



**ANALISIS DETERMINASI KINERJA REKSADANA SAHAM
SEBAGAI SALAH SATU INSTRUMEN INVESTASI**

**ARI PURWANTI
0606010366**

Program Pasca Sarjana Ilmu Manajemen

Fakultas Ekonomi

Universitas Indonesia

Depok

2008



**ANALISIS DETERMINASI KINERJA REKSADANA SAHAM
SEBAGAI SALAH SATU INSTRUMEN INVESTASI**

Tesis

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister
dalam Ilmu Manajemen

**ARI PURWANTI
0606010366**

Program Pasca Sarjana Ilmu Manajemen

Fakultas Ekonomi

Universitas Indonesia

Depok

2008

LEMBAR PERSETUJUAN TESIS

Nama Mahasiswa : Ari Purwanti

Nomor Mahasiswa : 0606010366

Program Studi : Ilmu Manajemen

Kekhususan : Keuangan

Judul Tesis : Analisis Determinasi Kinerja Reksadana Saham
sebagai Salah Satu Instrumen Investasi

Depok, 2 Januari 2008



Ruslan Prijadi, Ph.D.

Ketua Program Studi



Ruslan Prijadi, Ph.D.

Pembimbing Tesis

LEMBAR PENGESAHAN TESIS

Nama Mahasiswa : Ari Purwanti

Nomor Mahasiswa : 0606010366

Program Studi : Ilmu Manajemen

Kekhususan : Keuangan

Judul Tesis : Analisis Determinasi Kinerja Reksadana Saham Sebagai
Salah Satu Instrumen Investasi

Telah diuji dan dinyatakan LULUS di depan tim penguji pada hari Rabu, 2 Januari
2008.



Prof.Dr. Suroso

Ketua Tim Penguji



Rofikoh Rokhim, Ph.D.

Anggota Tim Penguji



Ruslan Prijadi, Ph.D.

Anggota Tim Penguji

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk melakukan pengujian terhadap kinerja reksadana saham di Indonesia selama periode Agustus 2004 hingga Agustus 2007 dengan mempertimbangkan variabel popularitas reksadana, biaya reksadana, resiko reksadana, kemampuan manajer investasi dalam hal *market timing* dan *portfolio selection*. Hal terakhir adalah mencoba untuk membangun suatu portfolio pasif dan mengukur kinerja reksadana saham berdasarkan *Return Based Style Analysis*. Penelitian ini membuktikan bahwa kinerja reksadana saham yang diteliti memiliki kinerja yang lebih baik dari kinerja pasar. Setelah memasukkan variabel popularitas reksadana, biaya reksadana, resiko reksadana, kemampuan manajer investasi dalam hal *market timing* dan *portfolio selection*, ada beberapa reksadana yang mampu menunjukkan kekonsistenan dalam kinerjanya. Sedangkan pada pengujian dengan menggunakan *Return Based Style Analysis* menunjukkan bahwa hanya sedikit dari reksadana yang diteliti yang dapat mengungguli kinerja portfolio pasif yang dibangun sebagai *benchmark*-nya. Selain itu dengan menggunakan *Return Based Style Analysis* menunjukkan bahwa sebagian besar dari reksadana yang diteliti mengalokasikan asetnya pada sektor barang-barang konsumsi, sektor pertambangan dan sektor infrastruktur.

ABSTRACT

This study aimed to examine mutual fund performance in Indonesia for August 2004 – August 2007 after taking into consideration popularity, cost, risk and analyze market timing and portfolio selection of equity fund manager. Finally, this study to build a style and measure fund performance based on that style used Return Based Style Analysis. This study evidence mutual fund in Indonesia for this periode outperform to their benchmark. Then, this study indicates after taking factors popularity, cost, riks, market timing ability and portfolio selection there are several mutual fund have consistently for their performance. For Return Based Style Analysis show that stock fund in this study have their most asset alocation on consumer goods sector, mining sector and infastruktur sector.

KATA PENGANTAR

Bismillahirrohmanirrohim. Alhamdulillah Rabbil 'aalamiin.

Segala puji dan syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT karena hanya atas berkat rahmat dan kuasa-Nya, penulis dapat menyelesaikan penelitian ini tepat pada waktunya. Penelitian ini disusun untuk memenuhi salah satu persyaratan guna memperoleh gelar Magister dalam bidang Ilmu Manajemen Keuangan pada pendidikan Pasca Sarjana Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

Penelitian ini mengambil topik dengan judul “Analisis Determinasi Kinerja Reksadana Saham sebagai Salah Satu Instrumen Investasi.” Topik tersebut penulis pilih karena penulis tertarik untuk dapat mempelajari secara lebih mendalam mengenai kinerja reksadana saham beserta faktor-faktor yang dianggap dapat mempengaruhi kinerja reksadana. Selain itu, pada penelitian kali ini penulis juga mencoba untuk melihat kekonsistenan kinerja reksadana. Cara untuk melihat kekonsistenannya adalah dengan cara melakukan pemeringkatan berdasarkan pengukuran kinerja reksadana yang dikaitkan dengan berbagai variabel yang dianggap mempengaruhi kerjanya. Penulis amat menyadari bahwa pada penelitian ini masih jauh dari sempurna, namun penulis berharap penelitian ini dapat memberikan kontribusi terhadap perkembangan penelitian mengenai reksadana di Indonesia secara umum dan pada lingkungan kampus Universitas Indonesia secara khusus. Pada kesempatan yang baik ini pula, penulis menyampaikan ucapan terimakasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Bapak Ruslan Prijadi, Ph.D. selaku dosen pembimbing sekaligus juga sebagai Ketua Program Pasca Sarjana FE UI yang telah bersedia meluangkan waktunya

dalam membimbing penulis selama proses penelitian ini hingga dapat terselesaikan dengan baik.

2. Bapak Prof.Dr Suroso selaku Ketua Tim Penguji yang telah banyak memberi masukan dan juga kritik yang membangun untuk perbaikan tesis ini.
3. Ibu Rofikoh Rokhim, Ph.D sebagai anggota tim penguji yang juga telah banyak memberikan masukan, saran dan juga kritik yang membangun dalam perbaikan tesis.
4. Seluruh dosen Pasca FE UI yang tidak dapat disebutkan namanya satu persatu yang telah bersedia membagikan ilmunya kepada penulis selama proses perkuliahan berlangsung.
5. Bapak dan Ibu tercinta yang selalu memberikan dukungan dan juga do'a yang tulus selama masa perkuliahan hingga selesainya penelitian ini. Semoga Allah SWT selalu memberikan rahmat dan kasih sayang kepada kalian berdua, Amien.
6. Jemmy, *my best partner in my life* yang selalu memberikan cinta, kasih sayang, dukungan dan juga do'a baik dalam masa-masa sulit maupun senang hingga dapat menguatkan mental penulis.
7. Mr. Raymond Gin selaku Direktur Investasi Manulife Aset Manajemen dan Bapak Sebastian Suba selaku *Chief Investment Officer* Manulife Aset Manajemen yang telah memberikan ijin dan juga kesempatan kepada penulis untuk dapat menyelesaikan pendidikan pasca sarjana ini.
8. Rekan-rekan *fund manager* : Caroline, Paula dan Fitri (Manulife Asset Mgt), Deni Lesmana (Synergy Asset Mgt), Budi dan Herbi (Samuel Asset Mgt), Made (Shcroeder Asset Mgt), Yuanita (Ciptadana Asset Mgt), Fajar (Trimegah

Sekuritas), Yudistia (Mandiri Sekuritas), Willy (Fortis Investment), dan Djoni Gunawan (Platinum Asset Mgt) yang telah menyediakan waktunya untuk berdiskusi dan juga memberikan kritik dan masukan terhadap materi dan bahasan dalam penelitian ini.

9. Era, Santi, Ali, Puji, Wiwi, dan rekan-rekan Manajemen Keuangan angkatan 2006 yang tidak dapat disebutkan satu persatu yang telah banyak memberikan inspirasi kepada penulis selama proses penelitian ini.
10. Jali, Mas Wahyu, Mas Wisnu dan Mbak Tari dari perpustakaan Pasca FE UI yang tidak pernah bosan untuk diminta bantuannya dalam pencarian materi yang dibutuhkan baik selama proses perkuliahan maupun saat proses penelitian dalam penyusunan tesis ini.
11. Ina, Mbak Banu, Mas Syarif dan seluruh staf sekretariat Pasca FE UI yang selalu setia memberikan informasi apapun selama masa perkuliahan hingga selesainya tesis ini.
12. Seluruh staff perpustakaan Magister Manajemen UI Salemba yang selalu bersedia membantu penulis dalam pencarian bahan materi penulisan tesis.

Dengan segala kerendahan hati penulis berharap meskipun penelitian ini masih jauh dari kesempurnaan namun semoga tetap dapat memberi manfaat bagi perkembangan pengetahuan di bidang ilmu manajemen keuangan pada umumnya dan di kampus UI secara khusus. Akhir kata, penulis menyampaikan permohonan maaf jika ada kekhilafan, kekeliruan, dan kekurangan yang terjadi selama proses belajar di UI dan juga selama proses penelitian tugas akhir ini.

Wassalamualaikum WrWb.

DAFTAR ISI

Abstrak	i
<i>Abstract</i>	ii
Daftar isi	iii
Daftar Tabel	iv
Daftar Gambar	v
Bab 1 PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Identifikasi Masalah	4
1.3 Tujuan Penelitian	5
1.4 Manfaat Penelitian	6
1.5 Sistematika Penulisan	7
Bab 2 TINJAUAN KEPUSTAKAAN	
2.1 Konsep Investasi	9
2.2 Konsep Dasar Portfolio Manajemen Reksadana	13
2.3 Hubungan Teori Dasar Portfolio Modern dengan Reksadana	22
2.4 Kinerja Pengukuran Reksadana	27
2.5 Penelitian Reksadana Sebelumnya	33
Bab 3 RERANGKA KONSEPTUAL	
3.1 Kerangka Pemikiran	41
3.2 Variabel dan Gagasan Hipotesis	44

Bab 4	METODOLOGI PENELITIAN	
4.1	Ruang Lingkup Penelitian	51
4.2	Tehnik Pengumpulan Data	53
4.3	Definisi Operasional Variabel	55
4.4	Model Ekonometrika	58
Bab 5	ANALISIS DAN PEMBAHASAN	
5.1	Deskripsi Statistik	64
5.2	Pengukuran Kinerja Reksadana	74
5.3	Pengaruh Popularitas Reksadana terhadap Kinerjanya	81
5.4	Pengaruh Faktor Biaya Reksadana terhadap Kinerjanya	94
5.5	Pengaruh Faktor Resiko Reksadana terhadap Kinerjanya	103
5.6	Pengaruh <i>Market Timing</i> dan <i>Portfolio Selection</i> terhadap Kinerja Reksadana	113
5.7	<i>Return Based Style Analysis</i>	121
5.8	Pemeringkatan Kinerja Reksadana	130
Bab 6	KESIMPULAN DAN SARAN	
6.1	Kesimpulan	137
6.2	Saran	140
	DAFTAR PUSTAKA	142
	LAMPIRAN	

