dana saham. Mereka menyimpulkan pada *daily basis*, 28% dari sampelnya menunjukkan alpha secara signifikan (*selectivity coefficient*), namun manajer investasi reksa dana di India tidak memiliki kemampuan *market timing* yang signifikan jika menggunakan data bulanan, tetapi jika digunakan data harian ditemukan 45% dan 28% dari sampel, yang menunjukkan hasil *market timing coeficien* secara positif dan signifikan.

2.2.2. Penelitian di Indonesia

Gunawan (2010) melakukan penelitian tentang evaluasi kinerja reksa dana tahun 2006-2009 dengan menggunakan sampel 24 reksa dana saham, yang menyimpulkan manajer investasi di Indonesia memiliki kinerja yang baik, namun dapat dipengaruhi oleh kondisi pasar dan volailitas harga saham.

Rezkyka (2009) meneliti tentang analisis kinerja reksa dana tahun 2005-2008 dengan menggunakan 19 reksa dana saham, menyimpulkan bahwa terdapat korelasi antara kemampuan *stock selection* dan *market timing* pada manajer investasi di Indonesia.

Denis dan Manurung (2004) dalam penelitiannya pada 15 reksa dana menunjukkan kemampuan manajer investasi dalam mengelola portofolionya justru memberikan kontribusi negatif terhadap pengembalian portofolionya karena kontribusi negatif dari *stock selection ability* dan *market timing ability* dari masing-masing reksa dana

Dengan beragamnya pendapat yang ada pada penelitian sebelumnya dugaan awal terhadap penelitian karya akhir ini adalah hasil alpha yang negatif pada *stock selection skill* dan *market timing abilities*, maka penulis ingin mencari tau apakah sesungguhnya terdapat hasil alpha yang signifikan pada *stock selection skill* dan *market timing abilities* pada manajer investasi reksa dana di Indonesia

2.2.3. Reksa Dana di Indonesia

Reksa dana bukanlah hal yang baru bagi masyarakat di Indonesia, walaupun demikian dalam pemasarannya produk reksa dana belum sepopuler tabungan ataupun deposito bagi masyarakat awam.

Reksa Dana mulai dikenal di Indonesia ketika PT. Danareksa didirikan pada tahun 1976. Perusahaan ini dapat menerbitkan sertifikat yang dikenal dengan Sertifikat Danareksa I dan II (Manurung, 2008). Kemudian seiring dengan diberlakukannya Undang-Undang Pasar Modal No.8 Tahun 1995, reksa dana mulai dikenal di Indonesia sejak diterbitkannya reksa dana berbentuk perseroan, PT. BDNI Reksa Dana pada tahun 1995. Perusahaan ini menerbitkan 600 juta lembar saham dengan nilai Rp 300 miliar (Pratomo dan Nugraha, 2009).

Reksa dana ini bersifat tertutup yaitu setelah melakukan penawaran umum, transaksi beli-jual saham reksa dana tersebut dilakukan melalui bursa, layaknya perusahaan publik lainnya. Namun reksa dana di Indonesia baru mulai berkembang setelah tahun 2001.

Melalui reksa dana investor dapat melakukan diversifikasi portofolio, artinya investor dapat melakukan investasi yang menyebar pada sekian instrumen investasi yang diperdagangkan di pasar modal, seperti saham biasa, obligasi, *commercial paper*, valas, SBI (Sertifikat Bank Indonesia) dan lainnya. Namun investor tidak perlu membeli seluruh instrument investasi tersebut, melainkan hanya cukup memiliki surat berharga, yang disebut reksa dana dan diterbitkan oleh manajer investasi (*fund manager*) (Widoatmodjo, 2008).

Disamping jenis-jenis reksa dana secara umum yang telah disebutkan pada sub-bab sebelumnya, seiring dengan berkembangnya industri reksa dana terdapat juga jenis reksa dana khusus, yaitu (Apa & Bagaimana Berinvestasi, Bapepam-LK):

- Reksa Dana Syariah

Manajer investasi berinvestasi di saham dari perusahaan yang beroperasi dengan prinsip syariah. Reksa dana syariah menginvestasikan dananya pada efek-efek yang memenuhi ketentuan syariah. Karena tidak semua saham yang ada di bursa memenuhi syarat atau kriteria syariah, maka manajer investasi harus melakukan *screening* dan *filtering*.

Screening adalah memilih saham dari perusahaan yang bergerak dalam bisnis tertentu. Perusahaan dilarang bergerak dalam bisnis yang tidak sesuai dengan prinsip syariah, misalnya :

- Perusahaan jasa keuangan yang memberikan bunga kepada nasabah
- Perusahaan yang menjual alkohol, daging babi, atau komoditas haram lainnya
- Perusahaan yang bergerak dalam bidang perjudian atau *night club*

Filtering, diaplikasikan terhadap perusahaan yang menggunakan hutang untuk membiayai operasi perusahaan. *Filter* diberlakukan terhadap rasio dari jumlah total perusahaan dibandingkan dengan total saham perusahaan (untuk Indonesia saat ini maksimum 82%)

Manajer investasi harus terus memantau kondisi perusahaan yang sahamnya dimasukkan dalam portofolio reksa dana syariah tersebut. Bila rasio hutang sudah melewati batas yang diperbolehkan, maka manajer investasi harus segera menjual saham tersebut dan mengganti dengan saham lain yang memenuhi kriteria.

- Reksa Dana Indeks

Indeks merupakan nilai yang digunakan untuk mengukur kinerja suatu efek tertentu yang tercatat di bursa. Untuk Bursa Efek Indonesia, antara lain adalah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), LQ45, dan Jakarta *Islamic Index* (JII).

Indeks berfungsi untuk memperbandingkan performa nilai suatu efek apakah lebih tinggi atau rendah dengan nilai indeks dimaksud. Hal tersebut memungkinkan perbandingan performa, misalnya nilai pasar saham suatu pertambangan yang terdaftar di satu bursa efek, dibandingkan dengan keseluruhan performa harian dari bursa efek yang bersangkutan. Indeks dapat memperingatkan investor mengenai kepercayaannya terhadap pasar, khususnya ketika terjadi perubahan yang cukup signifikan dalam perekonomian, seperti misalnya perubahan harga minyak dunia.

Dalam reksa dana indeks, manajer investasi memasukkan dana ke seluruh saham yang menjadi komponen dari indeks tersebut sesuai dengan porsi masing-masing dalam pengukuran indeks. Prinsip yang dipergunakan disini adalah *indexing*, yang merupakan bentuk diversifikasi yang paling sempurna. Secara teori, diversifikasi yang sempurna memungkinkan jika mengikuti suatu indeks tertentu. Namun dalam praktiknya, manajer investasi harus tetap melakukan beberapa penyesuaian terhadap indeks dalam penempatan portofolionya.

Reksa dana indeks memiliki tingkat keuntungan yang fluktuatif, oleh karena itu reksa dana indeks termasuk reksa dana yang mengandung risiko yang tinggi. Risikonya di atas risiko reksa dana campuran, pendapatan tetap, pasar uang, maupun reksa dana terproteksi. Namun risiko reksa dana indeks masih sedikit lebih rendah dibanding reksa dana saham, secara umum disebabkan komposisi portofolio reksa dana indeks lebih menyebar dibanding reksa dana saham. Investasi pada reksa dana indeks cocok untuk investor jangka panjang, karena dalam jangka panjang, suatu indeks saham memiliki kemungkinan untuk naik.

- Reksa Dana Terproteksi

Reksa dana terproteksi adalah sebuah reksa dana yang nilai pokok investasinya terproteksi bila dicairkan pada akhir periode perjanjian. Proteksi itu timbul bukan karena ada pihak ketiga yang memberikan proteksi, melainkan karena reksa dana tersebut berinvestasi pada instrumen tertentu yang bersifat aman.

Reksa dana terproteksi umumnya terdiri atas obligasi atau efek lain dengan risiko sangat rendah (umumnya obligasi pemerintah atau obligasi korporasi) yang akan memberikan proteksi nilai pokok awal karena pembayaran kuponnya dan pokok obligasinya dijamin oleh pemerintah atau perusahaan pada saat jatuh temponya.

- *Exchange Traded Fund (ETF)*

ETF adalah sebuah produk investasi yaitu reksa dana yang diperdagangkan di bursa. Seperti halnya reksa dana, ETF merupakan Kontrak Investasi Kolektif (KIK) dimana unit penyertaan dicatatkan dan diperdagangkan di bursa seperti halnya saham, dalam ETF terdapat pula manajer investasi dan bank custodian sama seperti reksa dana konvensional.

Secara profil risiko, ETF hampir sama dengan reksa dana saham karena komponen pengisi portofolio adalah sama. Namun perbedaannya ETF memiliki beberapa kelebihan dibandingkan dengan reksa dana biasa, yaitu masalah likuiditas. ETF dapat dengan mudah dijual di pasar melalui bursa efek.

Dalam menjalankan kegiatannya reksa dana di Indonesia memiliki pihak-pihak dan dokumen penunjang, seperti yang dinyatakan dalam Undang-Undang Pasar Modal No.8 tahun 1995 pasal 18, yaitu :

1. Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK)

Bapepam-LK berfungsi sebagai regulator, pembina dan pengawas reksa dana. Bapepam-LK sebagai regulator membuat ketentuan-ketentuan tentang pembentukan reksa dana termasuk aturan-aturan yang harus dicantumkan pada

anggaran dasar reksa dana termasuk aturan-aturan yang harus dicantumkan pada anggaran dasar reksa dana, kepengurusan, dan permodalan.

Bapepam-LK juga mengatur pengelolaan investasi yang dilakukan manajer investasi. Selain itu Bapepam-LK dapat memberikan izin usaha kepada reksa dana dan pelaku pasar modal lainnya termasuk manajer investasi, bank kustodian, dan pengurus reksa dana harus mendapat persetujuan Bapepam-LK, demikian pula penggantinya. Jika Bapepam-LK berpendapat bahwa manajer investasi reksa dana tidak menjalankan fungsinya dengan benar sesuai Undang-Undang Nomor 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal dan peraturan pelaksanaannya maka Bapepam-LK dapat mengganti manajer investasi tersebut.

2. Manajer Investasi

Manajer investasi adalah pihak yang bertanggung jawab mengelola dana yang terkumpul dalam reksa dana. Manajer investasi melakukan setiap kegiatan investasi, mulai dari analisis investasi, pengambilan keputusan, memantau perkembangan pasar, atau mengambil tindakan darurat apabila diperlukan. Manajer investasi harus mendapat izin dari Bapepam-LK. Manajer investasi mendapat imbalan jasa dalam bentuk *management fee*, *performance fee*, dan *entry/exit fee*.

3. Bank Kustodian

Bank kustodian adalah pihak yang memberikan jasa penitipan efek dan harta lain yang berkaitan dengan efek, serta jasa lain termasuk menerima deviden, bunga dan hak-hak lain, menyelesaikan transaksi efek, dan mewakili pemegang rekening yang menjadi nasabahnya. Dengan demikian dapat diartikan bank kustodian adalah bank umum yang telah mendapat izin untuk menyelenggarakan jasa kustodian.

Selain menyelesaikan transaksi efek, bank kustodian akan memberikan surat konfirmasi sebagai tanda bukti atas setiap transaksi reksa dana. Apabila investor melakukan transaksi langsung ke perusahaan pengelola reksa dana, tanda bukti akan diberikan langsung ke perusahaan pengelola reksa dana.

Namun bila investor bertransaksi melalui *selling agent* (seperti bank), biasanya tanda bukti diberikan pada *selling agent* tersebut.

4. Wakil Agen Penjual Efek Reksa Dana (WAPERD)

WAPERD adalah perseorangan yang telah mendapat izin dari Bapepam-LK untuk bertindak sebagai Wakil Perusahaan Efek untuk menjual efek reksa dana. Izin tersebut hanya dapat dipergunakan untuk satu perusahaan efek. Selain WAPERD, pihak lain yang diizinkan untuk memasarkan efek reksa dana adalah pegawai suatu perusahaan efek yang telah memiliki izin sebagai Wakil Perantara Pedagang Efek (WPPE) atau Wakil Penjamin Emisi (WPE) atau (Wakil Manajer Investasi (WMI).

5. Akuntan publik

Akuntan publik adalah pihak yang ditunjuk oleh Bapepam-LK untuk memeriksa reksa dana secara berkala dan terdaftar di Bapepam-LK tujuannya agar investor tidak ragu dengan pendapat yang telah dikeluarkan. Pemeriksaan oleh akuntan publik dilakukan setiap enam bulan sekali, agar frekuensi kehadiran pihak independen menjadi lebih sering sehingga meningkatkan tingkat transparansi reksa dana.

6. Notaris

Notaris berfungsi untuk membuat atau melegalisasi kontrak-kontrak antara manajer investasi dengan bank kustodian, kontrak-kontrak yang tercantum dalam KIK, dan kontrak-kontrak investasi lainnya.

Notaris yang dapat membuat akta/kontrak adalah notaris yang telah terdaftar pada Bapepam-LK. Umumnya, notaris ini melakukan /membuat kontrak pada saat pendirian dan pembubaran reksa dana.