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1	Komposisi NAB Reksadana di Indonesia	1
Tabel 2.1	Tabel Hasil Penelitian Sebelumnya	39
Tabel 4.1	Sampel Reksadana	54
Tabel 5.1	Profil Sampel Reksadana per 31 Agustus 2007	63
Tabel 5.2	Perbandingan <i>excess return</i> pasar ($R_m - R_f$) dengan <i>excess return</i> Reksadana ($R_p - R_f$)	65
Tabel 5.3	Deskriptif Statistik Faktor Popularitas Reksadana	67
Tabel 5.4	Deskriptif Statistik Faktor Biaya Reksadana	69
Tabel 5.5	Deskriptif Statistik Faktor Resiko Reksadana	71
Tabel 5.6	Hasil Perhitungan Kinerja Alpha Jensen	74
Tabel 5.7	Peringkat Kinerja Reksadana Alpha Jensen	77
Tabel 5.8	Kinerja Alpha Jensen dengan Data Panel	79
Tabel 5.9	Kinerja Reksadana dengan Mempertimbangkan Faktor Popularitas	83
Tabel 5.10	Peringkat Kinerja Reksadana dengan Mempertimbangkan Faktor Popularitas	92
Tabel 5.11	Kinerja Reksadana dengan Mempertimbangkan Faktor Biaya	95
Tabel 5.12	Peringkat Kinerja Reksadana setelah Mempertimbangkan Faktor Biaya	101

Tabel 5.13	Kinerja Reksadana dengan Mempertimbangkan Faktor Resiko	104
Tabel 5.14	Peringkat Kinerja Reksadana setelah Mempertimbangkan Faktor Resiko	112
Tabel 5.15	Kinerja Reksadana dengan Mempertimbangkan <i>Market Timing</i> Dan <i>Portfolio Selection</i>	114
Tabel 5.16	Kemampuan Manajer Investasi dalam <i>Portfolio Selection</i>	118
Tabel 5.17	Kemampuan Manajer Investasi dalam <i>Market Timing</i>	120
Tabel 5.18	Eksposur Reksadana Berdasarkan <i>Style Analysis</i>	123
Tabel 5.19	Selisih <i>Return</i> Reksadana dengan <i>Return Style</i>	128
Tabel 5.20	Peringkat Kinerja Reksadana	130

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1	Mekanisme Kerja Reksadana	17
Gambar 3.1	Model Konseptual Pengukuran Kinerja Reksadana	43
Gambar 4.1	Diagram Analisis	62



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Kegiatan pasar modal di Indonesia dari tahun ke tahun kinerjanya semakin membaik. Kegiatan pasar modal sendiri di Indonesia telah berlangsung sejak didirikannya *Vereniging Voor de Effectenhandel* pada tanggal 14 Desember 1912 namun pada tahun 1939 pemerintah Belanda menutup bursa efek yang ada di Surabaya. Setelah adanya pengakuan kedaulatan dari pemerintah Belanda pada tahun 1960, pemerintah mengawali kebangkitan pasar modal di Indonesia dengan menerbitkan obligasi pemerintah Republik Indonesia. Hal ini ditegaskan kembali dengan Undang-Undang No.15 Tahun 1952 tentang kegiatan pelaksanaan pasar modal di Indonesia. Kemudian muncul Undang-Undang No.8 Tahun 1995 untuk menggantikan Undang-Undang Tahun 1952.

Seiring dengan diberlakukannya Undang-Undang tersebut, reksadana di Indonesia mulai dikenal sejak diterbitkannya reksadana berbentuk perseroan yaitu PT BDNI Reksadana pada tahun 1995. Pada tahun 1996, Bapepam mengeluarkan peraturan pelaksanaan tentang reksadana berbentuk Kontrak Investasi Kolektif (KIK). Peraturan tersebut membuka peluang lahir dan berkembangnya industri reksadana di Indonesia. Diawali pada tahun 1996 berdiri sebanyak 25 reksadana terbuka dan dikelola oleh 12 manajer investasi. Pada bulan Juni 1997, total Nilai Aktiva Bersih (NAB) Reksadana mencapai Rp 8 trilyun. Namun pada akhir tahun 1997 saat terjadi krisis moneter mengakibatkan terjadinya penurunan NAB reksadana hingga Rp 4,9

trilyun. Namun semenjak tahun 2001 hingga sekarang terjadi peningkatan NAB reksadana yang cukup signifikan walaupun sempat terjadi penurunan NAB pada tahun 2005 akibat terjadi pencairan besar-besaran reksadana pendapatan tetap. Saat ini, industri reksadana Indonesia memang tengah membangun kekuatannya kembali, buktinya sejak awal tahun hingga data per tanggal 29 November 2007, total dana kelolaan atau NAV telah naik hingga mencapai hampir 70% dengan dana kelolaan per tanggal 29 November 2007 adalah sebesar Rp 88.379.398.150.779,46.

Ada beberapa faktor yang membuat investasi di reksadana terus tumbuh seiring dengan berkembangnya pemahaman masyarakat mengenai produk reksadana, namun yang utama adalah adanya penurunan tren suku bunga. Hal inilah yang membuat investor mencari alternatif investasi lain yang dapat memberi keuntungan tinggi. Di bawah ini merupakan tabel total NAB reksadana di Indonesia per tanggal 29 November 2007:

Tabel : 1.1 Komposisi NAB Reksadana di Indonesia per 29 November 2007

Jenis Reksadana	NAB (Rp)	Persentase
RD Pendapatan Tetap	21.668.335.722.875,49	24,52
RD Saham	31.623.103.238.058,37	35,78
RD Campuran	13.796.998.599.129,18	15,61
RD Pasar Uang	4.865.369.452.640,40	5,51
RD Terproteksi	15.884.034.169.916,51	17,97
RD Indeks	541.556.968.159, 43	0,61
Total	88.379.398.150.779,40	100

Sumber : hasil olahan penulis (2007)

Hal ini kontras dengan apa yang terjadi pada tahun 2005, di mana pada saat itu terjadi penarikan besar-besaran Reksadana yang menyebabkan turunnya Nilai Aktiva

Bersih (NAB) sebesar 71,96% . Pada tahun tersebut pasar reksadana sempat mengalami guncangan akibat banyak nasabah reksadana yang menarik modalnya ketika melihat kondisi pasar yang kurang menguntungkan. Penyebab utama terpuruknya industri reksa dana pada saat itu adalah terjadinya gelombang pencairan dana pada bulan Maret-April 2005 dan Agustus-September 2005. Ada tiga hal menonjol yang terjadi pada saat itu, dan saling berkaitan. Pertama, penurunan harga obligasi, kedua implementasi metode *marked-to-market*, dan akhirnya *redemption* secara besar-besaran (pada 11 April 2005 total dana telah turun sebesar Rp 18 triliun dari posisi akhir Januari 2005).

Saat ini total reksadana di Indonesia berjumlah lebih dari 384 per tanggal 23 Mei 2007, dan secara khusus jumlah reksadana saham saat ini telah berjumlah 39 buah. Banyaknya jumlah reksadana tersebut, tentu membuat investor bingung untuk dapat memilih produk reksadana yang tepat untuknya. Biasanya yang dijadikan ukuran untuk memilih suatu reksadana adalah dengan melihat besarnya dana kelolaan reksadana dan juga tingkat pengembalian yang dihasilkan dari setiap produk reksadana tersebut. Padahal dalam setiap investasi ada sejumlah resiko yang harus ditanggung oleh seorang investor. Berinvestasi pada dasarnya adalah membeli suatu aset yang diharapkan pada masa mendatang dapat dijual kembali dengan nilai yang lebih tinggi. Resiko terbesar dari investasi adalah hilangnya seluruh nilai investasi yang ditanamkan. Oleh karena itu dalam berinvestasi diperlukan pengetahuan mengenai karakteristik potensi keuntungan dan faktor-faktor yang dapat mempengaruhinya serta resiko dari masing-masing instrumen yang akan dipilih. Resiko investasi sebenarnya bukan terletak pada ada tidaknya janji untuk membayar kembali hasil investasi, tetapi lebih pada ada tidaknya kepastian atas nilai investasi di masa mendatang.

Salah satu aspek penting sebelum menentukan pilihan untuk melakukan investasi reksadana adalah dengan melihat kinerja atau *performance* yang dihasilkan oleh reksadana tersebut. Penelitian mengenai kinerja reksadana sendiri telah sejak lama dilakukan dengan diawali oleh Treynor dan Mazuy (1966) yang menunjukkan bahwa manajer investasi reksadana secara rata-rata belum dapat memanfaatkan informasi masa lalu untuk memperbesar *return* reksadana terhadap *return* pasar. Kemudian dilanjutkan oleh Jensen (1968) dalam studinya mengenalkan pengukuran kinerja reksadana yang dikenal dengan model Jensen dan merupakan pengembangan dari teori CAPM dimana dengan model tersebut Jensen melihat sejauh mana reksadana dapat memberikan *return* di atas *market return*. Sedangkan untuk melihat kemampuan manajer investasi dalam hal *market timing*, Henrikson dan Merton (1981) mengembangkan model dari Treynor dan Mazuy (1966) dengan menambahkan variabel dummy. Penelitian tersebut menemukan bahwa hanya sedikit reksadana yang memiliki kemampuan dalam *market timing*. Walaupun penelitian pada awalnya setuju dengan *market timing* dan juga kemampuan investasi dari manajer investasi akan dapat mempengaruhi kinerja dari reksadana, usaha penelitian akhir-akhir ini lebih bertujuan terhadap faktor-faktor yang lebih terperinci mengenai faktor-faktor yang mungkin dapat mempengaruhi kinerjanya termasuk adanya *survivor bias*, *benchmark error*, *fund expense* dan juga skala ekonomi, serta karakteristik dari manajer investasi secara personal.

1.2. Identifikasi Masalah

Pada umumnya penelitian mengenai kinerja reksadana yang telah ada lebih menitik beratkan pada apakah kinerja reksadana dapat menggungguli pasar ataupun untuk melihat faktor spesifik yang dapat mempengaruhi kinerjanya. Namun pada

penelitian kali ini, selain untuk membandingkan kinerja pasar dengan kinerja reksadana, penulis juga mencoba untuk melihat kekonsistenan kinerja reksadana. Cara untuk melihat kekonsistenannya adalah dengan cara melakukan pemeringkatan berdasarkan pengukuran kinerja reksadana yang dikaitkan dengan berbagai variabel yang dianggap mempengaruhi kinerjanya. Asumsi yang mendasarinya adalah, suatu reksadana yang baik tentu akan memiliki kinerja yang tetap konsisten bila diukur dari sudut pandang apapun.

Dengan merujuk jurnal dari Prather, Bertin dan Henker (2004) sebagai jurnal utama dari penelitian ini, maka pada tesis ini dipilih topik mengenai “Analisis Determinasi Kinerja Reksadana Sebagai Salah Satu Instrumen Investasi”. Pada jurnal tersebut, kinerja reksadana akan dikaitkan dengan empat katagori besar yaitu popularitas reksadana, resiko reksadana, biaya reksadana dan manajemen reksadana. Di mana dari masing-masing empat katagori besar itu terdiri dari beberapa variabel yang akan dijadikan proxinya. Bagi seorang investor yang membeli reksadana, penting baginya untuk menilai kinerja reksadananya secara cermat agar dapat diketahui seberapa besar reksadana tersebut dapat memberikan tingkat pengembaliannya secara konsisten. Investor yang dapat memahami kinerja reksadana secara lebih mendalam dan terperinci akan lebih memiliki banyak pertimbangan sebelum melakukan suatu keputusan dalam investasinya. Jika seorang investor tidak memahami mengenai kinerja reksadana tersebut dan hanya melihat dari satu sisi saja seperti NAV per unit, atau biaya yang rendah tanpa mempertimbangkan faktor yang lain maka investor dapat terjebak saat memilih reksadana yang dianggapnya baik. Bisa saja *yield* 30 hari dari reksadana tersebut sangat tinggi, namun karena reksadana tersebut baru beroperasi kurang dari tahun maka reksadana tersebut tentu belum teruji kestabilannya. Oleh karena itulah, pada penelitian ini penulis mencoba untuk menguji

dan membandingkan kestabilan kinerja reksadana dengan menambahkan beberapa variabel.

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan dari latar belakang yang telah dijelaskan di atas, maka tujuan umum dari penelitian ini adalah untuk menguji kinerja reksadana saham di Indonesia selama periode 2004 hingga 2007. Sedangkan tujuan khusus dari penelitian ini :

1. Untuk membuktikan apakah kinerja reksadana saham dapat memberikan tingkat pengembalian yang lebih baik dari pada tingkat pengembalian yang dihasilkan oleh pasar selama periode Agustus 2004 hingga Agustus 2007 ?
2. Untuk menguji dan membandingkan pengaruh faktor-faktor popularitas reksadana, resiko reksadana, dan biaya reksadana terhadap kinerja reksadana.
3. Untuk menguji seberapa besar kemampuan Manajer Investasi dalam hal *market timing* dan *portfolio selection* terhadap kinerja reksadananya.
4. Membangun suatu portfolio pasif yang digunakan sebagai *benchmark* dan membandingkan kinerjanya tersebut dengan kinerja reksadana.

1.4 Manfaat Penelitian

Hasil dari penelitian ini diharapkan mampu memberikan masukan kepada investor mengenai informasi kinerja reksadana yang ada di Indonesia secara lebih mendalam. Dengan demikian, investor dapat membandingkan kinerja reksadana yang satu dengan reksadana yang lainnya lebih terperinci dengan melihat berbagai faktor dan karakteristik reksadana yang ada seperti popularitas reksadana, resiko reksadana, maupun biaya yang dikenakannya. Jadi tidak hanya sekedar melihat kinerja reksadananya saja tanpa mempertimbangkan faktor-faktor lain yang dapat berpengaruh terhadap kinerja reksadana.

Selain itu, pada penelitian ini juga akan memaparkan bagaimana cara mengukur kinerja reksadana dengan melihat kemampuan manajer investasinya. Dengan mengetahui kemampuan manajer investasi, investor dapat memilih reksadana mana yang memiliki manajer investasi yang baik dalam pengelolaannya sehingga dapat memberikan tingkat pengembalian yang optimal. Sedangkan manfaat bagi manajer investasi, pengukuran ini dapat membantu mereka untuk mengukur efektivitas dari strategi kebijakan investasi yang mereka jalankan.

1.5 Sistematika Penulisan

Penelitian ini terdiri dari enam bab dengan sistematika penulisannya adalah sebagai berikut:

Pada bab pertama membahas mengenai latar belakang masalah dari penelitian ini kemudian dilanjutkan dengan mengidentifikasi masalah yang akan menjadi dasar untuk melakukan proses penelitian pada tahap selanjutnya. Pada bagian terakhir dari bab ini diuraikan tujuan dan manfaat dari penelitian ini.

Pada bab dua akan dibahas berbagai literatur yang membahas topik yang terkait dengan penelitian ini. Bahasan pertama yang akan diuraikan pada bab dua adalah mengenai konsep investasi, kemudian dilanjutkan dengan konsep dasar manajemen portfolio reksadana, lalu dibahas hubungan antara teori portfolio modern dengan reksadana dan pengukuran kinerja reksadana. Pada bab dua ini juga akan diuraikan secara ringkas hasil-hasil penelitian sebelumnya mengenai reksadana, baik yang dilakukan di luar negeri maupun yang dilakukan di Indonesia.

Untuk bab tiga akan dipaparkan rerangka konseptual yang menjadi landasan dari proses penelitian ini. Hal pertama yang akan dijelaskan adalah kerangka pemikiran sebagai proses lanjutan dari identifikasi masalah yang telah diuraikan pada

bab satu dengan didukung oleh hasil penelitian terdahulu. Selanjutnya akan dijabarkan gagasan hipotesa untuk dapat menjawab tujuan dari penelitian ini yang ada pada bab satu.

Pada bab empat akan disampaikan metodologi penelitian yang akan digunakan dalam penelitian ini. Dimulai dari ruang lingkup penelitian termasuk di dalamnya adalah menentukan sampel dan variabel-variabel yang akan dijadikan obyek dalam penelitian ini. Dilanjutkan dengan pembahasan mengenai tehnik dan cara mengumpulkan data tersebut. Kemudian akan diuraikan secara singkat mengenai definisi operasional dari variabel yang akan digunakan. Kemudian ditutup dengan pengujian ekonometrika yang akan digunakan untuk analisis data pada bab selanjutnya.

Bab lima akan berisi analisis dan pembahasan dari pengolahan data yang telah dilakukan dengan menggunakan tehnik ekonometrika. Dalam analisisnya akan dicoba untuk memaparkan hasilnya sesuai dengan tujuan penelitian yang ada pada bab satu.

Yang terakhir adalah bab enam di mana akan disampaikan kesimpulan dari penelitian ini dan juga manfaat dari penelitian ini baik untuk investor, manajer investasi maupun untuk penelitian berikutnya.

BAB 2

TINJAUAN KEPUSTAKAAN

Untuk dapat mengevaluasi kinerja reksadana saham di Indonesia pada periode Agustus 2004 hingga Agustus 2007, maka pada bab dua ini akan dipaparkan beberapa tinjauan literatur yang membahas dan berhubungan dengan topik terkait. Penjabarannya akan dimulai dari konsep investasi, teori portfolio, konsep reksadana, cara perhitungan kinerja reksadana dan penelitian-penelitian mengenai kinerja reksadana yang telah dilakukan sebelumnya baik di Indonesia maupun dari luar negeri.

2.1 Konsep Investasi

Definisi dan Tujuan Investasi

Arti investasi secara sederhana adalah mengalokasikan dan menempatkan sejumlah dana dengan harapan untuk memperoleh tambahan atau keuntungan tertentu atas dana yang kita tempatkan tersebut. Untuk memilih investasi yang cocok, harus dikenali dahulu karakter masing-masing instrumen investasi. Sebelum berinvestasi, investor harus menyesuaikan dulu instrument investasi pilihannya dengan profil resiko investasi mereka. Menurut Reilly and Brown (2006), definisi formal tentang investasi adalah suatu perjanjian atau komitmen saat ini terhadap nilai dollar untuk suatu periode waktu tertentu dengan tujuan untuk menghasilkan pembayaran masa mendatang yang akan dikompensasikan kepada investor atas : waktu dari dana yang dijanjikan, dan *expected rate* dari inflasi serta ketidakpastian pada pembayarannya di

masa mendatang. Pada umumnya investasi dapat dikategorikan dalam dua jenis yaitu, *Real Asset* dan *Financial Asset*. *Real Asset* adalah investasi yang bersifat berwujud seperti tanah, gedung dan juga kendaraan. Sedangkan *Financial Asset* adalah investasi pada aset-aset keuangan yang merupakan dokumen klaim tidak langsung pemegangnya terhadap aktiva riil pihak yang menerbitkan sekuritas tersebut.

Mengapa orang melakukan investasi dan apa yang diinginkan dari investasi tersebut? Pada dasarnya, mereka melakukan investasi untuk mendapatkan *return* dari *saving*-nya akibat adanya penundaan terhadap konsumsi mereka. Dan mereka menginginkan kompensasi atas waktu yang telah mereka korbankan, *expected rate* dari inflasi serta ketidakpastian dari adanya tingkat pengembalian pada masa mendatang. *Return* inilah yang disebut dengan *required rate of return*.

Resiko Investasi

Dalam dunia yang sebenarnya, hampir semua investasi mengandung unsur ketidakpastian atau resiko, di mana seorang investor tidak tahu dengan pasti hasil yang akan diperolehnya dari investasi yang telah dilakukannya, sehingga sesungguhnya investor hanya bisa mengharapkan tingkat keuntungan yang akan diperoleh atau *expected return*. Menurut Jones (2005), resiko adalah : “ *the change that the actual return on an investment will be different from the expected return.* ”. Jadi besaran perbedaan antara hasil yang harus kita terima dengan hasil yang kita harapkan adalah definisi paling dasar dari resiko investasi. Sedangkan menurut Bodi, Kane & Marcus (2007:138), dikatakan bahwa bila kita berbicara mengenai resiko, maka sesungguhnya resiko tersebut adalah suatu penyimpangan dari *expected return*. Sehingga dapat pula kita katakan bahwa resiko dinyatakan sebagai seberapa jauh hasil yang diperoleh bisa menyimpang dari yang diharapkan. Ketidakpastian atau resiko

investasi tersebut diukur dengan penyebaran nilai keuntungan di sekitar nilai keuntungan yang diharapkan. Ukuran penyebaran inilah yang disebut dengan standar deviasi atau *variance*.