7. Konsultan Hukum

Fungsi konsultan hukum adalah memberikan pendapat hokum mengenai manajer investasi, bank kustodian, perseroan, dan dokumen-dokumen lain yang mendukung reksa dana tersebut. Pendapat hukum yang sangat penting dalam

menentukan keadaan lembaga-lembaga tersebut dari segi hukum, umumnya terdapat pada prospektus reksa dana.

8. Prospektus Reksa Dana

Sebelum investor memilih reksa dana, investor harus membaca, memahami dan mempelajari terlebih dahulu isi prospektus untuk dapat dijadikan acuan. Pada umumnya prospektus mendeskripsikan satu jenis reksa dana, namun terkadang juga mendeskripsikan beberapa reksa dana secara sekaligus yang dikelola oleh perusahaan pengelola reksa dana yang sama.

2.3. Investasi

Ada banyak pengertian tentang investasi menurut Bodie, Kane dan Marcus (1998), investasi dapat diartikan sebagai komitmen terhadap sumberdaya sebagai ekspektasi untuk mendapatkan sumberdaya yang lebih besar dimasa yang akan datang. Pengertian lain menurut Fabozzi (1998) manajemen investasi adalah proses pengelolaan uang. Selain itu menurut Reilly dan Brown (2006) investasi adalah, *“investment is the current commitment of dollar for a period of time to derive future payment that will compensate the investor for (1) the time the fund are committed, (2) the expected rate of inflation, (3) the uncertainty of future payment.”*

Penempatan dana pada investasi keuangan dapat dilakukan secara langsung (*direct investment*) atau tidak langsung (*indirect investment*). Investasi langsung dapat dilakukan dengan membeli aset finansial yang dapat diperjual belikan pada 3 (tiga) instrumen yaitu instrumen pasar modal (*capital market*), instrumen pasar uang (*money market*), dan instrumen pasar turunan (*derivative market*) (Ahmad, 2004). Memilih berinvestasi secara langsung akan membutuhkan waktu yang lebih banyak terutama jika berinvestasi langsung pada instrumen saham, karena membutuhkan waktu dan pikiran yang lebih banyak dalam memonitor pergerakan harga saham. Alternatif investasi yang dapat diambil oleh investor yang memiliki waktu dan modal terbatas adalah investasi tidak langsung melalui reksa dana.

2.4. Teori Portofolio

Hal yang diharapkan dalam berinvestasi ialah mendapatkan *Return* (Imbal Hasil) adalah hasil yang diperoleh dari investasi yang dilakukan. *Return* dapat berupa imbal hasil yang terealisasi (*realized return*) dan imbal hasil yang diharapkan (*expected return*)

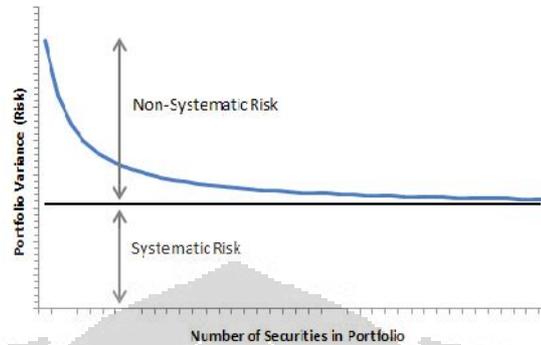
Realized return dihitung berdasarkan data historis, dan digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan. *Realized return* juga berguna sebagai penentu *expected return* dan risiko masa depan. *Expected return* adalah *return* yang telah diantisipasi untuk beberapa periode waktu ke depan (Ross, 2010).

2.4.1. Risiko Investasi

Dalam berinvestasi risiko yang sebenarnya bukanlah terletak pada ada atau tidaknya janji untuk membayar kembali hasil investasi, namun lebih kepada adanya ketidakpastian investasi di masa datang (Pratomo, 2009). Investor hanya dapat memperkirakan berapa keuntungan yang diharapkan dari investasinya juga seberapa besar kemungkinan hasil yang terjadi nanti akan menyimpang dari hasil yang diharapkan. Selisih antara imbal hasil yang didapat dengan yang diharapkan disebut dengan risiko. Salah satu ukuran yang digunakan untuk mengukur risiko adalah standar deviasi dari *return*.

Standar deviasi merupakan total risiko dari portofolio, yang terbagi menjadi dua jenis risiko, yaitu *systematic risk* dan *unsystematic risk* (Jones, 2010). *Systematic risk* adalah faktor risiko yang umum terhadap perekonomian secara keseluruhan dan timbul dari luar kegiatan perusahaan. Contoh dari *systematic risk* diantaranya adalah perubahan tingkat suku bunga, perubahan regulasi, perubahan kondisi perekonomian, dan lainnya. Misalnya kondisi politik Indonesia yang kurang stabil meningkatkan *systematic risk*. Risiko seperti ini tidak dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi (*nondiversible risk*), risiko ini dapat disebut juga sebagai risiko pasar. Sedangkan *nonsystematic risk* adalah faktor risiko nonpasar atau merupakan risiko spesifik perusahaan yang dapat dihilangkan dengan

diversifikasi. Hubungan antara *systematic risk* dengan *nonsystematic risk* dapat dilihat pada Gambar 2.1



Gambar 2.1 Systematic Risk (Market Risk) dan Nonsystematic Risk

Sumber: Jones, et all. (2010:124)

2.4.2. Capital Asset Pricing Model

Capital Asset Pricing Model (CAPM) ialah model yang dapat digunakan untuk mengetahui *return* yang diharapkan (*required rate of return*) untuk aset-aset yang berisiko. *Required rate of return* yang dihasilkan CAPM dapat dijadikan suatu batasan yang diperlukan untuk menentukan kewajaran nilai dari suatu investasi, sehingga dapat memberikan gambaran kepada investor apakah suatu aset investasi keuangan tersebut *undervalued*, *properly valued*, atau *overvalued*. Cara untuk menentukan penilaian tersebut dengan melakukan perbandingan antara estimasi *return* dengan *required rate of return* hasil CAPM. CAPM dinyatakan dengan persamaan berikut (Bodie, Kane dan Marcus, 2010:281):

$$E(r_i) = r_f + \beta_i[E(r_M) - r_f] \quad (2.1)$$

Dimana,

$E(r_i)$ = *Expected return* dari asset i

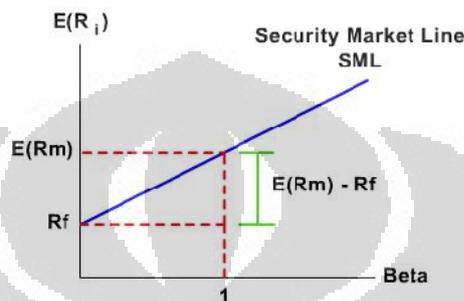
r_f = *Risk-free rate*

β_i = *Risiko sistematis* dari asset (beta)

$E(r_M) = \text{Return pasar}$

2.4.3. Security Market Line

Hubungan antara *expected return* dengan beta dapat digambarkan sebagai *Security Market Line* (SML) pada Gambar 2.2 di bawah ini.



Gambar 2.2 Security Market Line

Sumber: Zvi Bodie *et al.* (2010:289)

SML dapat dianggap sebagai acuan untuk mengevaluasi kinerja investasi. Pada tingkat tertentu dari investasi yang diukur dengan beta, SML memberikan *required rate of return* yang diperlukan sebagai kompensasi atas risiko yang ditanggung. Aset yang dinilai *fairly priced* terletak pada SML. Dapat diasumsikan, untuk nilai beta tertentu *expected return* yang dimiliki lebih tinggi daripada yang diprediksi CAPM, sehingga aset tersebut terletak di atas SML. Sedangkan aset yang dinilai *overpriced* terletak di bawah SML (Bodie, Kane dan Marcus, 2010:289).

2.5 Evaluasi Kinerja Portofolio

Dalam membandingkan kinerja beberapa portofolio, tidak cukup jika hanya memperhatikan *return* yang dihasilkan. Hal yang juga penting untuk dipertimbangkan adalah risiko. Berdasarkan teori portofolio dan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) terdapat beberapa indikator yang digunakan untuk

mengukur kinerja portofolio yang mempertimbangkan *return* sekaligus risiko (*risk adjusted return*).

1. Jensen Measure

Jensen menggunakan rumus berikut untuk menilai kinerja manajer investasi yang didasarkan atas seberapa besar manajer investasi mampu memberikan laba di atas pasar. Makin tinggi nilai positif, makin baik kinerjanya. Pengukuran dengan metode Jensen diformulasikan sebagai berikut (Bodie, Kane dan Marcus, 2010:826):

$$\alpha_p = \bar{r}_p - [\bar{r}_f + \beta_p(\bar{r}_M - \bar{r}_f)] \quad (2.2)$$

Dimana:

α_p = rasio Jensen

\bar{r}_p = rata-rata *return* portofolio

\bar{r}_f = rata-rata *return* aset bebas risiko

\bar{r}_M = rata-rata *return* pasar

β_p = risiko sistematis dari portofolio

2. Treynor Measure

Pengukuran dengan metode Treynor menghubungkan rata-rata excess portofolio return selama beberapa periode dengan risiko sistematis yang diukur dengan beta portofolio. Beta didapatkan dengan metode regresi linier antara perubahan return portofolio setiap subperiode sebagai akibat perubahan return dari pasar. Semakin tinggi nilai Treynor measure maka semakin baik kinerja portofolio. Formula untuk menghitung Treynor measure adalah sebagai berikut (Bodie, Kane dan Marcus, 2010:826):

$$T_p = \frac{(\bar{r}_p - \bar{r}_f)}{\beta_p} \quad (2.3)$$

Dimana :

T_p = rasio Treynor

\bar{r}_p = *return* rata-rata portofolio

\bar{r}_f = *return* rata-rata aset bebas risiko

β_p = risiko sistematis dari portofolio

3. Sharpe Measure

Pengukuran dengan metode *Sharpe* didasarkan pada *excess return* atas risiko atau yang dikenal dengan *reward-to-volatility ratio*. *Excess return* didapat dari perbedaan atau selisih antara tingkat pengembalian rata-rata per periode investasi yang bebas risiko (*riskless*). Dalam penelitian ini, investasi portofolio merupakan investasi pada masing-masing produk reksa dana saham dan investasi tanpa risiko diasumsikan sebagai tingkat suku bunga rata-rata dari Sertifikat Bank Indonesia (SBI) sedangkan standar deviasi portofolio yang dipakai merupakan nilai risiko total yang menggabungkan risiko yang dapat didiversifikasi (*unsystematic risk*) dan risiko yang tidak dapat didiversifikasi (*systematic risk*). Semakin tinggi nilai *Sharpe measure* maka semakin baik kinerja portofolio. Pengukuran dengan metode *Sharpe* diformulasikan sebagai berikut (Bodie, Kane dan Marcus, 2010:826):

$$S_p = \frac{\bar{r}_p - \bar{r}_f}{\sigma_p} \quad (2.4)$$

Dimana :

S_p = Kinerja (rasio) Sharpe

\bar{r}_p = *return* rata-rata portofolio selama jangka waktu pengukuran

\bar{r}_f = *return* rata-rata investasi bebas risiko selama jangka waktu pengukuran

σ_p = standar deviasi portofolio selama jangka waktu pengukuran

4. Information Ratio

Information ratio, atau sering disebut *appraisal ratio* menghitung *abnormal return* per unit *unsystematic risk*. Nilai *information ratio* yang positif menunjukkan kinerja yang superior. *Information ratio* sangat sensitif terhadap pilihan portofolio acuan serta membutuhkan banyak data untuk menentukan

signifikasinya. Jika portofolio mengikuti portofolio acuan (*tracking error* rendah) maka jika ada perubahan *excess return* sedikit saja akan menyebabkan perubahan besar pada nilai *information ratio*. Pengukuran dengan *information ratio* diformulasikan sebagai berikut (Bodie, Kane dan Marcus, 2010:826):

$$IR = \frac{\alpha_p}{\sigma(e_p)} \quad (2.5)$$

Dimana:

α_p = *alpha* total portofolio (parameter Jensen)

$\sigma(e_p)$ = *tracking-error*

Selain kemampuan *stock selection* yang telah dibahas dengan keempat indikator yang telah disebutkan di atas, kemampuan yang juga harus dimiliki oleh seorang manajer investasi adalah *market timing*. Dengan mengevaluasi kemampuan *market timing* manajer investasi diasumsikan dapat menentukan arah pasar dan melakukan diversifikasi atau menempatkan alokasi portofolio dengan optimal. Ada dua model yang dapat digunakan untuk mengevaluasi kemampuan *market timing*.

a. Model Treynor-Mazuy

Model ini ialah bentuk kuadrat dari model CAPM. Model ini dapat memperhitungkan perubahan beta portofolio sehingga dapat diketahui kemampuan *market timing* dari manajer investasi. Manajer investasi dikatakan memiliki kemampuan *market timing* jika dapat mengantisipasi kondisi pasar dengan baik. Pada saat pasar diprediksi akan naik manajer investasi dapat meningkatkan β dan pada saat pasar diprediksi akan turun ia dapat menurunkan β , sehingga dapat memaksimalkan keuntungan, dan meminimalkan kerugian pada saat yang tepat. Model Treynor-Mazuy dapat dinyatakan sebagai berikut (Farrell, 1997:529):

$$r_p - r_f = \alpha_p + \beta_p(r_M - r_f) + \gamma_p(r_M - r_f)^2 + e_p \quad (2.6)$$