Dalam prakteknya, kita biasanya tidak dapat secara langsung mengamati besarnya ekspektasi, tetapi kita dapat melakukan estimasi *variance*-nya dengan merata-ratakan penyimpangan yang ada dari estimasi *expected return* kita. Secara kuantitatif, resiko-resiko yang ada diakumulasikan dan diukur dengan menggunakan probabilitas tingkat keuntungan. Sehingga dengan demikian, resiko investasi tersebut dapat di ukur dari besarnya *variance* atau *standar deviation* dari *expected return* investasi. Semakin besar tingkat penyebarannya atau *variance* semakin besar pula resiko yang terkandung dalam investasi tersebut. Resiko investasi pada periode tertentu dapat dihitung dengan rumus :

$$\text{Varians ; } \sigma^2 = \sqrt{p(s)[r(s) - E(r)]^2} \dots \dots \dots (2.1)$$

$$\text{Standar deviasi: } \sigma = \sqrt{\text{Var}} \dots \dots \dots (2.2)$$

Di dalam memperkirakan *rate of return* sangat rumit karena adanya perilaku atau *behaviour dari market rate* yang berisi 3 hal yaitu : cakupan *rate* yang luas untuk berbagai alternatif investasi untuk setiap waktu tertentu, adanya perubahan *rate of return* pada aset yang khusus dari waktu ke waktu dan adanya perbedaan antara *rate* yang ada pada asset yang berbeda dari waktu ke waktu. Sehingga kita harus berhati-hati dalam menentukan komponen dari *required rate of return*. Komponen dari *required rate of return* ada tiga bagian, yaitu: *Real risk free rate (RRFR)*, *Nominal Risk free Rate*, dan *Risk Premium*

Pengukuran *Rate of Return* Investasi

Saat kita melakukan investasi berarti kita melakukan penundaan terhadap konsumsi dengan demikian kita berharap adanya *change in wealth* atau perubahan kekayaan yang disebabkan oleh adanya *cash inflow* yang bisa berasal dari dividen ataupun bunga. Periode yang kita lakukan untuk melakukan investasi tersebut disebut dengan holding periode, dan tingkat pengembalian pada periode tersebut disebut dengan *holding periode return (HPR)*, rumusnya adalah :

$$\text{HPR} = \text{Ending value invesment} / \text{beginning value investment}.$$

Walaupun HPR dapat membantu kita untuk mengetahui perubahan nilai dari investasi, investor biasanya juga akan mengevaluasi tingkat pengembaliannya dengan menggunakan *percentage terms on an annual basis*, di mana pada konversi ini merupakan *annual percentages* yang akan memudahkan untuk membandingkannya secara langsung pada karakteristik pasar yang berbeda. Pada perhitungan ini akan disetahunkan dari *yield holding periode* dengan asumsi *constant annual yield* per tahun. Pada titik akhirnya, nilai akhir dari investasi dapat menjadi positif atau negatif $\text{HPY} = \text{HPR} - 1$. Karena nilai akhir dari investasi kita bisa negatif atau positif, maka kita juga perlu melihat bagaimana rata-rata atau *mean* dari *historical return* investasi kita. Untuk menghitungnya kita bisa gunakan *mean rates of return*. Ada dua metode untuk melihat *mean rates of return*, yaitu :

1. *Aritmetik mean*, yaitu dengan cara menjumlahkan seluruh HPY kemudian dibagi

$$\text{dengan jumlah tahun. } \text{AM} = \frac{\sum \text{HPY}}{n}$$

2. *Geometric Mean*, yaitu dengan cara mengalikan hasil HPR tiap tahun kemudian dikuadratkan selama n tahun.

$$\text{GM} = [(\text{HPR}_1) \times (\text{HPR}_2) \dots (\text{HPR}_n)]^{1/n} - 1$$

2.2. Konsep Dasar Manajemen Portfolio Reksadana

Definisi dan Tujuan Reksadana

Reksadana pada dasarnya merupakan serangkaian portfolio yang dianggap efisien untuk dapat menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi bila dibandingkan dengan tingkat pengembalian pasar. Reksadana muncul karena umumnya investor mengalami kesulitan untuk melakukan investasi sendiri pada surat-surat berharga baik dalam hal modal maupun waktu karena bila melakukan investasi sendiri, investor harus melakukan berbagai analisa dan harus memonitor kondisi pasar secara terus menerus. Reksadana dapat dikatakan sebagai produk investasi yang bercirikan atas tiga hal penting yaitu: *well managed, well diversified, dan well regulated.*

Pengertian umum mengenai reksadana adalah kumpulan saham, obligasi, atau instrumen-instrumen lain, di mana dalam reksadana tersebut ada komisi yang harus dibayarkan kepada Manajer Investasi. Sedangkan menurut Undang-Undang Pasar Modal Indonesia no.8 tahun 1995, pasal 1 ayat 27, reksadana adalah suatu wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam bentuk portfolio efek oleh Manajer Investasi yang telah mendapat izin dari Bapepam. Pengertian reksadana sendiri menurut Reilly dan Brown (2006) adalah suatu sarana yang mengumpulkan dana dari *shareholder* dan investor dalam berbagai macam sekuritas termasuk saham, obligasi dan juga pasar uang. Selanjutnya Bodie, Kane and Marcus (2002:11) menyatakan bahwa perusahaan investasi adalah intermediasi keuangan yang mengumpulkan dana dari investor-investor individu dan menginvestasikan dana tersebut pada berbagai efek dan aset lain

yang berpotensi. Tujuan dari reksadana ini adalah untuk memberikan kesempatan yang lebih luas kepada masyarakat agar ikut serta berpartisipasi di pasar modal

Manfaat dan Resiko Reksadana

Sesungguhnya Reksadana merupakan instrumen investasi jangka panjang sehingga jika keluar di saat pasar sedang turun justru akan merugi karena kehilangan kesempatan untuk memperoleh keuntungan jika pasar kembali naik. Selama kejadian buruk tidak berpengaruh langsung kepada fundamental, maka investor masih mempunyai potensi keuntungan .

Manfaat reksadana sendiri bagi investor adalah:

1. Memberi kemudahan untuk dapat akses kepada instrumen-instrumen investasi yang sulit dilakukan sendiri seperti saham, obligasi.
2. Pengelolaan investasi yang profesional oleh Manajer Investasi yang berpengalaman serta administrasi yang dilakukan oleh bank kustodian.
3. Portfolio investasi reksadana sudah terdiversifikasi .
4. Hasil investasi dari reksadana bukan obyek pajak, karena kewajiban pajak sudah dipenuhi oleh reksadana.
5. Likuiditasnya tinggi, karena unit penyertaan reksadana dapat dibeli dan dicairkan setiap hari bursa melalui Manajer Investasi.
6. Dana investasi yang dibutuhkan relatif kecil karena hanya dengan modal awal Rp 250.000 sudah melakukan investasi.

Selain memberikan manfaat, reksadana juga memiliki resiko yaitu:

1. Resiko menurunnya nilai NAV/per unit, di mana penurunan ini disebabkan oleh harga pasar dari instrumentasi investasi yang dimasukkan dalam portfolio

reksadana tersebut mengalami penurunan dibandingkan dari harga pada saat pembelian awal reksadana.

2. Resiko likuiditas, resiko ini bisa terjadi bila pemegang unit penyertaan reksadana pada salah satu manajer investasi tertentu ternyata melakukan penarikan dana dalam jumlah yang besar pada hari dan waktu yang sama, di mana pihak Manajer Investasi akan melakukan penundaan pembayaran.
3. Resiko pasar adalah situasi ketika harga instrumen investasi mengalami penurunan yang disebabkan oleh menurunnya kinerja pasar saham atau obligasi secara drastis.
4. Resiko Wanprestasi, merupakan resiko yang terjadi apabila rekanan usaha Manajer Investasi gagal memenuhi kewajibannya dan tidak terbatas pada emiten, pialang, bank kustodian serta agen penjual.

Menurut Manurung (hal 78) dikatakan ada beberapa aspek yang harus diperhatikan oleh seorang investor ketika akan melakukan penempatan investasi pada reksadana, yaitu:

1. Menentukan tujuan investasi reksadana, dalam hal ini harus disesuaikan antara keinginan investor atas *time horizon investment* terhadap jenis reksadana yang akan dipilihnya. Dalam hal ini biasanya tujuan investasi reksadana akan tercantum dalam prospektusnya, apakah tujuan investasi tersebut dilakukan untuk jangka menengah atau investasi jangka panjang.
2. Membandingkan antara kinerja reksadana yang sejenis, misalnya jika investor hendak melakukan investasi pada jenis reksadana saham maka sebaiknya investor harus membandingkannya dengan melihat tingkat pengembalian yang optimal.
3. Mengenali pengelola reksadana baik secara perseorangan maupun perusahaan pengelolanya. Apakah reksadana tersebut dikelola secara profesional atau tidak.

Untuk hal ini, investor dapat mengamatinya dengan membaca prospektus reksadana tersebut.

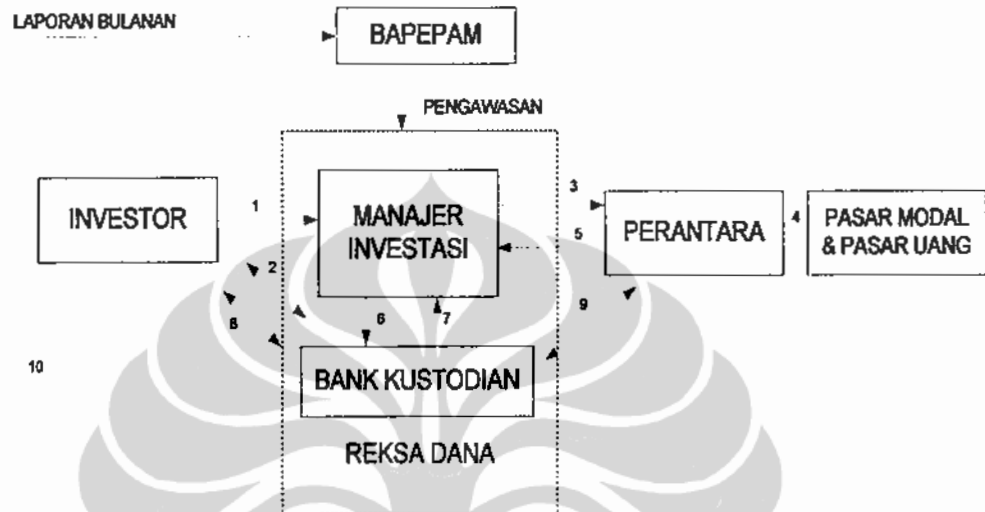
4. Sponsor reksadana, untuk dapat melihat sejauh mana komitmen dan kebonafidan sponsor dari reksadana tersebut, karena hal ini akan memperlihatkan jaringan kerja dari pengelola investasi tersebut dan memperlihatkan pula seberapa besar persiapannya dalam menerbitkan reksadana yang dikelolanya.
5. *Track record* dari pengelola reksadana.
6. Kemudahan untuk melakukan transaksi dalam pembelian dan juga penjualan kembali reksadana serta jasa dan pelayanan yang diberikan oleh Manajer Investasi sebagai pengelola reksadana tersebut.
7. Jumlah investor reksadana, di mana jumlah ini sangat penting karena dapat mempengaruhi kestabilan dari suatu reksadana yang dikelola. Biasanya, semakin banyak jumlah investornya maka tidak akan terjadi penurunan jumlah yang tajam dari Nilai Aktiva Bersih reksadana tersebut.

Mekanisme Kegiatan Reksadana

Reksadana dikelola oleh dua pihak yaitu oleh Manajer investasi dan bank kustodian, di mana Manajer Investasi akan bertanggung jawab atas kegiatan investasi yang meliputi analisa dan pemilihan jenis investasi, memonitor pasar dan melakukan tindakan-tindakan yang dibutuhkan untuk kepentingan investor. Sementara bank kustodian berfungsi penyimpan kekayaan (*safe Keeper*) dan administrator reksadana. Manajer Investasi adalah perusahaan yang kegiatannya melakukan usaha untuk mengelola portfolio efek milik nasabah. Untuk dapat melakukan kegiatan usahanya, perusahaan Manajer Investasi harus memperoleh ijin dari Bapepam untuk melakukan kegiatan sebagai manajer investasi. Sedangkan bank kustodian adalah bagian dari

kegiatan usaha suatu bank dalam bidang penyimpanan surat berharga serta administrasinya

Gambar: 2.1 Mekanisme Kerja Reksadana :



Jenis Reksadana

Dilihat dari sifat operasionalnya jenis reksadana terbagi menjadi dua yaitu:

1. Reksadana terbuka (open end), yaitu Reksadana yang siap dibeli oleh manajer investasi apabila investor tersebut akan menjual reksadananya kembali, kapan saja, dan jumlah berapa saja sesuai dengan Nilai Aktiva Bersih yang berlaku.
2. Reksadana Tertutup (close end) adalah reksadana berbentuk perusahaan yang menjual reksadananya hanya dapat dilakukan melalui bursa antara investor dengan investor lainnya.

Jika dilihat dari karakteristik instrumen investasinya, maka reksadana di Indonesia dapat dibedakan menjadi 5 jenis katagori yaitu :

1. Reksadana Pasar Uang

Pada jenis reksadana ini, investasi portfolionya dilakukan 100% pada instrumen pasar uang, yaitu pada efek hutang yang berjangka kurang dari 1 tahun seperti SBI, deposito dan juga SPBU, sehingga reksadana pasar uang terhitung aman. Tujuan dari reksadana produk ini adalah untuk menjaga likuiditas dan memelihara modal. Reksadana pasar uang merupakan reksadana paling aman dengan tingkat resiko paling rendah.

2. Reksadana Pendapatan Tetap

Merupakan reksadana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dari portfolio yang dikelolanya ke dalam efek bersifat hutang baik hutang jangka panjang maupun jangka menengah seperti deposito, SBI dan juga obligasi. Keuntungan reksadana pendapatan tetap yang berbasis obligasi bisa naik turun mengikuti harga obligasi di pasar, sehingga resiko dari reksadana pendapatan tetap memiliko resiko menengah.

3. Reksadana Saham

Merupakan reksadana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dari portfolio yang dikelolanya ke dalam efek saham. Keuntungan reksadana saham lebih tinggi dari reksadana yang lain, dimana keuntungannya tersebut berasal dari *capital gain* portfolio sahamnya yaitu selisih harga beli dan harga jual saham. Keuntungan lainnya adalah bila perusahaan penerbit saham membagi dividen.

4. Reksadana Campuran

Merupakan reksadana yang dapat melakukan investasinya baik pada efek hutang maupun ekuitas dengan porsi yang lebih fleksibel sesuai dengan kebijakan

investasi dari Manajer Investasi. Dari sisi fleksibilitas pemilihan jenis investasinya serta komposisi alokasinya reksadana ini dapat berorientasi ke saham, obligasi atau bahkan pasar uang. Sedangkan dari sisi pengelolaan investasi, fleksibilitas ini dapat dimanfaatkan untuk berpindah-pindah dari saham ke obligasi atau deposito dan sebaliknya.

5. Reksadana Tereproteksi

Adalah reksadana memberikan proteksi atau perlindungan kepada investor, dimana yang diproteksi adalah nilai investasi awal yang disetorkan oleh investor. Reksadana terproteksi akan memberikan proteksi tambahan berupa tingkat keuntungan tertentu, jadi yang dilindungi bukan cuma investasi awalnya tapi juga keuntungannya.

6. Reksadana Syariah

Adalah jenis reksadana yang portfolionya terdiri atas produk investasi syariah, misalnya saham dan obligasi syariah. Dalam konsep pengelolannya reksadana syariah ini tingkat keuntungan atau kerugian yang ada akan dikelola secara optimal.

7. ETF

Pada dasarnya ETF ini adalah mirip dengan reksadana yang lainnya dan termasuk dalam kategori reksadana close end, sehingga pada reksadana ini pembelian dan penjualannya dilakukan di bursa tidak melalui Manajer Investasi.

Ada beberapa karakteristik yang melekat pada suatu reksadana yaitu :

1. Total Aset Reksadana atau Net Asset Value (NAV), yaitu merupakan nilai asset keseluruhan dari portfolionya yang ada dalam reksadana tersebut. Pengelolaan dana yang besar dapat menjadi salah satu indikator untuk menunjukkan soliditas suatu reksadana dalam menghadapi penarikan dalam jumlah yang besar. Sedangkan

pertumbuhan jumlah dana kelolaan dapat menjadi salah satu indikator yang menunjukkan kepercayaan investor terhadap produk reksadana tersebut. Makin besar aset yang dikelola manajer investasi akan banyak memberi keuntungan, karena biayanya akan lebih efisien. Mereka juga memiliki kekuatan tawar yang baik karena mengelola uang dalam jumlah besar. Artinya mereka bisa mendapatkan harga yang lebih baik saat bertransaksi, khususnya untuk instrumen pasar uang dan pendapatan tetap.

2. Umur suatu reksadana, artinya berapa lama suatu reksadana tersebut telah berjalan semenjak reksadana itu di luncurkan dan dipasarkan kepada investor. Sekedar patokan untuk reksadana yang dikelola oleh Manajer Investasi yang sudah tujuh tahun berdiri dan produknya memberikan return yang bagus, maka bisa dibilang bahwa *track record*-nya baik. Informasi ini biasanya tercantum dalam prospektus reksadana yang mereka kelola.
3. Biaya yang dibebankan kepada reksadana, seperti biaya manajemen, biaya kustodi, biaya overhead dan juga biaya auditor. Besarnya biaya ini tergantung dari kebijakan masing-masing pengelola reksadana. Biasanya berkisar antara 0.25% hingga 1.5%.
4. Biaya yang dibebankan kepada investor reksadana (*loading fee*) seperti *subscription fee*, *redemption fee*, dan juga *switching fee*, semakin kecil biaya yang dibebankan kepada investor , maka keuntungan riil bagi investor reksadana akan semakin besar.
5. Kinerja historis dari manajer investasi yang merupakan pengelola reksadana, walaupun bukan menjadi jaminan tapi keandalan manajer investasi dalam pengelolaan reksadananya akan tampak dari kinerja reksadana yang pernah mereka kelola sebelumnya. Manajer Investasi yang baik akan menjaga konsistensi

kinerjanya sehingga bisa menjadi petunjuk bagi investor tentang potensi keuntungan yang bisa diperoleh. Dengan melihat kinerja historis, yang patut mendapat perhatian bukan cuma tingkat pengembalian yang dihasilkan tapi juga risikonya. Untuk mengukur resiko ini kita bisa memperhatikan fluktuasi keuntungan reksadana yang dikelola oleh manajer investasi. Jika fluktuasinya tinggi, risikonya juga tinggi, sebaliknya jika fluktuasinya rendah maka risikonya juga rendah.

6. *Portfolio Turnover*, bisa merupakan salah satu indikator dalam hal sejauh mana manajer investasi melakukan aktivitas jual beli sekuritas dalam portfolionya, dan hal ini cenderung merupakan gaya investasi dari seorang manajer investasi. Gaya investasi tersebut dapat kita lihat dari jenis perusahaan yang bagaimana yang ada dalam portfolionya, apakah di dominasi oleh perusahaan besar, perusahaan bertumbuh atau justru sebaliknya.
7. Dukungan grup perusahaan, beberapa manajer investasi yang beroperasi di Indonesia merupakan afiliasi dari grup keuangan internasional yang beroperasi di berbagai negara dan beroperasi telah puluhan tahun. Pada umumnya investor akan melihat dukungan grup perusahaan untuk meyakinkan bahwa perusahaan Manajer Investasi memiliki komitmen jangka panjang untuk tetap beroperasi. Dukungan grup ini harus lebih dikaitkan dengan jaringan informasi, bantuan teknis, efisiensi biaya serta yang paling penting adalah komitmen untuk tetap beroperasi dalam jangka panjang, sehingga memungkinkan perusahaan untuk dapat terus bertahan di masa krisis.

2.3 Hubungan Teori Dasar Portfolio Modern dengan Reksadana

Seperti telah dikatakan pada paragraf sebelumnya, bahwa reksadana merupakan sekumpulan aset sekuritas yang tergabung dalam suatu portfolio yang dikelola oleh seorang manajer investasi, maka pengalokasian aset dari portfolio reksadana tersebut harus mengacu pada teori portfolio yang efisien yang akan meminimalkan resiko dengan tingkat pengembalian yang paling optimal. Teori dasar dari portfolio modern pertama kali dikembangkan oleh **Harry Markowitz**, di mana menunjukkan bahwa *variance* dari *rate of return* merupakan indikasi yang penting dari diversifikasi portfolio untuk mengurangi resiko total dari suatu portfolio dan juga menunjukkan seberapa besar efektifnya diversifikasi tersebut.

Model Markowitz tersebut didasarkan pada asumsi perilaku investor :

1. Investor akan mempertimbangkan masing-masing alternatif investasi yang digambarkan dari probabilitas *expected return* dari beberapa holding periode.
2. Investor memaksimalkan *expected utility* dan *utility* mereka digambarkan sebagai kurva *deminishing return marginal utility wealth*.
3. Investor akan mengestimasi resiko portfolio berdasarkan pada basis keragaman *expected return*.
4. Untuk setiap tingkat resiko, investor lebih menyukai tingkat pengembalian yang tinggi dibandingkan dengan tingkat pengembalian yang rendah dan lebih menyukai resiko yang rendah dibandingkan dengan resiko yang tinggi.
5. Keputusan investor berdasarkan semata-mata hanya berdasarkan dari *expected return* dan tingkat resiko, sehingga kurva utilitas mereka merupakan fungsi dari *expected return* dan *expected variance* dari *return*.

Markowitz menunjukkan bahwa *expected rate of return* dari portfolio adalah rata-rata tertimbang dari *expected return* investasi individual pada portfolio.