Dimana:

r_p = *return* portofolio

r_M = *return* pasar

r_f = *risk-free rate*

e_p = *random error*

Jika nilai (α) atau alpha positif berarti menunjukkan adanya kemampuan *stock selection* dan ketika nilai (γ) atau *market timing* positif berarti menunjukkan adanya kemampuan *market timing* maka hal ini mengindikasikan bahwa manajer investasi menghasilkan *excess return* portofolio reksa dana yang lebih besar dibandingkan dengan *excess return* market (Treynor dan Mazuy, 1966).

b. Model Henriksson-Merton

Terinspirasi dari model Treynor-Mazuy, Henriksson dan Merton memperkenalkan variabel *dummy* yang didasari pada selisih antara return pasar dan *risk-free rate*. Model Henriksson-Merton dapat dinyatakan sebagai berikut (Farrel, 1997:529):

$$r_p - r_f = \alpha_p + \beta_p(r_M - r_f) + \gamma_p(r_M - r_f) D + e_p \quad (2.7)$$

Dimana:

r_p = *return* portofolio

r_M = *return* pasar

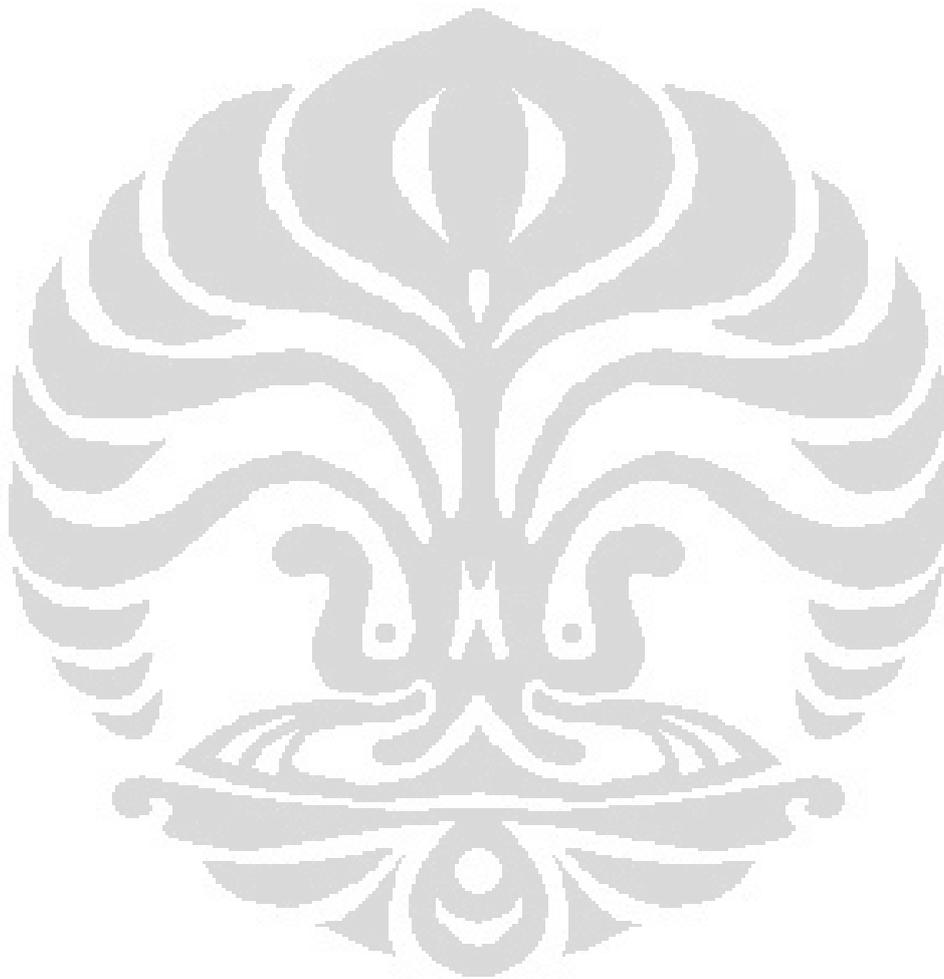
r_f = *risk-free rate*

$D = 1$ jika $r_M > r_f$; $D = 0$ jika lainnya

e_p = *random error*

Penginterpretasian pada model ini mirip dengan model Treynor-Mazuy, yaitu manajer investasi dikatakan memiliki kemampuan *market timing* jika nilai (γ)

positif dan kemampuan *stock selection* jika nilai (α) positif. Namun model ini memiliki kelemahan jika dibandingkan dengan model Treynor-Mazuy, yaitu beta portofolio dibatasi dengan memilih salah satu dari dua nilai. Dalam hal ini tingkat risiko yang berkaitan dengan *return* pasar ialah pada saat pasar sedang *bullish* (*up-market beta*) dan pada saat pasar sedang *bearish* (*down-market beta*), padahal tingkat risiko terhadap pasar semakin tinggi seiring dengan risk premium yang semakin tinggi, dan tidak hanya terbagi menjadi dua nilai.



BAB 3

METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Obyek Penelitian

Obyek penelitian adalah semua produk Reksa Dana Saham (RDS) yang sudah tercatat di Bapepam-LK sejak Januari 2006 dan masih aktif sampai dengan Juni 2011. Reksa dana yang diterbitkan pada tahun 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 atau 2011 serta reksa dana yang diterbitkan sebelum tahun 2006 tetapi dibubarkan pada periode tahun 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 atau 2011 tidak dimasukkan dalam sampel penelitian untuk menghindari *time horizon bias* dan *survivor bias*. Oleh karena itu maka jumlah sampel penelitian adalah 16 produk RDS. Untuk semua produk reksa dana ini komposisi portofolionya minimum 80% merupakan saham. Dalam penelitian ini kinerja RDS akan dipantau selama 6 tahun berturut-turut. Reksa dana yang memenuhi kriteria tersebut beserta manajer investasinya masing-masing dapat dilihat pada tabel 3.1.

Tabel 3.1. Daftar Raksa Dana Saham

No.	Reksa Dana	Kode	Manajer Investasi
1	AXA Citradinamis	BLSDINI	PT.AXA Asset Management Indonesia
2	Bahana Dana Prima	BCTWPRI	PT.Bahana TCW Investment Management
3	Batavia Dana Saham	BIRADSI	PT.Batavia Prosperindo Aset Manajemen
4	BNI Reksadana Berkembang	BNIRBEI	PT.BNI Securities
5	BPP Paribas Ekuitas	CITEKUI	PT.BNP Paribas Investment Partners
6	Danareksa Mawar	DANMAWI	PT.Danareksa Investment Management
7	First State Indoequity Sectoral Fund	FSIFECT	PT.First State Investment Indonesia
8	Mandiri Investa Atraktif	MANTRAK	PT.Mandiri Manajemen Investasi
9	Manulife Dana Saham	MANSHAM	PT.Manulife Aset Manajemen Indonesia
10	Nikko Saham Nusantara	NIKSANI	PT.Nikko Securities Indonesia
11	Panin Dana Maksima	PTPDMAI	PT.Panin Sekuritas
12	Phinisi Dana Saham	DMPHSAI	PT.Manulife Aset Manajemen Indonesia
13	Rencana Cerdas	PTLCERD	PT.Ciptadana Aset Manajemen
14	Schroder Dana Istimewa	SCHISTI	PT.Schroder Investment Management Indonesia
15	Schroder Dana Prestasi Plus	SCHPPLU	PT.Schroder Investment Management Indonesia
16	Trim Kapital	TRSMKPI	PT.Trimegah Securities Tbk.

Sumber: Bapepam-LK, Data Olahan

3.2 Pengumpulan dan Pengolahan Data

Guna mendukung penelitian karya ilmiah ini, penulis memperoleh data berupa data sekunder, yang berasal dari buku teks, jurnal, serta berbagai situs internet seperti Bapepam, Bloomberg, Bloomber Terminal, dan lain sebagainya.

Data-data yang digunakan antara lain:

- Nilai Aktiva Bersih per Unit Penyertaan (NAB/Unit) Reksa Dana Saham periode Januari 2006 s.d. Juni 2011 yang didapat dari Bloomberg
- Indeks Obligasi Pemerintah yang didapat dari Bloomberg Terminal
- Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)/ Jakarta Composite Index (JCI), dari Bloomberg Terminal

3.3 Pembanding (*Benchmark*) Kinerja RDS

Untuk menentukan apakah suatu investasi menarik serta apakah investasi tersebut memberikan hasil yang baik, investasi tersebut harus dibandingkan dengan ukuran yang dapat menjadi acuan. Hasil investasi pada umumnya dibandingkan dengan dua ukuran, yaitu *return* pasar dan *return* aset yang bebas risiko. Dalam penelitian ini yang mewakili pasar ialah Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sedangkan yang mewakili aset bebas risiko ialah Indeks Obligasi Pemerintah.

3.4 Variabel Penelitian

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

- Return Portofolio

Ukuran return portofolio yang digunakan berupa *return* per tiga bulan. Konsep perhitungan *return* portofolio pada penelitian ini ialah *rolling return*. Hal ini dilakukan dengan cara menggunakan data NAB/unit mingguan tetapi *return* tetap dihitung untuk jangka waktu tiga bulan.

$$r_{pt} = \frac{NAB_t - NAB_{t-6}}{NAB_{t-6}} \quad (3.1)$$

r_{pt} = *return* bulanan portofolio untuk periode t

NAB_t = NAB/unit pada periode t

NAB_{t-6} = NAB/unit pada periode $t-6$

- *Return* Pasar

Perhitungan *return* pasar dilakukan dengan cara yang hampir sama dengan perhitungan *return* portofolio, yaitu dengan *rolling return*. Perbedaannya terletak hanya pada variabel yang digunakan. NAB/unit diganti dengan IHSG. Rumus yang digunakan untuk memperoleh *return* pasar dalam karya akhir ini ialah:

$$r_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-6}}{IHSG_{t-6}} \quad (3.2)$$

r_{mt} = *return* mingguan pasar untuk periode t

$IHSG_t$ = IHSG pada periode t

$IHSG_{t-6}$ = IHSG pada periode $t-6$

- *Return* aset bebas risiko (*risk-free rate*), menggunakan suku bunga rata-rata per 3 (tiga) bulan dari *mid yield* Obligasi Pemerintah dibagi empat.
- Standar deviasi *return* portofolio

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (x_i - \mu)^2} \quad (3.3)$$

x_i = *return* portofolio pada waktu i

μ = *mean* / rata-rata *return* portofolio

N = Jumlah Observasi

- Beta Portofolio

Beta portofolio menjelaskan pergerakan *return* portofolio relatif terhadap *return* pasar. Beta portofolio diperoleh dari regresi antara *excess return* portofolio (sebagai variabel dependen) dengan *excess return* pasar (sebagai variabel independen). Persamaan regresi yang digunakan dapat dinyatakan sebagai berikut.

$$(r_{pt} - r_{ft}) = \alpha_{pt} + \beta_{pt}(r_{mt} - r_{ft}) + \varepsilon_{pt} \quad (3.4)$$

Hasil β_{pt} yang diestimasi dengan persamaan regresi tersebut merupakan nilai beta portofolio.

- Perangkat/ Metode Analisa Kinerja Reksa Dana Saham

Dalam melakukan analisa kinerja reksa dana pada penelitian ini, akan digunakan dengan beberapa perangkat/metode yang telah dibahas pada bab 2 mengenai kinerja reksa dana, yaitu sebagai berikut :

- *Stock selection* : Model regresi Jensen's alpha
- Kinerja reksa dana : Sharpe *measure*, Treynor *measure*, dan *information ratio*.
- *Market Timing* : Model regresi Treynor – Mazuy dan Henriksson – Merton

3.5 Hipotesis Penelitian

3.5.1 Model Treynor-Mazuy

H1: Manajer investasi reksa dana memiliki kemampuan membeli atau menjual saham pada saat yang tepat atau memiliki *market timing ability* dengan mengasumsikan variabel lain konstan. Secara statistik dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$H_0 : \beta_2 \leq 0 \text{ (manajer investasi tidak mempunyai } \textit{market timing ability})$$

$$H_1 : \beta_2 > 0 \text{ (manajer investasi mempunyai } \textit{market timing ability})$$

Dimana β_2 ekuivalen dengan γ_p pada persamaan 2.6

3.5.2 Model Henrikson-Merton

H2: Manajer investasi reksa dana memiliki kemampuan membeli atau menjual saham pada saat yang tepat atau memiliki *market timing ability* dengan mengasumsikan variabel lain konstan. Secara statistik dapat dirumuskan sebagai berikut :

$H_0 : \delta_2 \leq 0$ (manajer investasi tidak mempunyai *market timing ability*)

$H_1 : \delta_2 > 0$ (manajer investasi mempunyai *market timing ability*)

Dimana δ_2 ekuivalen dengan γ_p pada persamaan 2.7

3.6 Pengujian Data dan Model

Sebelum dilakukan pengolahan data, data dan model di uji terlebih dahulu apakah data dan model memenuhi asumsi dasar persamaan regresi menurut teori ekonometrika. Secara khusus untuk pengolahan data *time-series*, fokus utama ada pada masalah Autokolerasi (Nachrowi dan Usman, 2006). Masalah Multikolinieritas dan Heteroskedastisitas pada umumnya terjadi pada data *cross section*. Langkah-langkah yang digunakan untuk menanggulangi masalah Autokorelasi ini, secara tidak langsung akan mampu pula menghindari pelanggaran asumsi lainnya.

3.6.1. Regresi Linier

Analisis regresi digunakan untuk mengetahui hubungan antara suatu variabel dependen dengan variable independen. Bila hanya ada satu variable dependen dan satu variable independen, disebut analisis regresi sederhana. Apabila terdapat beberapa variable independen, disebut analisis regresi berganda.

Analisis regresi yang hanya terdiri atas dua variabel, persamaannya adalah:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + e_i \quad (3.5)$$

Apabila variabel independennya lebih dari satu, maka persamaan regresinya adalah:

Universitas Indonesia

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \dots + \beta_k X_{ki} + e_i \quad (3.6)$$

Dengan,

Y = variabel dependen

X = variabel independen

β = parameter yang diestimasi melalui regresi

e = random error (residual)

$i = 1, 2, \dots, n$; n = banyak observasi

Persamaan dalam analisis regresi tersebut dapat menggambarkan garis regresi. Semakin dekat jarak antara data dengan titik yang terletak pada garis regresi, maka prediksi semakin baik. Jarak antara data sesungguhnya dengan garis regresi dapat dikuadratkan dan dijumlahkan dengan menggunakan analisis *Ordinary Least Square* (OLS) atau analisis kuadrat terkecil.

3.6.2. Uji Signifikansi

3.6.2.1. Uji t

Uji t dilakukan untuk menguji apakah konstanta dan masing-masing koefisien variabel bebas signifikan atau tidak terhadap model regresi. Hipotesis sebagai berikut :

H_0 : koefisien regresi tidak signifikan

H_1 : koefisien regresi signifikan

Pada uji t , jika nilai probabilitas $> 5\%$ maka H_0 tidak ditolak sehingga dapat dikatakan bahwa koefisien regresi tidak signifikan. Sedangkan apabila nilai probabilitas $\leq 5\%$ maka H_0 ditolak, sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa Koefisien regresi signifikan.

3.6.2.2. Uji F

Uji F dilakukan untuk menguji apakah secara keseluruhan variabel bebas dapat menjelaskan variabel terikat secara signifikan atau tidak. Pengambilan keputusannya sama dengan uji t .

3.6.3. Uji Multikolinieritas

Multikolinieritas terjadi apabila terdapat hubungan linier antara variabel independen. Masalah ini dapat menyebabkan variansi yang besar sehingga sulit untuk digunakan sebagai alat estimasi, nilai uji t akan kecil sehingga dapat berujung pada kesimpulan bahwa variabel independen tidak signifikan dalam mempengaruhi variabel dependen.

Untuk pengujian multikolinieritas dalam regresi dapat digunakan metode Variance Inflation Factor (VIF). Nilai VIF ini dihitung dengan rumus:

$$VIF = \frac{1}{(1 - r_i^2)} \quad (3.7)$$

Dalam prakteknya terdapat dua pendapat mengenai batasan nilai VIF yang digunakan, ada yang mengatakan bahwa nilai VIF harus kurang dari 5 dan ada yang menggunakan batasan nilai 10. Apabila nilai VIF hitung kurang dari 10 (ataupun 5 untuk pengujian yang lebih konservatif), maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas (Gujarati, 2009).

3.6.4. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Jika varians tetap maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda maka terjadi

problem heteroskedastisitas. Model regresi yang baik yaitu homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas (Nachrowi dan Usman, 2006).

Untuk melakukan pengujian terhadap ada tidaknya heteroskedastisitas dalam model penelitian dilakukan dengan menggunakan *White Consistent Coefficient Covariance* yang terdapat pada *software* Eviews. Uji *White* menggunakan residual kuadrat sebagai variabel dependen, dan variabel independennya terdiri atas variabel independen yang sudah ada, ditambah dengan kuadrat variabel independen, ditambah lagi dengan perkalian dua variabel independen. Uji *White* menggunakan hipotesis sebagai berikut :

H_0 : tidak terdapat masalah heteroskedastisitas dalam model

H_1 : terdapat masalah heteroskedastisitas dalam model

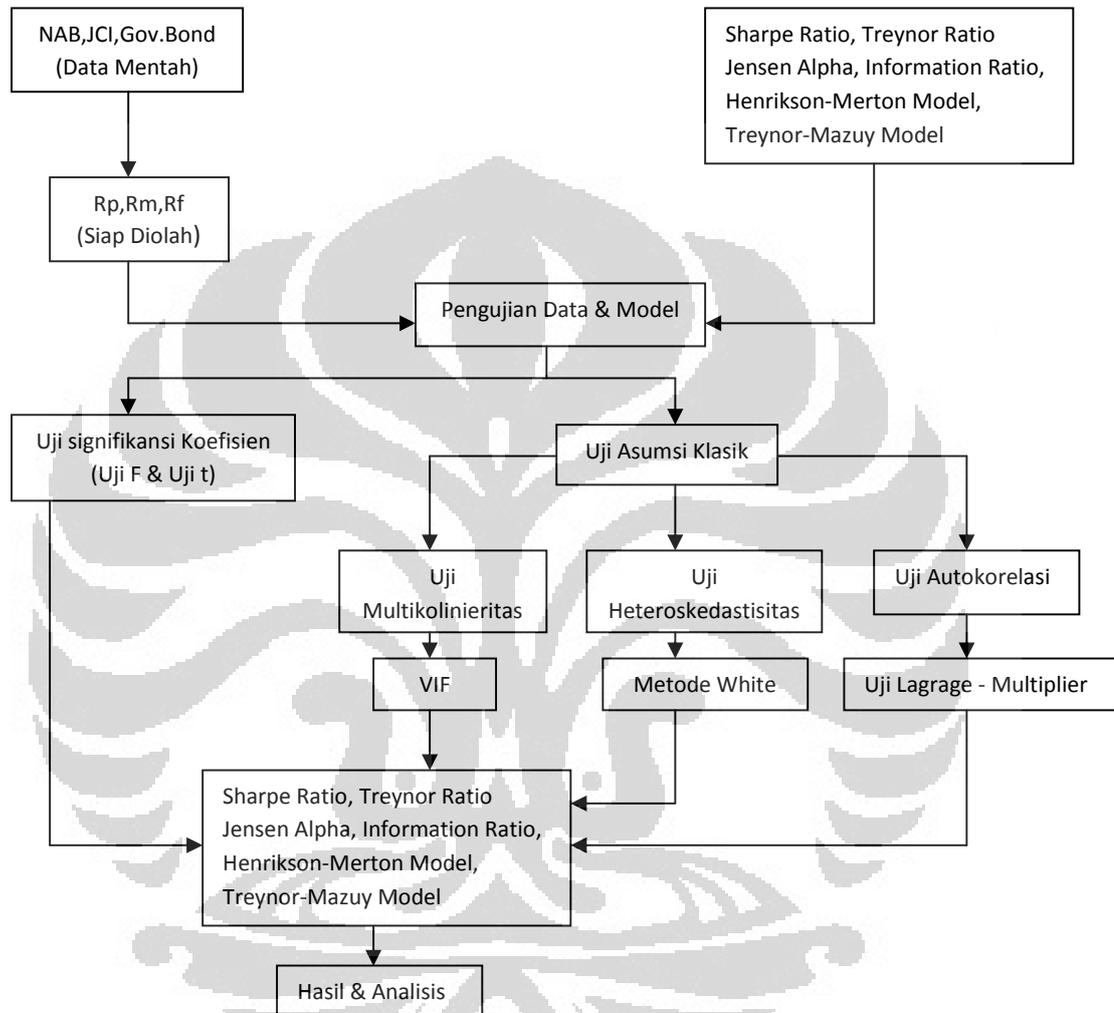
Berdasarkan Uji *White*, dapat diketahui bahwa ketika nilai probabilitas *Obs*R-squared* $\leq 5\%$ maka H_0 ditolak maka dapat diketahui bahwa model penelitian yang dilakukan terdapat masalah heteroskedastisitas. Sedangkan apabila nilai probabilitas *Obs*R-squared* $\geq 5\%$ maka H_0 tidak ditolak sehingga dapat diketahui bahwa tidak terdapat heteroskedastisitas pada model.

3.6.5. Uji Autokorelasi

Autokorelasi ialah hubungan linier antara residual satu observasi dengan residual observasi lainnya. Autokorelasi dapat diidentifikasi dengan menggunakan uji Breusch-Godfrey (uji Lagrange-Multiplier). Jika pada hasil regresi nilai probabilitas untuk *Obs*R-squared* $\leq 5\%$ maka dapat disimpulkan terdapat autokorelasi. Masalah autokorelasi sering muncul pada data keuangan yang bersifat *time series*. Sehingga pada penelitian ini potensi adanya masalah autokorelasi cukup besar.

3.6.6. Kerangka Pengolahan Data

Berikut langkah-langkah yang digunakan penulis dalam melakukan pengujian data, pengujian model, dan pengolahan data.



Gambar 3.1 Langkah-langkah Pengolahan Data

BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1. Evaluasi Pengujian Data dan Model

Pertama-tama yang dilakukan pada sub-bab ini adalah mencari Jensen's alpha untuk setiap reksa dana pada data penelitian. Cara mendapatkan nilai tersebut dengan cara melakukan regresi antara dua variabel, yaitu *excess return* reksa dana terhadap suku bunga obligasi pemerintah (sebagai variabel dependen) dengan *excess return* JCI terhadap suku bunga obligasi pemerintah (sebagai variabel independen). Koefisien *intercept* yang didapat merupakan nilai Jensen's alpha. Apabila nilainya positif maka dapat disimpulkan bahwa reksa dana tersebut memiliki kinerja yang superior, yakni mampu menghasilkan *return* yang lebih tinggi daripada *expected return*.

Ketika melakukan regresi linier terdapat asumsi-asumsi yang harus dipenuhi agar hasil regresi dapat digunakan dalam mengambil kesimpulan yang tepat. Asumsi-asumsi ini diuji pada masing-masing reksa dana. Namun sebelum melakukan pengujian asumsi dilakukan uji signifikansi terlebih dahulu.

4.1.1. Uji *t*

Uji *t* dilakukan untuk menguji, apakah konstanta dan masing-masing koefisien variabel bebas, signifikan atau tidak terhadap model regresi. Pada uji ini dilakukan dengan menggunakan tingkat kepercayaan 95% ($\alpha = 5\%$). Hasil perhitungannya dapat dilihat pada tabel dibawah ini :

Tabel 4.1. Hasil Regresi Model Jensen Sebelum Koreksi Autokorelasi

$$\bar{r}_P - \bar{r}_f = \alpha_P + \beta_P(\bar{r}_M - \bar{r}_f)]$$

No.	Reksa Dana	Jensen	
		α_P	β_P
1	AXA Citra Dinamis	0,024739**	0,446789***
2	Bahana Dana Prima	0,041385**	0,51752**
3	Batavia Dana Saham	0,040247**	0,541825**
4	BNI Reksa Dana Berkembang	-0,000415	0,718333**
5	BNP Paribas Ekuitas	0,049782**	0,539896**
6	Dana Reksa Mawar	0,035194**	0,500149**
7	First State Indoequity Sectoral Fund	0,038255**	0,432383**
8	Mandiri Investa Atraktif	0,038701**	0,514037**
9	Manulife Dana Saham	0,037811**	0,474099**
10	Nikko Saham Nusantara	-0,03947*	0,046268***
11	Panin Dana Maksima	0,074826**	0,560591**
12	Phinisi Dana Saham	0,039759**	0,445848**
13	Rencana Cerdas	0,038363**	0,422367**
14	Schroder Dana Istimewa	0,046978**	0,42979**
15	Schroder Dana Prestasi Plus	0,045183**	0,42567**
16	Trim Kapital	0,043447**	0,554678**

* 10% signifikan

** 5% signifikan

*** 1% signifikan

Sumber : Data olahan

Pada uji t yang dilakukan dengan model Jensen, diperoleh nilai probabilitas $< 5\%$ hanya reksa dana BNI Reksa Dana Berkembang yang nilai probabilitasnya $> 5\%$, dengan demikian maka H_0 ditolak sehingga dapat dikatakan bahwa koefisien regresi positif dan signifikan, kecuali pada reksa dana Nikko Saham Nusantara

yang nilainya negatif dan signifikan. Hasil ini mengindikasikan bahwa konstanta dan variabel bebas tersebut signifikan mempengaruhi nilai variabel dependennya.