Sedangkan standar deviasi portfolio merupakan suatu fungsi yang tidak hanya untuk standar deviasi dari individual asset saja namun juga *covariance* antara *rate of return* untuk seluruh pasangan asset dari portfolio tersebut. Dan di dalam portfolio yang besar, maka besarnya *covariance* ini merupakan faktor yang penting. *Covariance* dipengaruhi oleh adanya *variability* dari dua *individual return indexes*. Maka, korelasi dari dua individual portfolio tersebut dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$r_{ij} = \frac{Cov_{ij}}{\sigma_i \sigma_j} \dots \dots \dots (2.3)$$

Nilai korelasi berkisar dari +1 hingga -1, di mana nilai +1 mengindikasikan adanya korelasi positif yang sempurna sedangkan nilai -1 merupakan kebalikannya.

Markowitz (1959) menghasilkan formula untuk perhitungan standar deviasi dari portfolio, yaitu sebagai berikut :

$$\sigma_{port} = \sqrt{\sum_{i=1}^n w_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j Cov_{ij}} \dots \dots \dots (2.4)$$

Formula ini mengindikasikan bahwa standar deviasi untuk portfolio aset adalah fungsi dari rata-rata tertimbang dari *variance individual* ditambah dengan bobot *covariance* antara seluruh asset dalam portfolio. Sementara tingkat keuntungan yang diharapkan dari masing-masing saham yang membentuk portfolio tersebut, standar deviasi portfolio lebih kecil dari rata-rata tertimbang sejauh koefisien korelasi antar saham yang membentuk portfolio tersebut lebih kecil dari satu. Semakin rendah koefisien korelasinya, maka semakin efektif penurunan standar deviasi. Sehingga dengan memperbesar jumlah saham pada portfolio, maka standar deviasi portfolio tersebut akan tergantung pada *covariance* saham-saham yang membentuk portfolio tersebut. Hal inilah yang menyebabkan mengapa dengan menambah jumlah saham dalam portfolio, maka standar deviasi portfolio akan berkurang namun tetap tidak pernah bisa di hilangkan.

Portfolio yang efisien adalah serangkaian set portfolio yang memberikan keuntungan yang lebih besar dengan resiko yang sama, atau memberikan resiko yang lebih kecil dengan keuntungan yang sama. Serangkaian set portfolio tersebut dikatakan sebagai *efficient frontier* karena serangkaian portfolio tersebut berada “dipermukaan” portfolio-portfolio lain yang tidak efisien. Dengan mendasarkan pada teori portfolio ini, maka pemilihan aset-aset sekuritas yang tergabung dalam portfolio reksadana diusahakan agar terletak pada titik *efficient frontier* sehingga dapat memberikan keuntungan yang lebih besar dengan resiko yang sama atau memberikan resiko yang lebih kecil dengan keuntungan yang sama.

Dalam pengelolaan suatu portfolio reksadana ada 3 hal yang dilakukan oleh seorang manajer investasi yaitu:

1. Penilaian informasi

Merupakan suatu masukan yang sangat penting baik menyangkut nilai atau harga perdana, tingkat fluktuasi, harga sekuritas di bursa, tingkat frekuensi perdagangan, tingkat keberhasilan perusahaan, pengaruh terjadinya fluktuasi harga dari salah satu efek dengan efek perusahaan lainnya maupun akibat dari adanya perubahan kebijakan ekonomi sosial politik dan moneter yang dapat mempengaruhi keadaan suatu efek.

2. Pembentukan portfolio

Dalam membentuk portfolio, manajer investasi dihadapkan pada alternatif pemilihan surat-surat berharga yang akan membentuk portfolio, yaitu apakah portfolio akan terdiri dari efek saham berbagai industri, efek yang merupakan golongan saham unggulan, efek yang mewakili saham bidang industri tertentu atau hanya memilih efek yang memiliki karakteristik jenis.

3. Pemilihan portfolio

Pada langkah ini manajer investasi melakukan kombinasi diantara alat investasi yang sudah dipilih. Tujuan kombinasi ini adalah untuk mendapatkan portfolio yang efisien sesuai dengan kaidah Markowitz yang menyatakan :” pilihan portfolio investasi dilakukan karena sebagian besar investor termasuk penghindar resiko oleh sebab itu untuk menjaga agar investor masih mau melakukan investasi maka sedapat mungkin diciptakan strategi investasi yang dapat memenuhi sikap dasar tersebut. *Portfolio selection* menunjukkan kegunaan diversifikasi dan bagaimana melakukannya secara efektif.

Hubungan Teori CAPM dengan Reksadana

Teori CAPM yang dikembangkan oleh William F.Sharpe dengan didasari oleh teori dasar portfolio modern dari Markowitz, di mana teori CAPM ini merupakan suatu serangkaian prediksi yang berkonsentrasi pada keseimbangan *expected return* pada *risky asset*. Konsep CAPM ini pada umumnya berguna untuk mengkuantifikasikan hubungan antara resiko dan *return*. Resiko yang dapat didiversifikasikan dapat dieliminasi dengan cara melalui diversifikasi. CAPM merupakan model untuk menentukan harga suatu aset, di mana pada model ini mendasarkan diri pada kondisi ekuilibrium. Dalam keadaan ekuilibrium tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor untuk suatu saham akan dipengaruhi oleh resiko saham tersebut. Di sini resiko bukan lagi diartikan sebagai standar deviasi keuntungan, tetapi dikur dengan beta. Kalau kita ingin mengetahui sumbangan suatu saham terhadap suatu resiko portfolio yang terdiversifikasi dengan baik, kita tidak bisa hanya melihat seberapa besar resiko saham tersebut apabila dimiliki secara terpisah tetapi kita harus mengukur resiko pasarnya dan ini membawa kita untuk mengukur kepekaan saham tersebut terhadap perubahan pasar. Penggunaan parameter ini konsisten dengan teori portfolio yang mengatakan bahwa apabila investor dapat

melakukan diversifikasi dengan baik, maka pengukur resiko adalah sumbangan resiko dari tambahan saham ke dalam portfolio. Apabila investor memegang portfolio pasar, maka sumbangan resikonya adalah beta. Beta suatu saham ditunjukkan dari kemiringan garis yang menunjukkan hubungan *excess return of market portfolio* dengan *excess return of a stock*.

Teori CAPM mengasumsikan bahwa *security market* adalah ideal, di mana investornya merupakan pengambil harga atau *price takers*, tidak ada biaya transaksi dan pajak, dan investor dapat meminjam atau meminjamkan pada *rate* yang sama. Pada CAPM ini mengimplikasikan bahwa *risk premium* untuk setiap aset individu atau portfolio merupakan *risk premium* terhadap portfolio pasar dan koefisien beta, sehingga :

$$E(r_i) - r_f = \beta_i [E(r_m) - r_f] \dots \dots \dots (2.5)$$

Di mana koefisien beta merupakan *covariance asset* dengan portfolio pasar sebagai fraksi terhadap *variance* portfolio pasar.

$$\text{Secara formula, } \beta_i = \frac{\text{Cov}(r_i, r_m)}{\sigma_M^2} \dots \dots \dots (2.6)$$

Hubungan antara resiko dan keuntungan dalam lingkup CAPM adalah, di mana beta digunakan sebagai pengukuran resiko dalam CAPM dan investasi yang efisien adalah investasi yang memberikan resiko tertentu dengan tingkat keuntungan terbesar atau dengan resiko terkecil memberikan tingkat keuntungan yang sama. Sehingga dengan mendasarkan pada prinsip tersebut, CAPM ini dapat kita gunakan untuk menentukan seberapa besar tingkat pengembalian yang layak untuk suatu investasi dengan mempertimbangkan resiko dari investasi tersebut. Dengan menggunakan teori CAPM ini pula kita dapat mengetahui seberapa besar tingkat pengembalian dari suatu jenis reksadana dengan mempertimbangkan resiko dari reksadana tersebut.

2.4 Kinerja Reksadana

Metode Pengukuran Kinerja Reksadana

Pengukuran kinerja reksadana didasarkan atas perubahan NAV/Unit dan ada tidaknya pembagian keuntungan. Kinerja reksadana dapat diukur dengan hanya menghitung berdasarkan total *return*-nya saja, namun yang paling baik adalah dengan melibatkan juga pengukuran resiko karena dapat memberikan informasi lebih mendalam bagi investor atas kinerja yang diberikan oleh manajer investasi dikaitkan dengan resiko yang diambil untuk mencapai kinerja tersebut. Dalam melakukan evaluasi kinerja portfolio sesungguhnya berhubungan dengan dua persoalan yang mendasar, yaitu yang pertama adalah penentuan apakah manajer investasi dapat menambah nilai terhadap portfolio dibandingkan dengan *benchmark* dan yang kedua adalah penentuan tingkat perhitungan tingkat pengembalian tersebut. Sehingga inti dari evaluasi kinerja portfolio yaitu menghitung tingkat pengembalian yang dimiliki dengan membandingkannya dengan *benchmark* yang telah di sepakati pada tahap awal.

Ada beberapa langkah untuk dapat mengukur kinerja suatu reksadana, yaitu:

1. Menghitung kinerja sub periode dengan memasukkan unsur pembagian keuntungan dividen, sehingga dapat digunakan apabila ternyata pada periode tersebut ada pembayaran dividen. Penggunaan sub periode harian merupakan yang paling akurat karena pengaruh dividen dapat diperhitungkan secara tepat.