Tabel 4.2. Hasil Regresi Model Treynor-Mazuy Sebelum Koreksi Autokorelasi

$$r_p - r_f = \alpha_p + \beta_p(r_M - r_f) + \gamma_p(r_M - r_f)^2 + e_p$$

No.	Reksa Dana	Treynor-Mazuy		
		α_p	β_p	γ_p
1	AXA Citra Dinamis	0,02554**	0,473049**	-0,016377
2	Bahana Dana Prima	0,043385**	0,530338**	-0,040814
3	Batavia Dana Saham	0,036293**	0,516492**	0,080659
4	BNI Reksa Dana Berkembang	-0,004583	0,691623**	0,085042
5	BNP Paribas Ekuitas	0,051959**	0,553851**	-0,04443
6	Dana Reksa Mawar	0,037912	0,517564	-0,055449
7	First State Indoequity Sectoral Fund	0,040994**	0,44993**	-0,055869
8	Mandiri Investa Atraktif	0,040671**	0,526660**	-0,040191
9	Manulife Dana Saham	0,040249**	0,489722**	-0,49741
10	Nikko Saham Nusantara	-0,041749	0,172178	0,047594
11	Panin Dana Maksima	0,076328**	0,570219**	-0,030656
12	Phinisi Dana Saham	0,043750**	0,471422**	-0,081424
13	Rencana Cerdas	0,040923**	0,438765**	-0,05221
14	Schroder Dana Istimewa	0,048704**	0,440851**	-0,035218
15	Schroder Dana Prestasi Plus	0,048145**	0,444655**	-0,060447
16	Trim Kapital	0,044449**	0,561101**	-0,020453

* 10% signifikan

** 5% signifikan

*** 1% signifikan

Sumber : Data olahan

Berdasarkan uji t pada Tabel 4.2., untuk Model Treynor dan Mazuy, dari 16 reksa dana yang diregresi rata-rata didapatkan nilai probabilitas $> 5\%$, dengan demikian maka H_0 tidak ditolak sehingga dapat dikatakan bahwa koefisien regresi tidak signifikan. Hasil ini mengindikasikan bahwa konstanta dan variabel bebas tersebut tidak signifikan mempengaruhi nilai variabel dependennya.

Tabel 4.3 Hasil Regresi Model Henriksson-Merton Sebelum Koreksi

Autokorelasi

$$r_p - r_f = \alpha_p + \beta_p(r_M - r_f) + \gamma_p(r_M - r_f)D + e_p$$

No.	Reksa Dana	Henriksson-Merton			Kesimpulan
		α_p	β_p	γ_p	
1	AXA Citra Dinamis	0,022842	0,453223**	0,024082	Koefisien Regresi Tidak Signifikan
2	Bahana Dana Prima	0,067835**	0,414064**	0,620247	Koefisien Regresi Tidak Signifikan
3	Batavia Dana Saham	0,015	0,072177**	0,103038**	Signifikan
4	BNI Reksa Dana Berkembang	-0,02614	0,51955**	0,326384**	Signifikan
5	BNP Paribas Ekuitas	0,048313**	0,528547**	0,018634	Koefisien Regresi Tidak Signifikan
6	Dana Reksa Mawar	0,037912**	0,517564**	-0,055449	Koefisien Regresi Tidak Signifikan
7	First State Indoequity Sectoral Fund	0,04155***	0,457846**	-0,041807	Koefisien Regresi Signifikan
8	Mandiri Investa Atraktif	0,039001***	0,516362**	-0,003816	Koefisien Regresi Tidak Signifikan
9	Manulife Dana Saham	0,038348**	0,478251**	-0,006817	Koefisien Regresi Signifikan
10	Nikko Saham Nusantara	-0,045397	0,141989	0,07415	Koefisien Regresi Tidak Signifikan
11	Panin Dana Maksima	0,065848**	0,491216**	0,113906	Koefisien Regresi Tidak Signifikan

Tabel 4.3 Hasil Regresi Model Henriksson-Merton Sebelum Koreksi Autokorelasi

$$r_p - r_f = \alpha_p + \beta_p(r_M - r_f) + \gamma_p(r_M - r_f) D + e_p$$

No.	Reksa Dana	Henriksson-Merton			Kesimpulan
		α_p	β_p	γ_p	
12	Phinisi Dana Saham	0,043417**	0,474112**	-0,046407	Koefisien Regresi Tidak Signifikan
13	Rencana Cerdas	0,036596***	0,408706**	0,022431	Koefisien Regresi Tidak Signifikan
14	Schroder Dana Istimewa	0,044861**	0,413429**	0,026862	Koefisien Regresi Signifikan
15	Schroder Dana Prestasi Plus	0,046584**	0,436498**	-0,017778	Koefisien Regresi Tidak Signifikan
16	Trim Kapital	0,040241***	0,529906**	0,040673	Koefisien Regresi Tidak Signifikan

* 10% signifikan

** 5% signifikan

*** 1% signifikan

Sumber : Data olahan

Pada uji t dengan model Henriksson-Merton, didapatkan hasil bahwa hampir semua data reksadana saham terdapat memiliki nilai probabilitas konstanta dan variabel bebas γ_p diatas nilai $\alpha=5\%$. Hasil ini mengindikasikan bahwa konstanta dan variabel bebas tersebut tidak signifikan mempengaruhi nilai variabel dependennya. Hanya reksa dana Batavia Dana Saham dan BNI Reksa Dana Berkembang memiliki nilai probabilitas konstanta dan variabel bebas γ_p dibawah nilai $\alpha=5\%$, yang mengindikasikan bahwa konstanta dan variabel bebas tersebut signifikan mempengaruhi nilai variabel dependennya.

4.1.2. Uji F

Dalam melakukan pengujian masing-masing koefisien regresi variabel bebas secara bersama-sama sesuai dengan hipotesis dan kriteria dari bab yang telah dijelaskan sebelumnya. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan tingkat

kepercayaan 95% ($\alpha = 5\%$). Hasil perhitungan model Jensen, Henrikson-Merton serta Treynor-Mazuy dapat dilihat pada tabel dibawah ini :

Tabel 4.4 Ringkasan Uji F

No,	Reksa Dana		Jensen	Treynor - Mazuy	Henriksson - Merton
1	AXA Citra Dinamis	F -stat	184,3088**	91,8801**	91,8522**
2	Bahana Dana Prima	F -stat	199,2172**	99,6685**	99,3658**
3	Batavia Dana Saham	F -stat	223,5194**	113,1960**	120,2876**
4	BNI Reksa Dana Berkembang	F -stat	300,7656**	151,6443**	157,9964**
5	BNP Paribas Ekuitas	F -stat	210,3165**	105,2751**	104,7838**
6	Dana Reksa Mawar	F -stat	201,7325**	101,3685**	100,4955**
7	First State Indoequity Sectoral Fund	F -stat	155,4937**	78,2865**	77,5883**
8	Mandiri Investa Atraktif	F -stat	183,4991**	91,7842**	91,4005**
9	Manulife Dana Saham	F -stat	220,7569**	110,8622**	109,9622**
10	Nikko Saham Nusantara	F -stat	68,398	3,4993**	3,4704**
11	Panin Dana Maksima	F -stat	278,2789**	138,9544**	140,0290**
12	Phinisi Dana Saham	F -stat	180,9876**	92,2232**	90,3464**
13	Rencana Cerdas	F -stat	152,5981**	76,7536**	76,0485**
14	Schroder Dana Istimewa	F -stat	182,5089**	91,3257**	90,9783**
15	Schroder Dana Prestasi Plus	F -stat	180,9751**	91,3918**	90,1740**
16	Trim Kapital	F -stat	214,8609**	107,1275**	107,1459**

* 10% signifikan

** 5% signifikan

*** 1% signifikan

Sumber : Data olahan

Berdasarkan hasil uji F -Stat, baik dengan menggunakan model Jensen, Treynor-Mazuy maupun Henriksson-Merton pada reksa dana memiliki koefisien f -stat dengan tingkat signifikansi sebesar 0.0000. Nilai tersebut menunjukkan nilai $< 5\%$, kecuali untuk reksa dana Nikko Saham Nusantara untuk model Jensen diatas 5%. Hal ini mengindikasikan bahwa H_0 ditolak, berarti menunjukkan bahwa uji F -stat untuk semua model adalah signifikan.

4.1.3. Uji Multikolinieritas

Langkah awal yang dilakukan adalah melakukan pengujian terhadap asumsi pertama yaitu multikolinieritas, yakni hubungan linier antar variabel independen. Pengujian tersebut dilakukan hanya pada model penelitian yang memiliki lebih dari satu variabel independen, pada penelitian ini adalah model Treynor-Mazuy dan model Henriksson-Merton. Pengujian ini dilakukan dengan menghitung nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) seperti pada pembahasan sub-bab 3.6.3. Ringkasan untuk masing-masing model dapat dilihat pada Tabel 4.5.

Tabel 4.5. Pengujian Multikolinieritas

Model	VIF
Treynor – Mazuy	1,245
Henriksson – Merton	4,102

Sumber : Data Olahan

Berdasarkan atas nilai VIF hitung diatas, dapat disimpulkan bahwa tidak ada multikolinieritas antar variabel dependen. Semua nilai VIF lebih rendah dari nilai Critical Value 10 (ataupun 5, untuk pengujian yang lebih konservatif).

4.1.4. Uji Autokorelasi

Selanjutnya dilakukan pengujian pada asumsi yang berikutnya yaitu autokorelasi, karena penulis ingin menilai kinerja *stock selection ability* terlebih dahulu maka yang diuji pertama kalinya adalah model Jensen, model Treynor – Mazuy dan Henriksson – Merton akan diuji pada pembahasan pada sub-bab tentang *market timing*. Hasil pengujian untuk masing-masing reksadana untuk model Jensen dapat dilihat pada Tabel 4.6.

Tabel 4.6. Hasil Uji Autokorelasi Model Jensen Menggunakan Uji LM

No	Reksadana	Obs*R-Squared	Prob	Kesimpulan
1	AXA Citra Dinamis	203,91	0,0000	Ada Autokorelasi
2	Bahana Dana Prima	187,077	0,0000	Ada Autokorelasi
3	Batavia Dana Saham	183,547	0,0000	Ada Autokorelasi
4	BNI Reksa Dana Berkembang	159,657	0,0000	Ada Autokorelasi
5	BNP Paribas Ekuitas	175,672	0,0000	Ada Autokorelasi
6	Dana Reksa Mawar	198,062	0,0000	Ada Autokorelasi
7	First State Indoequity Sectoral Fund	197,501	0,0000	Ada Autokorelasi
8	Mandiri Investa Atraktif	175,737	0,0000	Ada Autokorelasi
9	Manulife Dana Saham	188,877	0,0000	Ada Autokorelasi
10	Nikko Saham Nusantara	214,512	0,0000	Ada Autokorelasi
11	Panin Dana Maksima	164,049	0,0000	Ada Autokorelasi
12	Phinisi Dana Saham	187,112	0,0000	Ada Autokorelasi
13	Rencana Cerdas	177,648	0,0000	Ada Autokorelasi
14	Schroder Dana Istimewa	180,235	0,0000	Ada Autokorelasi
15	Schroder Dana Prestasi Plus	174,571	0,0000	Ada Autokorelasi
16	Trim Kapital	159,594	0,0000	Ada Autokorelasi

Sumber : Data Olahan

Berdasarkan hasil uji diatas menunjukkan bahwa dalam model Jensen terdapat autokorelasi pada setiap reksa dana. Efek dari autokorelasi adalah pengujian hipotesis yang telah dilakukan berdasarkan uji *t* diragukan ketepatannya. Untuk mengatasinya maka dilakukan penambahan model *time-series*. Dalam menentukan model *time-series* dapat dilihat dalam hasil program Eviews pada korelogram dari residual, yaitu *autocorrelation function* (ACF) dan *partial autocorrelation function* (PACF), kemudian diuji kembali apakah terdapat autokorelasi. Pengujian dilakukan hingga hasil uji menunjukkan bahwa autokorelasi sudah tidak ada. Ringkasan model akhir yang telah ditambahkan unsur *time-series* pada masing-masing reksa dana dapat dilihat pada Tabel 4.7.

Tabel 4.7. Koreksi Unsur *Time-Series* pada Model Jensen

No	Reksadana	Unsur <i>Time-Series</i>
1	AXA Citra Dinamis	AR(1)
2	Bahana Dana Prima	AR(1) AR(6)
3	Batavia Dana Saham	AR(1) AR(6)
4	BNI Reksa Dana Berkembang	AR(1)
5	BNP Paribas Ekuitas	AR(1) AR(2) AR(4)
6	Dana Reksa Mawar	AR(1)
7	First State Indoequity Sectoral Fund	AR(1) AR(2) AR(4)
8	Mandiri Investa Atraktif	AR(1) AR(2) AR(4)
9	Manulife Dana Saham	AR(1)
10	Nikko Saham Nusantara	AR(1)
11	Panin Dana Maksima	AR(1) AR(2) AR(4)
12	Phinisi Dana Saham	AR(1)
13	Rencana Cerdas	AR(1) AR(2) AR(4)
14	Schroder Dana Istimewa	AR(1) AR(2) AR(3) AR(4)
15	Schroder Dana Prestasi Plus	AR(1) AR(2)
16	Trim Kapital	AR(1) AR(2) AR(3)

Sumber : Data Olahan

Setelah penambahan unsur *time-series* pada koreksi yang dilakukan pada pengujian autokorelasi pada model regresi, pengujian yang selanjutnya dilakukan adalah uji heterokedastisitas.

4.1.5. Uji Heteroskedastisitas

Ada tidaknya heterokedastisitas diuji dengan menggunakan *White Heterokedasticity Test*, dengan hipotesis dan kriteria seperti telah disebutkan pada halaman 29. Ringkasan hasil uji *White* tercantum pada tabel 4.8. berikut ini :

Tabel 4.8 Hasil Uji *White* pada Model Jensen

No	Reksadana	<i>Obs*R-Squared</i>	Prob	Kesimpulan
1	AXA Citra Dinamis	15,843	0,0004	Heteroskedastis
2	Bahana Dana Prima	53,642	0,0000	Heteroskedastis
3	Batavia Dana Saham	13,971	0,0009	Heteroskedastis
4	BNI Reksa Dana Berkembang	12,518	0,0019	Heteroskedastis
5	BNP Paribas Ekuitas	35,721	0,0000	Heteroskedastis
6	Dana Reksa Mawar	33,454	0,0000	Heteroskedastis
7	First State Indoequity Sectoral Fund	49,127	0,0000	Heteroskedastis
8	Mandiri Investa Atraktif	50,274	0,0000	Heteroskedastis
9	Manulife Dana Saham	44,772	0,0000	Heteroskedastis
10	Nikko Saham Nusantara	3,435	0,1796	Tidak Heteroskedastis
11	Panin Dana Maksima	20,129	0,0000	Heteroskedastis
12	Phinisi Dana Saham	61,583	0,0000	Heteroskedastis
13	Rencana Cerdas	49,669	0,0000	Heteroskedastis
14	Schroder Dana Istimewa	21,383	0,0000	Heteroskedastis
15	Schroder Dana Prestasi Plus	35,251	0,0000	Heteroskedastis
16	Trim Kapital	32,547	0,0000	Heteroskedastis

Sumber : Data Olahan

Berdasarkan Tabel 4.8 hampir semua reksa dana memiliki nilai probabilitas $Obs*R-squared \leq 5\%$ sehingga H_0 ditolak maka dapat diketahui bahwa pada model penelitian yang telah dilakukan pengujian terdapat masalah heterokedastisitas. Hal ini dapat diatasi dengan menggunakan pilihan pada program Eviews, yaitu *White Consistent Coefficient Covariance*, sehingga hasil regresi yang dihasilkan terbebas dari masalah heteroskedastisitas.

4.2. Evaluasi Kinerja Reksa Dana Berdasarkan Kemampuan Stock Selection

Pada sub-bab ini akan diperlihatkan hasil data olahan yang dapat dianalisis untuk mengambil kesimpulan tentang kemampuan *stock selection*. Pada sub-bab sebelumnya telah dibahas tentang model Jensen, setelah model tersebut telah diatasi permasalahan autokorelasi dan heterokedastisitasnya, maka model ini sudah dapat dijadikan acuan untuk melakukan interpretasi. Koefisien *intercept* hasil regresi untuk masing-masing reksa dana dapat dilihat pada Tabel 4.9

Tabel 4.9 Nilai *Intercept* pada Model Jensen Setelah Koreksi Autokorelasi

No	Reksadana	Intercept
1	AXA Citra Dinamis	0,02461
2	Bahana Dana Prima	0,03732
3	Batavia Dana Saham	0,0355
4	BNI Reksa Dana Berkembang	-0,00585
5	BNP Paribas Ekuitas	0,04606
6	Dana Reksa Mawar	0,03398
7	First State Indoequity Sectoral Fund	0,02869
8	Mandiri Investa Atraktif	0,0298
9	Manulife Dana Saham	0,03872
10	Nikko Saham Nusantara	-0,24959
11	Panin Dana Maksima	0,07323***
12	Phinisi Dana Saham	0,04131
13	Rencana Cerdas	0,03661
14	Schroder Dana Istimewa	0,04185
15	Schroder Dana Prestasi Plus	0,04804**
16	Trim Kapital	0,03431

* 10% signifikan

** 5% signifikan

*** 1% signifikan

Sumber : Data olahan

Dari Tabel 4.9 dapat dilihat bahwa hampir semua reksa dana bernilai positif, namun jika dinilai secara statistik, nilai Jensen alpha yang positif dan signifikan adalah yang memiliki nilai $p\text{-value} < \alpha$. Berdasarkan data tersebut diatas yang

memiliki nilai Jensen alpha yang positif dan signifikan adalah reksa dana Panin Dana Maksima dan Schroder Dana Prestasi Plus, maka dapat disimpulkan bahwa kedua reksa dana tersebut mampu menghasilkan *return* yang secara signifikan melebihi *expected return*.

Langkah selanjutnya adalah menghitung ukuran-ukuran kinerja yang lainnya yaitu Sharpe Measure, Treynor Measure dan Information Ratio menggunakan rumus yang ada pada bab 2 halaman 17-19. Rangkuman hasil perhitungan tersebut dapat dilihat pada Tabel 4.10

Tabel 4.10 Nilai Sharpe, Treynor, dan Information Ratio

No.	Reksa Dana	Sharpe	Treynor	Information Ratio
1	AXA Citra Dinamis	0,19559	0,1564	0,42361
2	Bahana Dana Prima	0,27661	-578,438	0,6667
3	Batavia Dana Saham	0,26884	-1,272,867	0,63866
4	BNI Reksa Dana Berkembang	0,05605	-0,83286	-0,07923
5	BNP Paribas Ekuitas	0,31596	905,034	0,71241
6	Dana Reksa Mawar	0,25068	0,45165	0,6268
7	First State Indoequity Sectoral Fund	0,27933	0,55104	0,50944
8	Mandiri Investa Atraktif	0,25719	460,356	0,43329
9	Manulife Dana Saham	0,28413	0,95416	0,76042
10	Nikko Saham Nusantara	-0,06536	821,005	-300,394
11	Panin Dana Maksima	0,46793	-623,342	125,791
12	Phinisi Dana Saham	0,29423	189,456	0,75378
13	Rencana Cerdas	0,28394	1,502,874	0,58558
14	Schroder Dana Istimewa	0,35041	0,6915	0,74471
15	Schroder Dana Prestasi Plus	0,3407	0,55901	0,77127
16	Trim Kapital	0,27786	890,668	0,451

Sumber : Data olahan

Analisis Sharpe bertujuan untuk mengukur sejauh mana bentuk kombinasi diversifikasi portofolio optimal untuk dapat menghasilkan keuntungan dengan risiko tertentu. Pada Tabel 4.10 terlihat bahwa reksa dana yang memiliki rasio Sharpe positif paling besar adalah reksa dana Panin Dana Maksima, Schroder Dana Istimewa, dan Schroder Dana Prestasi Plus. Sedangkan reksa dana yang memiliki rasio Sharpe negatif hanya reksa dana Nikko Saham Nusantara. Hal ini mengindikasikan bahwa 15 reksa dana yang lainnya memiliki kinerja yang lebih baik dibanding *risk-free rate*, sehingga dapat disimpulkan bahwa manajer investasi memiliki kemampuan untuk memberikan *return* reksa dana lebih besar dari *return risk-free*.

Namun hasil berbeda dihasilkan oleh rasio Treynor, nilai rasio Treynor positif paling besar adalah reksa dana Rencana Cerdas, BNP Paribas, dan Trim Kapital. Pengukuran pada nilai Treynor dapat memberikan gambaran tentang tingkatan diversifikasi dari portofolio reksa dana saham, apabila nilai peringkat reksa dana saham pada tabel Sharpe sama dengan peringkat tabel Treynor, maka dapat disimpulkan bahwa portofolio reksa dana saham tersebut belum terdistribusi secara optimal, yang diperhitungkan hanya risiko sistematisnya, namun jika nilai Sharpe lebih rendah, maka dapat disimpulkan bahwa portofolio reksa dana saham yang terkait belum secara optimal terdiversifikasi.

Perhitungan yang terakhir adalah nilai *Information Ratio*, nilai ini menggambarkan perbandingan antara return portofolio reksa dana dengan return pembandingnya, pada penelitian ini nilai tersebut adalah nilai JCI. Pada Tabel 4.10 dapat dilihat bahwa hanya terdapat satu reksa dana yang memiliki nilai signifikan positif, yaitu Panin Dana Maksima, sehingga dapat disimpulkan manajer investasi pada reksa dana tersebut memiliki kemampuan untuk memberikan *return* reksa dana lebih besar dari *return* pasar. Apabila nilai *Information Ratio* tinggi maka kinerja suatu reksa dana akan dinilai sangat baik

4.3. Evaluasi Kinerja Reksa Dana Berdasarkan *Market Timing*

Pada sub-bab ini akan dibahas tentang aspek *market timing* pada evaluasi kinerja reksa dana saham. Evaluasi *market timing* ini dilakukan pada model Treynor-Mazuy dan Henriksson-Merton.

4.3.1. Model Treynor-Mazuy

Model Treynor-Mazuy diperoleh dengan cara meregresikan secara linier antara *excess return* portofolio reksadana terhadap *yield* obligasi pemerintah (sebagai variabel dependen) dengan *excess return* JCI terhadap *yield* obligasi pemerintah dan kuadrat dari *excess return* JCI terhadap *yield* obligasi pemerintah (sebagai variabel-variabel independen). Model Treynor-Mazuy dapat dinyatakan sebagai berikut :

$$r_P - r_f = \alpha_p + \beta_p(r_M - r_f) + \gamma_p(r_M - r_f)^2 + e_p$$

Jika nilai (α) atau alpha positif berarti menunjukkan adanya kemampuan *stock selection* dan ketika nilai (γ) atau *market timing* positif berarti menunjukkan adanya kemampuan *market timing* maka hal ini mengindikasikan bahwa manajer investasi menghasilkan *excess return* portofolio reksa dana yang lebih besar dibandingkan dengan *excess return* market.

Selanjutnya sama seperti pada model Jensen, dilakukan pengujian pada asumsi yang berikutnya yaitu autokorelasi. Hasil pengujian dapat dilihat pada Tabel 4.11

**Tabel 4.11. Hasil Uji Autokorelasi pada Model Treynor-Mazuy
Menggunakan Uji LM**

No	Reksadana	Obs*R-Squared	Prob	Kesimpulan
1	AXA Citra Dinamis	205,225	0,0000	Ada Autokorelasi
2	Bahana Dana Prima	189,306	0,0000	Ada Autokorelasi
3	Batavia Dana Saham	176,678	0,0000	Ada Autokorelasi
4	BNI Reksa Dana Berkembang	154,132	0,0000	Ada Autokorelasi
5	BNP Paribas Ekuitas	176,63	0,0000	Ada Autokorelasi
6	Dana Reksa Mawar	199,724	0,0000	Ada Autokorelasi
7	First State Indoequity Sectoral Fund	197,314	0,0000	Ada Autokorelasi
8	Mandiri Investa Atraktif	176,083	0,0000	Ada Autokorelasi
9	Manulife Dana Saham	190,631	0,0000	Ada Autokorelasi
10	Nikko Saham Nusantara	214,042	0,0000	Ada Autokorelasi
11	Panin Dana Maksima	165,586	0,0000	Ada Autokorelasi
12	Phinisi Dana Saham	191,264	0,0000	Ada Autokorelasi
13	Rencana Cerdas	178,231	0,0000	Ada Autokorelasi
14	Schroder Dana Istimewa	180,515	0,0000	Ada Autokorelasi
15	Schroder Dana Prestasi Plus	176,099	0,0000	Ada Autokorelasi
16	Trim Kapital	160,095	0,0000	Ada Autokorelasi

Sumber : Data Olahan

Berdasarkan hasil uji pada Tabel 4.11. menunjukkan bahwa dalam model Treynor-Mazuy terdapat autokorelasi pada setiap reksa dana. Untuk mengatasinya maka dilakukan penambahan model *time-series*, seperti yang telah dijelaskan pada sub-bab sebelumnya. Dalam menentukan model time series dapat dilihat dalam hasil program Eviews pada korelogram dari residual. Selanjutnya dilakukan pengujian kembali sampai tidak terdapat unsur autokorelasi lagi dalam pengujian. Ringkasan model akhir yang telah ditambahkan unsur *time-series* pada masing-masing reksa dana dapat dilihat pada Tabel 4.12.

Tabel 4.12. Koreksi dengan Unsur *Time-Series* pada Model Treynor-Mazuy

No	Reksadana	Unsur Time Series
1	AXA Citra Dinamis	AR(1)
2	Bahana Dana Prima	AR(1) AR(6)
3	Batavia Dana Saham	AR(1) AR(6)
4	BNI Reksa Dana Berkembang	AR(1)
5	BNP Paribas Ekuitas	AR(1) AR(2) AR(4)
6	Dana Reksa Mawar	AR(1)
7	First State Indoequity Sectoral Fund	AR(1) AR(2) AR(4)
8	Mandiri Investa Atraktif	AR(1) AR(2) AR(4)
9	Manulife Dana Saham	AR(1) AR(4)
10	Nikko Saham Nusantara	AR(1)
11	Panin Dana Maksima	AR(1) AR(2) AR(4)
12	Phinisi Dana Saham	AR(1)
13	Rencana Cerdas	AR(1) AR(2) AR(4)
14	Schroder Dana Istimewa	AR(1) AR(2) AR(3) AR(4)
15	Schroder Dana Prestasi Plus	AR(1) AR(2)
16	Trim Kapital	AR(1)

Sumber : Data Olahan

Setelah masalah autokorelasi diatasi, dilakukan pengujian apakah terdapat heteroskedastisitas untuk model Treynor-Mazuy. Hasil pengujian ini dapat dilihat pada Tabel 4.13.