Formulanya adalah sebagai berikut:

- Bila tidak ada pembagian dividen, maka :

$$\text{Kinerja sub periode} = \frac{NAV_2 - NAV_1}{NAV_1}, \dots\dots\dots(2.7)$$

Di mana :

NAV_2 = NAV/Unit akhir periode sebelumnya

NAV_1 = NAV/unit akhir periode saat ini

- Jika terdapat pembagian keuntungan atau dividen, dan diasumsikan pembayaran dividen dilakukan pada pertengahan periode maka digunakan formula pendekatan Dietz untuk perhitungan kinerja sub periodenya, dengan formulanya adalah sebagai berikut:

$$\text{Kinerja}_{\text{sub periode}} = \frac{NAV_2 - NAV_1 + Div}{NAV_1 - (Div \times F)} \dots\dots\dots(2.8)$$

Di mana :

NAV_2 = NAV/Unit akhir periode sebelumnya

NAV_1 = NAV/unit akhir periode saat ini

Div = Dividen per unit

F = Waktu pembagian dividen, mis: 0.5 bila dividen dilakukan pada pertengahan periode

2. Pengukuran kinerja reksadana berdasarkan metode Jensen

Pengukuran dengan menggunakan metode Jensen ini juga menggunakan faktor beta yang didasarkan atas pengembangan teori CAPM. Metode Jensen akan menilai kinerja investasi berdasarkan atas seberapa besar kinerja manajer investasi tersebut mampu memberikan kinerja di atas kinerja pasar sesuai dengan resiko yang dimilikinya. Kelebihan inilah yang digambarkan Jensen sebagai perpotongan garis linier pada sumbu y dan di sebut dengan perpotongan Jensen atau *Jensen intercept* dengan notasi Alpha. Semakin tinggi nilai alfa positif, maka reksadana tersebut semakin baik kinerjanya. Formulasinya adalah sebagai berikut:

$$E(R_j) = RFR + \beta_j[E(R_m) - RFR] \dots\dots\dots(2.12)$$

Di mana:

$E(R_j)$ = *expected return* pada portfolio j

RFR = *risk free interest rate*

β_j = *systematic risk* atau beta untuk portfolio j

$E(R_m)$ = *expected return* dari portfolio aset yang beresiko

Pada metode Jensen ini menggunakan data dari setiap periode dari waktu ke waktu atau *time series*. Hasil pengukuran Jensen dalam bentuk alpha positif, di mana alpha tersebut mewakili seberapa besar tingkat pengembalian dari portfolio yang sumbangkan oleh kemampuan manajer untuk menghasilkan *above average return adjusted* terhadap resikonya. *Superior risk adjusted return* mengindikasikan bahwa manajer investasi berhasil memprediksi pergerakan pasar atau berhasil memilih saham yang *undervalue* untuk portfolionya. Seperti halnya dengan pengukuran Treynor, pengukuran Jensen tidak secara langsung mempertimbangkan kemampuan manajer investasi terhadap diversifikasi karena menghitung *risk premium* sebagai *systematic risk*. Perhitungan dengan menggunakan metode Jensen ini memiliki beberapa keuntungan bila dibandingkan dengan Treynor dan Sharpe, yaitu yang pertama adalah lebih mudah diinterpretasikan misalnya adalah bila nilai alpha 0.02 maka mengindikasikan bahwa manajer investasi menghasilkan return sebesar 2% per periode lebih tinggi dari *expected return* portfolio pada level resiko tertentu. Keuntungan yang kedua dari metode Jensen ini adalah, karena diestimasi dari persamaan regresi, maka lebih memungkinkan untuk membuat pernyataan dengan menggunakan signifikansi statistik terhadap tingkat keahlian manajer investasi atau perbedaan dalam *skill level* dari dua manajer investasi yang berbeda. Dan keuntungan yang terakhir dari metode Jensen ini adalah adanya kefleksibelan untuk menggunakan alternatif model lain dari *risk* dan *expected return* dari CAPM yaitu dengan menggunakan *multifactor models*. Secara khusus, *risk adjusted performance* dapat dihitung relatif terhadap banyak *multifactor models* seperti:

$$R_{jt} - RFR_t = a_j + [b_{j1}F_{1t} + b_{j2}F_{2t} + \dots + b_{jk}F_{kt}] + e_{jt} \dots \dots \dots (2.13)$$

Di mana :

F_{kt} = periode *return* t terhadap faktor resiko ke k

3. Pengukuran kinerja reksadana dengan menggunakan *Information Ratio*

Lebih dikenal juga dengan sebutan *appraisal ratio*, di mana pada pengukuran ini menggunakan pengukuran statistik yang mengukur rata-rata kelebihan *return* portfolio dibandingkan dengan portfolio yang dijadikan *benchmarknya*. Secara formal, formula dari *Information Ratio (IR)* adalah sebagai berikut:

$$IR_j = \frac{\bar{R}_j - \bar{R}_b}{\sigma_{ER}} = \frac{\overline{ER}_j}{\sigma_{ER}} \dots \dots \dots (2.14)$$

Di mana :

IR_j = *information ratio* untuk portfolio j

\bar{R}_j = *average return* untuk portfolio j selama periode waktu tertentu

\bar{R}_b = *average return* untuk *benchmark* portfolio selama periode tertentu

σ_{ER} = standar deviasi dari *excess return* selama periode tertentu

Untuk menginterpretasikan IR harus diperhatikan *mean* dari *excess return* adalah pada pembilangnya yang mewakili kemampuan investor untuk menggunakan kemampuannya dan informasi yang ada untuk menghasilkan portfolio *return* yang berbeda dari *benchmarknya*. IR dapat di pandang sebagai *benefit to cost ratio* yang menaksir kualitas dari informasi investor oleh *unsystematic risk* yang dihasilkan dari proses investasi.

Dan kinerja yang relevan dalam pengukuran kinerja reksadana seberapa baik manajer dapat melihat *timing* yang tepat terhadap pergerakan situasi pasar. *Market timing* memberikan arti bahwa pengelola portfolio mempunyai kemampuan dalam meramalkan pasar dalam situasi naik atau turun atau dengan kata lain bahwa *market*

timing ini merupakan kemampuan manajer investasi dalam mengelola portfolio dengan membeli saham yang memiliki beta di atas 1 ketika pasar saat akan naik dan menjualnya, kemudian mengganti dengan membeli saham dengan beta di bawah 1 ketika pasar akan turun. *Market timing* ini merupakan investasi untuk membuat suatu keputusan membeli atau menjual instrument investasi dengan menggunakan strategi mekanis dimana keputusan tersebut menggunakan satu atau dua indikator strategis yang tepat. Pada *market timing* ini bertujuan untuk dapat menjaga modal investor sehingga selalu mendapatkan keuntungan ketika bertransaksi. Pengukuran Treynor dan Mazuy (1966) mengukur market timing yang membuktikan bahwa secara rata-rata reksadana dapat mengambil exposure ketika *market return* rendah. Secara khusus, Treynor dan Mazuy mengukur kemampuan manajer investasi dalam memprediksi pergerakan pasar maka Treynor dan Mazuy menambahkan kuadrat pada model berdasarkan model CAPM yang menjadi standar untuk mengukur kemampuan *market timing*, yaitu dengan persamaan:

$$r_p - r_f = a + \beta(r_m - r_f) + \delta(r_m - r_f)^2 + e_p$$

Di mana r_p adalah tingkat pengembalian hasil dari reksadana, sedangkan a , β , dan δ di estimasi dengan melakukan analisis regresi. Jika δ adalah positif, maka kita mempunyai bukti yang kuat adanya kemampuan penentuan *market timing* karena faktor yang terakhir ini akan menyebabkan garis karakteristik lebih curam ketika $r_m - r_f$ lebih besar.

Hubungan Kinerja Reksadana dengan *Style Analysis*

Return yang berdasarkan *style analysis* merupakan suatu usaha untuk menerangkan keberagaman tingkat pengembalian yang diamati terhadap portfolio pada suatu *movement return* dari portfolio yang menjadi *benchmarknya* dan untuk

mencakup inti dari sekuritas yang memiliki karakteristik tertentu. *Style analysis* pertama kali diperkenalkan oleh Willian Sharpe. Konsep ini adalah dengan jalan meregresikan tingkat pengembalian atas indeks saham yang mewakili rentang dari suatu kelompok aset. Koefisien regresi pada setiap indeks mengukur alokasi implisit terhadap gaya tersebut.

Style analysis dapat kita lihat pada serangkaian sekuritas yang ada dalam portfolio reksadana yang dikelola oleh seorang manajer investasi. Proses *return* yang berdasarkan dari *style analysis* melibatkan tingkat pengembalian dari masa lalu dengan serangkaian indeks yang mewakili perbedaan *style* untuk menentukan hubungan antara reksadana dengan *style* khusus yang tertentu. Tujuan dari analisisnya adalah untuk mengetahui dengan lebih baik faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja portfolio dan dapat dengan tepat menggolongkan strategi manajer saat membandingkannya dengan keberanian manajer lain.

Return Based Style Analisis pertama kali diperkenalkan oleh William Forsyth Sharpe, merupakan prosedur analisis yang membantu investor untuk dapat mengerti dan memahami gaya investasi sebuah reksadana seperti kebijakan investasi dan objektifnya. Berdasarkan metode *Return Based Style Analisis*, gaya manajemen investasi dalam menginvestasikan dana yang dikelolanya dapat dilihat dengan membandingkan return reksadana kelolaan manajer tersebut dengan return dari indeks pasar. Untuk melihat apakah *return* dari reksadana lebih dipengaruhi *style* atau *selection* dipergunakan *R squared* di mana *R squared* ini akan memperlihatkan pengaruh *style* terhadap return reksadana dan $1-R squared$ akan memperlihatkan pengaruh *selection* terhadap tingkat pengembalian reksadana. Dengan mengetahui pengaruh *style* dan *selection* terhadap tingkat pengembalian reksadana dapat diketahui seberapa aktif manajer investasi mengelola reksadananya. Apabila sebuah reksadana

lebih dipengaruhi oleh *style*nya berarti dapat diduga bahwa manajer investasi tidak terlalu aktif dalam mengelola reksadananya Tetapi bila pengaruh *selection* terhadap tingkat pengembaliannya cukup besar maka dapat diduga bahwa manajer investasi sangat aktif dalam mengelola reksadananya. Hal ini dikarenakan makin besar *selection*, makin banyak juga variasi tingkat pengembalian yang tidak dapat diterangkan oleh *style* yang mungkin dikarenakan oleh pengalokasian aset yang berubah-ubah. Model yang dibangun oleh William Sharpe ini adalah *return* yang berdasarkan *style analysis* yang merupakan aplikasi dari *asset class factor model*, yaitu:

$$R_{pt} = [b_{p1}F_{1t} + b_{p2}F_{2t} + \dots + b_{pm}F_{mt}] + e_{pt} \dots \dots \dots (2.18)$$

Dengan menggunakan persamaan, maka koefisien dari determinan dapat didefinisikan sebagai:

$$R^2 = 1 - [\sigma^2(e_p)/\sigma^2(R_p)] \dots \dots \dots (2.19)$$

Di mana R^2 dapat diinterpretasikan sebagai persentase probabilitas tingkat pengembalian dari keberagaman yang diakibatkan dari *style* portfolio, dengan $1 - R^2$ merupakan kemampuannya dari pemilihan portfolio (*selection skill*).

2.5 Penelitian Kinerja Reksadana Sebelumnya

Penelitian mengenai reksadana yang dilakukan untuk mengetahui sejauh mana sensitivitas reksadana terhadap fluktuasi pasar beta dan hasil dilakukan oleh Treynor dan Mazuy (1966), dan hasil dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa manajer investasi reksadana secara rata-rata belum dapat memanfaatkan informasi masa lalu untuk memperbesar *return* reksadana terhadap *return* pasar. Dari hasil penelitian Treynor tersebut kemudian berkembang suatu metode pengukuran reksadana yang dikenal dengan nama metode Treynor.