Tabel 4.13. Hasil Uji *White* pada Model Treynor-Mazuy

No	Reksadana	<i>Obs*R-Squared</i>	Prob	Kesimpulan
1	AXA Citra Dinamis	16,509	0,0024	Heteroskedastis
2	Bahana Dana Prima	25,883	0,0000	Heteroskedastis
3	Batavia Dana Saham	39,497	0,0000	Heteroskedastis
4	BNI Reksa Dana Berkembang	31,998	0,0000	Heteroskedastis
5	BNP Paribas Ekuitas	42,289	0,0000	Heteroskedastis
6	Dana Reksa Mawar	38,98	0,0000	Heteroskedastis
7	First State Indoequity Sectoral Fund	51,292	0,0000	Heteroskedastis
8	Mandiri Investa Atraktif	56,222	0,0000	Heteroskedastis
9	Manulife Dana Saham	48,307	0,0000	Heteroskedastis
10	Nikko Saham Nusantara	5,3	0,2579	Tidak Heteroskedastis
11	Panin Dana Maksima	23,071	0,0001	Heteroskedastis
12	Phinisi Dana Saham	56,084	0,0000	Heteroskedastis
13	Rencana Cerdas	53,951	0,0000	Heteroskedastis
14	Schroder Dana Istimewa	23,105	0,0001	Heteroskedastis
15	Schroder Dana Prestasi Plus	37,313	0,0000	Heteroskedastis
16	Trim Kapital	38,937	0,0000	Heteroskedastis

Sumber : Data Olahan

Berdasarkan Tabel 4.13. hampir semua reksa dana memiliki nilai probabilitas $Obs*R-squared \leq 5\%$ sehingga H_0 ditolak maka dapat diketahui bahwa pada model penelitian yang telah dilakukan pengujian terdapat masalah heterokedastisitas. Hal ini diatasi dengan menggunakan *White Heteroskedasticity Test*, sehingga hasil regresi yang dihasilkan terbebas dari masalah heteroskedastisitas.

Setelah masalah autokorelasi dan heteroskedastisitas selesai diatasi, dapat diinterpretasikan hasil regresi yang akan ditampilkan dengan digabungkan pada hasil regresi Model Henriksson-Merton pada sub-bab 4.3.2.

4.3.2. Model Henriksson – Merton

Cara lain untuk mengetahui apakah manajer investasi reksa dana saham memiliki *market timing ability* atau tidak berdasarkan Model Treynor-Mazuy diperoleh dengan cara meregresikan secara linier antara *excess return* portofolio reksadana terhadap *yield* obligasi pemerintah (sebagai variabel dependen) dengan *excess return* JCI terhadap *yield* obligasi pemerintah dan variabel *dummy* (1 apabila $r_M - r_f > 0$ dan 0 apabila lainnya) yang sudah dikalikan dengan *excess return* JCI terhadap *yield* obligasi pemerintah (sebagai variabel-variabel independen). Model Treynor-Mazuy dapat dinyatakan sebagai berikut :

$$r_p - r_f = \alpha_p + \beta_p(r_M - r_f) + \gamma_p(r_M - r_f)D + e_p$$

Penginterpretasian pada model ini mirip dengan model Treynor-Mazuy, yaitu manajer investasi dikatakan memiliki kemampuan *market timing* jika nilai (γ) positif dan kemampuan *stock selection* jika nilai (α) positif.

Selanjutnya sama seperti pada model-model sebelumnya, dilakukan pengujian pada asumsi yang berikutnya yaitu autokorelasi. Hasil pengujian dapat dilihat pada Tabel 4.14.

Tabel 4.14. Hasil Uji Autokorelasi pada Model Henriksson-Merton Menggunakan Uji LM

No	Reksadana	Obs*R-Squared	Prob	Kesimpulan
1	AXA Citra Dinamis	203,745	0,0000	Ada Autokorelasi
2	Bahana Dana Prima	186,378	0,0000	Ada Autokorelasi
3	Batavia Dana Saham	172,749	0,0000	Ada Autokorelasi
4	BNI Reksa Dana Berkembang	150,823	0,0000	Ada Autokorelasi
5	BNP Paribas Ekuitas	175,745	0,0000	Ada Autokorelasi
6	Dana Reksa Mawar	198,277	0,0000	Ada Autokorelasi
7	First State Indoequity Sectoral Fund	197,551	0,0000	Ada Autokorelasi
8	Mandiri Investa Atraktif	175,899	0,0000	Ada Autokorelasi
9	Manulife Dana Saham	189,042	0,0000	Ada Autokorelasi
10	Nikko Saham Nusantara	214,362	0,0000	Ada Autokorelasi
11	Panin Dana Maksima	161,939	0,0000	Ada Autokorelasi
12	Phinisi Dana Saham	187,789	0,0000	Ada Autokorelasi
13	Rencana Cerdas	177,867	0,0000	Ada Autokorelasi
14	Schroder Dana Istimewa	180,383	0,0000	Ada Autokorelasi
15	Schroder Dana Prestasi Plus	174,837	0,0000	Ada Autokorelasi
16	Trim Kapital	159,255	00000	Ada Autokorelasi

Sumber : Data Olahan

Berdasarkan hasil uji pada tabel diatas menunjukkan bahwa dalam model Henriksson-Merton masih ditemukan autokorelasi pada setiap reksa dana. Untuk mengatasinya dilakukan penambahan model *time-series*. Unsur-unsur yang ditambahkan untuk masing-masing reksa dana ditampilkan pada Tabel 4.15.

Tabel 4.15. Koreksi dengan Unsur *Time-Series* pada Model Henriksson-Merton

No	Reksadana	Unsur Time Series
1	AXA Citra Dinamis	AR(1)
2	Bahana Dana Prima	AR(1) AR(6)
3	Batavia Dana Saham	AR(1) AR(6)
4	BNI Reksa Dana Berkembang	AR(1)
5	BNP Paribas Ekuitas	AR(1) AR(2) AR(4)
6	Dana Reksa Mawar	AR(1)
7	First State Indoequity Sectoral Fund	AR(1) AR(2) AR(4)
8	Mandiri Investa Atraktif	AR(1) AR(2) AR(4)
9	Manulife Dana Saham	AR(1)
10	Nikko Saham Nusantara	AR(1)
11	Panin Dana Maksima	AR(1) AR(2) AR(4)
12	Phinisi Dana Saham	AR(1)
13	Rencana Cerdas	AR(1) AR(2) AR(4)
14	Schroder Dana Istimewa	AR(1) AR(2) AR(3) AR(4)
15	Schroder Dana Prestasi Plus	AR(1) AR(2)
16	Trim Kapital	AR(1)

Sumber : Data Olahan

Setelah masalah autokorelasi diatasi, maka dilakukan pengujian heteroskedastisitas pada model Henriksson Merton. Hasil pengujian ini dapat dirangkum pada Tabel 4.16.

Tabel 4.16. Hasil Uji *White* pada Model Henriksson-Merton

No	Reksadana	<i>Obs*R-Squared</i>	Prob	Kesimpulan
1	AXA Citra Dinamis	16,864	0,0021	Heteroskedastis
2	Bahana Dana Prima	72,309	0,0000	Heteroskedastis
3	Batavia Dana Saham	43,258	0,0000	Heteroskedastis
4	BNI Reksa Dana Berkembang	42,265	0,0000	Heteroskedastis
5	BNP Paribas Ekuitas	48,875	0,0000	Heteroskedastis
6	Dana Reksa Mawar	44,741	0,0000	Heteroskedastis
7	First State Indoequity Sectoral Fund	52,241	0,0000	Heteroskedastis
8	Mandiri Investa Atraktif	60,659	0,0000	Heteroskedastis
9	Manulife Dana Saham	56,108	0,0000	Heteroskedastis

Tabel 4.16. Hasil Uji *White* pada Model Henriksson-Merton

No	Reksadana	<i>Obs*R-Squared</i>	Prob	Kesimpulan
10	Nikko Saham Nusantara	7,388	0,1167	Tidak Heteroskedastis
11	Panin Dana Maksima	36,592	0,0000	Heteroskedastis
12	Phinisi Dana Saham	64,623	0,0000	Heteroskedastis
13	Rencana Cerdas	59,712	0,0000	Heteroskedastis
14	Schroder Dana Istimewa	27,385	0,0000	Heteroskedastis
15	Schroder Dana Prestasi Plus	50,651	0,0000	Heteroskedastis
16	Trim Kapital	41,889	0,0000	Heteroskedastis

Sumber : Data Olahan

Berdasarkan Tabel 4.16. hampir semua reksa dana memiliki nilai probabilitas $Obs*R-squared \leq 5\%$ sehingga H_0 ditolak maka dapat diketahui bahwa pada model penelitian yang telah dilakukan pengujian terdapat masalah heterokedastisitas. Hal ini diatasi dengan menggunakan *White Heteroskedasticity Test*, sehingga hasil regresi yang dihasilkan terbebas dari masalah heteroskedastisitas.

Setelah model Treynor-Mazuy dan model Henriksson-Merton telah diatasi permasalahan autokorelasi dan heterokedastisitasnya, maka model tersebut sudah dapat dijadikan acuan untuk melakukan interpretasi. Koefisien γ_p hasil regresi untuk masing-masing reksa dana dapat dilihat pada Tabel 4.17.

Tabel 4.17. Koefisien γ_p pada Model Treynor-Mazuy dan model Henriksson-Merton Setelah Koreksi Autokorelasi

No.	Reksa Dana	Model Treynor - Mazuy	Model Henriksson - Merton
1	AXA Citra Dinamis	-0,06656	-0,12559
2	Bahana Dana Prima	-0,03001	-0,01116
3	Batavia Dana Saham	-0,03853	-0,02546
4	BNI Reksa Dana Berkembang	0,02996	0,07985
5	BNP Paribas Ekuitas	0,12638***	0,22999
6	Dana Reksa Mawar	0,02106	0,06012
7	First State Indoequity Sectoral Fund	0,12274**	0,29680**
8	Mandiri Investa Atraktif	0,16796**	0,36115**
9	Manulife Dana Saham	0,03961	0,02806
10	Nikko Saham Nusantara	-0,0115	0,04679
11	Panin Dana Maksima	0,05665	-0,18621
12	Phinisi Dana Saham	-0,05977	-0,02393
13	Rencana Cerdas	0,12698	0,25175
14	Schroder Dana Istimewa	0,10363**	0,27276**
15	Schroder Dana Prestasi Plus	0,01576	0,0189
16	Trim Kapital	0,09542	0,17145

* 10% signifikan

** 5% signifikan

*** 1% signifikan

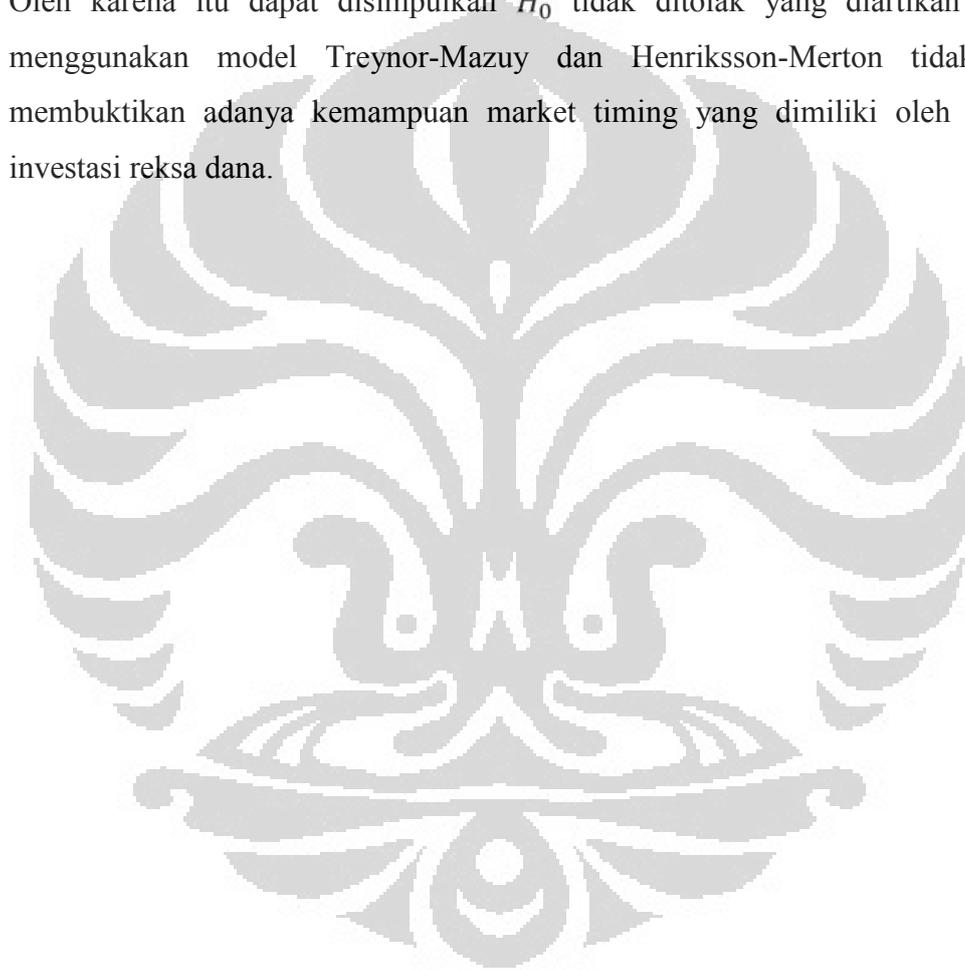
Sumber : Data olahan

Dari Tabel 4.17, dapat dilihat bahwa terdapat empat reksadana saham yang memiliki nilai γ_p yang positif dan signifikan pada model Treynor-Mazuy yaitu BNP Paribas Ekuitas, First State Indoequity Sectoral Fund, Mandiri Investa Atraktif, dan Schroder Dana Istimewa.

Pada model Henriksson - Merton, terdapat tiga reksadana saham yang memiliki nilai γ_p yang positif dan signifikan yaitu First State Indoequity Sectoral Fund,

Mandiri Investa Atraktif, dan Schroder Dana Istimewa maka dapat disimpulkan hanya manajer investasi reksa dana saham tersebut yang memiliki kemampuan *market timing* dan dapat mengantisipasi kondisi pasar dengan baik. Baik dari model Treynor-Mazuy maupun Henrikson-Merton juga terdapat reksa dana yang memiliki nilai γ_p yang negatif namun tidak signifikan yaitu AXA Citra Dinamis, Bahana Dana Prima, Batavia Dana Saham, dan Phinisi Dana Saham

Oleh karena itu dapat disimpulkan H_0 tidak ditolak yang diartikan dengan menggunakan model Treynor-Mazuy dan Henrikson-Merton tidak dapat membuktikan adanya kemampuan *market timing* yang dimiliki oleh manajer investasi reksa dana.



BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Dari analisis dan pembahasan pada bab-bab sebelumnya maka dapat diambil beberapa kesimpulan dalam penelitian ini, yaitu sebagai berikut :

1. Hasil penelitian terhadap kemampuan *stock selection* menurut penilaian dari Jensen alpha terdapat dua reksa dana saham yang memiliki kinerja superior, yaitu Panin Dana Maksima dan Scroder Dana Prestasi Plus. Maka dapat disimpulkan hanya dua reksa dana tersebut yang memiliki kemampuan *stock selection*.
2. Hasil penelitian terhadap kinerja reksa dana berdasarkan *Sharpe Index* dan *Treynor Index* menunjukkan bahwa kinerja manajer investasi reksa dana saham sudah cukup baik, dilihat dari hasil yang positif. Namun jika dilihat dari nilai Treynor nilai rasio Treynor positif paling besar adalah reksa dana Rencana Cerdas, BNP Paribas, dan Trim Kapital, sedangkan yang memiliki kinerja yang buruk adalah reksa dana Batavia Dana Saham, Panin Dana Maksima, dan Bahana Dana Prima. Jika menurut penilaian *information ratio*, hanya terdapat satu reksa dana yang memiliki kinerja superior, yaitu Panin Dana Maksima
3. Hasil Penelitian terhadap kemampuan *market timing* berdasarkan model Treynor-Mazuy menunjukkan bahwa empat reksa dana saham dari enam belas reksa dana saham yang diteliti ternyata memiliki kemampuan *market timing*, yaitu pada reksa dana BNP Paribas Ekuitas, First State Indoequity Sectoral Fund, Mandiri Investa Atraktif, dan Schroder Dana Istimewa.
Sedangkan berdasarkan model Henriksson-Merton hanya terdapat tiga reksa dana saham yang memiliki kemampuan *market timing* yaitu First State Indoequity Sectoral Fund, Mandiri Investa Atraktif, dan Schroder Dana Istimewa.

5.2. Keterbatasan Penelitian

Dalam melakukan penelitian untuk penulisan tugas akhir ini memiliki beberapa keterbatasan, yaitu:

1. Keterbatasan waktu sehingga sulit untuk melihat konsistensi kinerja reksa dana dari waktu ke waktu.
2. Tidak adanya aturan yang dapat merangkum kinerja reksa dana hanya dengan satu kesimpulan, karena mungkin saja ukuran-ukuran kinerja yang digunakan memberikan kesimpulan yang berbeda-beda untuk tiap reksa dana.

5.3. Saran

Untuk melengkapi dan menyempurnakan penelitian mengenai kinerja *stock selection ability* dan *market timing ability* manajer reksa dana, dapat dipertimbangkan beberapa hal dibawah ini untuk penelitian selanjutnya, yaitu:

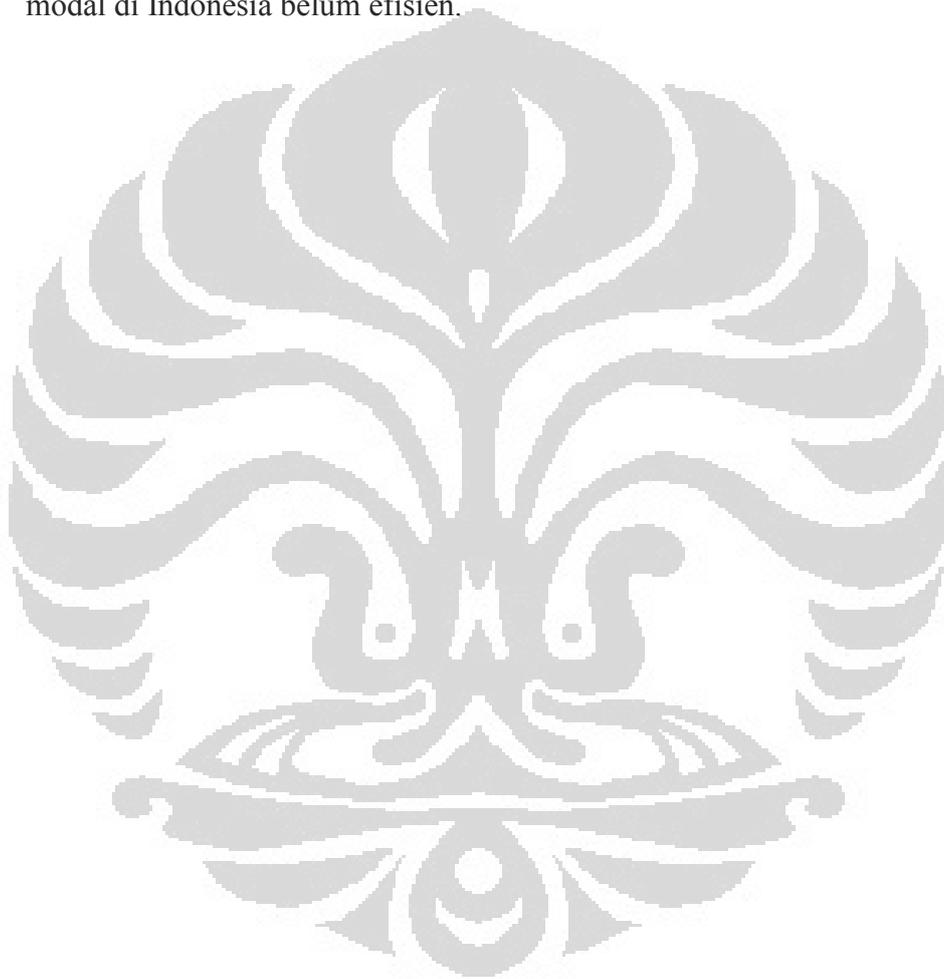
1. Hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan masukan untuk meningkatkan kinerja manajer investasi dalam hal *stock selection ability* dan *market timing ability*. Namun perlu diperhatikan bahwa terdapat kemungkinan kesalahan baik dalam uji t maupun uji F . Hal ini disebabkan karena data yang digunakan adalah sampel bukanlah data keseluruhan. Oleh karena itu, untuk penelitian selanjutnya sebaiknya digunakan sampel yang sangat besar, walaupun mungkin akan mengalami kesulitan karena adanya keterbatasan data yang disediakan oleh Bapepam-LK.
2. Faktor-faktor lain yang mungkin berkaitan dengan kinerja reksa dana misalnya besarnya dana yang dikelola, volatilitas dana yang dikelola, atau banyaknya manajer investasi.

Sedangkan untuk para Investor untuk dipertimbangkan dalam memilih investasinya adalah:

1. Hasil penelitian ini dapat dijadikan referensi bagi investor yang berminat untuk menanamkan dananya pada reksa dana saham namun tidak menjamin perolehan kinerja manajer investasi reksa dana yang akan diperoleh di masa yang akan datang akan tetap sama. Dapat dipertimbangkan untuk memilih

reksa dana terbaik seperti Panin Dana Maksima, Scroder Dana Prestasi Plus, BNP Paribas, dan First State Indoequity Sectoral Fund. Namun menghindari reksa dana Nikko Saham Nusantara, BNI Reksa Dana Berkembang, dan Bahana Dana Prima

2. Investor hendaknya tetap memonitor kinerja reksa dana saham dan kinerja manajer investasinya.
3. Hasil penelitian ini diperlukan kajian lebih mendalam mengingat kondisi pasar modal di Indonesia belum efisien.



DAFTAR REFERENSI

- Ahmad, K. (2004). *Dasar-dasar Manajemen Investasi dan Portofolio*. Jakarta: PT.Rineka Cipta.
- Bello, Z. Y., & Janjigian, V. (1997). A Reexamination of The Market-Timing and Security-Selection Performance of Mutual Funds. *Financial Analyst Journal* 53(5) , 24-30.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2010). *Investments* (9th ed.). Singapore: McGraw-Hill - International Edition.
- Bollen, N., & Busse, a. J. (2001). On Timing Ability of Mutual Fund Managers. *Journal of Finance*, 56 , 1075-1094.
- Carhart, M. M. (1997). On Persistence of Risk-Adjusted Mutual Fund Performance. *The Journal of Finance* , 52 (No.1), 57-82.
- Chang, E. C., & Lewellen, W. G. (January,1984). Market Timing and Mutual Fund Investment Performance. *The Journal of Business*, Vol. 57 (1),Part 1 , 57-52.
- Dennis, P., & Manurung. (2004). *Analisis Determinasi Kinerja Reksa Dana Pendapatan Tetap di Indonesia Periode 1999-2003*.
- Fabozzi, F. J. (1998). *Foundation of Financial Market & Institution* 2nd Edition. New Jersey: Prentice Hall International Inc.
- Farrel Jr., J. (1997). *Portfolio Management:Theory and Application*,2nd Edition. Singapore: McGraw-Hill - International Edition.
- Gujarati H., D. P. (2009). *Basic Econometrics*,5th Edition. New York: McGraw-Hill - International Edition.
- Gunawan, H. (2010). *Kinerja Reksa Dana Indonesia pada Saat Bullish Market, Crash Market, & Rebound Market*. Universitas Indonesia, Program Magister Manajemen. Jakarta: Fakultas Ekonomi.
- Henriksson, R. (1984). Market Timing and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation. *Journal of Business*, 57 , 73-97.
- Jagannathan, R., & Korajczyk, R. (1986). Assesing the Market Timing Performance of Managed Portfolios. *Journal of Business*, 59 , 217-235.
- Jones, C. P. (2010). *Investments*, 12th edition. New Jersey: John Wiley & Sons,Inc.
- Manurung, A. H. (2008). *Reksa Dana Investasiku*. Penerbit Buku Kompas.

- Nachrowi, D., & Usman, H. (2006). *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Lembaga Penerbit, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Pozen, R. C. (1998). *The Mutual Fund Business*. Cambridge, England: The MIT Press.
- Pratomo, E., & dan Nugraha, U. (2009). *Reksa Dana Solusi Perencanaan Investasi di Era Modern (Edisi 5)*. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.
- Reilly, F. K. (2006). *Investment Analysis and Portfolio Management, 8th edition*. South Western: Thomson.
- Rezkyka, N. (2009). *Analisis Kinerja Reksadana Saham dan Hubungan Antara Kemampuan Stock Selection dan Market Timing*. Tesis, Program Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Ross, S. A. (2005). *Corporate Finance, 7th edition*. New York: McGraw-Hill.
- Sehgal, S., & Jhanwar, M. (2008). On Stock Selection Skills and Market Timing Abilities of Mutual Fund Manajer in India. *International Research Journal of Finance and Economics* .
- Siamat, D. (2005). *Manajemen Lembaga Keuangan, Kebijakan Moneter dan Perbankan (Edisi Kelima)*. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Tandelilin, E. (2001). *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: BPFE.
- Treynor, J., & Mazuy, K. (1966). Can Mutual Funds Outguess The Market? *Harvard Business Review*, 44 , 131-136.
- Widoatmodjo, S. (2008). *Cara Sehat Investasi di Pasar Modal*. Jakarta: PT.Elex Media Komputindo (Kelompok GRAMEDIA).
- _____, *Siaran Pers Akhir Tahun Badan Pengawas PasarModal & Lembaga Keuangan, Bapepam-LK, 30 Desember 2010*.
- _____, *Perkembangan Pasar Modal dan Industri Keuangan non Bank per 30 September 2011*

Situs :

<http://www.bi.go.id>, diunduh tanggal 3 November 2011

<http://www.bapepam.go.id>, diunduh tanggal 3 November 2011

[http://www.bapepam.go.id/pasar_modal/publikasi_pm/info_pm/Apa & Bagaimana Berinvestasi.pdf](http://www.bapepam.go.id/pasar_modal/publikasi_pm/info_pm/Apa_&_Bagaimana_Berinvestasi.pdf), diunduh tanggal 10 November 2011

<http://www.bapepam.go.id/reksadana/>, diunduh tanggal 5 November 2011

Universitas Indonesia

<http://www.bloomberg.com/markets/funds/country/indonesia/>, diunduh tanggal 5 November 2011

<http://suaramerdeka.com/v1/index.php/read/news/2011/03/05/79430/Pasar-Modal-Alternatif-Investasi-Menjanjikan>, diunduh tanggal 15 November 2011