Kemudian dilanjutkan penelitian berikutnya oleh Sharpe (1966) di mana hasil penelitiannya tersebut menghasilkan suatu pengukuran reksadana yang dikenal dengan metode Sharpe. Metode Sharpe ini mengukur reksadana dengan didasarkan atas apa yang disebut dengan *risk premium* yaitu perbedaan selisih antara rata-rata kinerja yang dihasilkan oleh reksadana dengan rata-rata kinerja investasi yang bebas resiko. Selain itu, Jensen (1968) dalam studinya mengenalkan pengukuran kinerja reksadana yang dikenal dengan model Jensen dan merupakan pengembangan dari teori CAPM di mana dengan model tersebut Jensen melihat sejauh mana reksadana dapat memberikan *return* di atas *market return*.

Penelitian yang dilakukan Jensen (1968), Sharpe (1966) dan Treynor (1965) tersebut mendukung efisiensi market dan menolak kemampuan manajer investasi yang dapat mengalahkan *risk adjusted market portfolio*. Namun hal ini di tentang oleh Ippolito (1993) yang menemukan bahwa adanya hal yang berlawanan dengan penelitian sebelumnya. Beers dan Madura (2000), Dutta (2002), Grinblatt dan Titmant (2002), Goetzmann dan Ibbotson (1994), Hendricks, Pattel dan Zechkauser (1993), Pattel dan Ibbotson (2002), Volkman dan Wohar (1995) dan (1996), yang menguatkan dugaan adanya market yang tidak efisien dengan menemukan beberapa pembuktian dari adanya kemenangan beberapa manajer investasi terhadap kinerja reksadana yang dapat mengungguli pasar.

Dalam kaitannya dengan harga, penelitian yang dilakukan oleh Wermer (2000), menemukan bahwa pemilihan saham dalam portfolio memungkinkan mereka untuk menutup seluruh biaya, sedangkan penelitian yang lain dari perspektif yang berlawanan, Davis (2001), menemukan kinerja yang buruk pada reksadana yang *small cap*. Dalam hal yang berkaitan dengan issue *survivor bias* dan *benchmark error*,

Elton, Gruber, Das, Hvalkal (1993), Malkiel (1993) dan Carhart (1997) menyangkal penelitian sebelumnya dan menguatkan lagi kesimpulan asli dari Jensen (1968).

Dalam kaitannya dengan *market timing* dan kinerja reksadana, Merton (1981), Chang dan Lewellen (1984) dan Chen et.al (1992), menemukan bahwa kinerja suatu reksadana dipengaruhi oleh *market timing ability* yaitu kemampuan manajer investasi dalam memberikan alokasi aset pada aset yang akan memberikan hasil yang meningkat dengan asumsi pasar akan memberikan hasil *return* yang baik bila dibandingkan dengan investasi pada aset-aset yang bebas resiko. Sedangkan kaitannya dengan *investment style*, Detzel dan Weigand (1998) menemukan bahwa *investment style* dan ukuran saham yang dipegang dalam portfolio reksadana dapat menerangkan *persistence* selama periode observasi mereka. Brown, Goetzman, Ibbotson, Ross (1992), Elton, Gruber dan Blake (1996), serta Grinblatt dan Titman (1994) juga mengamati *issue survivor* dalam kesimpulan umumnya yang menemukan bahwa adanya *excess return* dari fund mungkin *overstated*, maka menghasilkan kinerja yang dapat bertahan.

Topik kontroversial lainnya dalam literatur reksadana adalah adanya hubungan timbal balik dan pengaruh dari *expense fee*, *load fee* dan *portfolio turnover* pada *fund performance*. Sharpe (1966) menemukan bahwa reksadana dengan *expense* yang lebih rendah memiliki kinerja yang lebih baik, Golec (1996) menemukan bahwa biaya-biaya secara umum berhubungan dengan *excess return* yang negatif. Ippolito (1989) menemukan bahwa tidak ada hubungan yang significant antara kinerja, biaya dan biaya manajemen serta perputaran portfolio. Sementara penelitian yang lain dari *load fund* dan *non load fund* menyimpulkan bahwa biaya yang rendah pada *load fund* secara rata-rata memiliki kinerja rata-rata yang lebih baik daripada *no load fund*. Kontras dengan Dellva dan Ollson (1998) yang menemukan bahwa dengan *front end*

load charges mendapatkan *return risk adjusted* yang lebih rendah, sedangkan Droms dan Walker (1996) menemukan bahwa tidak ada hubungan antara kinerja reksadana dan *loads* tetapi memiliki hubungan yang positif dengan *fund expense* dan *return*.

Penelitian yang berkaitan dengan issue *portfolio turnover* adalah, penelitian dari Friend, Blume dan Crockett (1970) menemukan adanya sedikit hubungan yang positif antara perputaran portfolio dan kinerja reksadana, namun baik Malkiel (1995) dan Carhart (1997) menemukan bahwa ada pengaruh yang negatif untuk *portfolio turnover* dan *total expense* pada tingkat pengembalian reksadana. Kontras dengan Grinblatt dan Titman (1994) dan Wermer (2000) yang menggambarkan adanya hubungan yang positif antara kinerja dan perputaran portfolio, dan mengesankan bahwa reksadana tersebut lebih aktif dalam melakukan transaksi jual beli untuk mencari sekuritas yang *underprice*.

Sedangkan untuk penelitian mengenai reksadana yang telah dilakukan di Indonesia juga menemukan beberapa hal yang saling berlawanan. Hal yang berkaitan dengan kinerja reksadana diantaranya adalah penelitian yang dilakukan oleh Dewa (1999) menemukan bahwa selama periode penelitian 1997-1998 beberapa reksadana di Indonesia berhasil mengalahkan tingkat pengembalian yang diberikan oleh pasar maupun tingkat pengembalian dari investasi *risk free*. Begitu juga penelitian yang dilakukan oleh Doede (2004) juga menemukan bahwa kinerja reksadana selama periode penelitian tahun 1999-2003 memiliki kinerja yang lebih baik dari kinerja pasar yang menjadi benchmarknya. Namun hasil penelitian tersebut berlawanan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wardhani (2003), Darmawan (2004), Lesmana (2007) yang menemukan bahwa secara rata-rata reksadana yang diteliti selama periode penelitian hanya ada beberapa reksadana yang dapat mengalahkan kinerja pasar sebagai *benchmark* nya.

Sementara itu penelitian mengenai kinerja reksadana yang berkaitan dengan *style analysis* juga pernah dilakukan oleh Saputra (2006) yang menemukan bahwa secara rata-rata variasi alokasi aset yang dilakukan oleh manajer investasi terhadap dana kelolaan memberikan pengaruh kepada variasi dari *return* reksadana yang dihasilkan, namun tidak dapat menjelaskan mengenai jenis *style* yang bagaimana yang dapat membuat suatu kinerja reksadana tersebut baik atau tidak. Sedangkan penelitian di Indonesia yang berkenaan dengan *market timing* dan *stock picking ability* dilakukan oleh Purwanto (1997) dengan menggunakan data mingguan pada periode Januari–Agustus 1997 memakai faktor tunggal dari Henrikson dan Merton menemukan bahwa dari 11 reksadana yang diteliti selama periode penelitian, 6 diantaranya memiliki *timing ability* yang baik dan hanya 1 yang menunjukkan *stock picking ability* yang signifikan. Hasil tersebut sesuai pula dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Yati (2000) dengan data harian pada periode 1997-1999 dengan menggunakan model Treynor menemukan bahwa ada hubungan antara kinerja reksadana dengan kemampuan *market timingnya*.

Namun hasil yang berlawanan ditunjukkan oleh penelitian yang dilakukan oleh Manurung (2000) dengan menggunakan data mingguan selama periode 2000 dan menggunakan single faktor model dari model dummy dan model kuadrat Sharpe menemukan bahwa dari 20 reksadana saham ditemukan terdapat 16 yang memiliki positif *stock picking ability* dan hanya 4 yang memiliki positif *timing ability*, namun tidak ada satupun dari keduanya memiliki *positif ability* yang significant. Dan hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Brahmana (2003) yang menemukan bahwa secara rata-rata reksadana saham di Indonesia belum memiliki *stock picking* dan *market timing ability*.

Tabel 2.1 : Hasil Penelitian Sebelumnya

Subyek Penelitian	Hasil Penelitian
<p><u>Kinerja Reksadana yang negatif</u></p> <p>Treynor dan Mazuy (1966), Sharpe (1966), Jensen (1968)</p>	<p>Kinerja reksadana yang diteliti masih belum dapat mengungguli kinerja pasar yang menjadi <i>benchmark</i> nya.</p>
<p><u>Kinerja Reksadana yang positif</u></p> <p>Ippolito (1993), Hendricks, Pattel dan Zechkauser (1993), Volkman dan Wohar (1995), Goetzmann dan Ibbotson (1994) (1996), Beers dan Madura (2000), Dutta (2002), Grinblatt dan Titmant (2002), Pattel dan Ibbotson (2002)</p>	<p>Kinerja reksadana yang diteliti dapat mengungguli kinerja pasar yang menjadi <i>benchmark</i> nya.</p>
<p><u>Asset Reksadana</u></p> <p>Grinblatt dan Tittmant (1989), Mc Carthy dan Philpout (1999), Delva dan Olson (1998)</p>	<p>Reksadana dengan dana yang lebih besar akan memiliki kinerja yang lebih baik daripada reksadana yang memiliki aset kelolaan lebih kecil.</p>
<p><u>Umur Reksadana</u></p> <p>Grunbichler dan Pleschiutining (1999)</p>	<p>Menemukan bahwa di Eropa terutama reksadana yang berkapitalisasi kecil, umur reksadana berpengaruh secara negatif terhadap kinerjanya.</p>
<p><u>Expense Ratio</u></p> <p>Lakonishok (1989), Blake, Elton dan Gruber (1996)</p>	<p>Tingkat pengembalian bersih dari suatu reksadana memiliki berhubungan yang negatif dengan <i>expense ratio</i>.</p>
<p><u>Load Fee</u></p> <p>Golec (1996)</p>	<p>Biaya-biaya yang dikenakan terhadap reksadana memiliki pengaruh yang negatif terhadap <i>excess return</i> reksadana.</p>

Subyek Penelitian	Hasil Penelitian
<p><u>Portfolio Turnover</u> Friend, Blume dan Crockett (1970)</p>	<p>Terdapat hubungan yang positif antara perputaran portfolio reksadana dengan kinerja reksadana.</p>
<p><u>Portfolio Turnover</u> Malkiel (1995) dan Carhart (1997)</p>	<p>Tingginya perputaran portfolio memberikan pengaruh yang negatif terhadap <i>excess return</i> reksadana.</p>
<p><u>Market Timing</u> Merton (1981), Chang dan Lewellen (1984) dan Chen et.al (1992)</p>	<p>Kinerja suatu reksadana dipengaruhi oleh <i>market timing ability</i> yaitu kemampuan manajer investasi dalam memberikan alokasi aset pada aset yang akan memberikan hasil yang meningkat dengan asumsi pasar akan memberikan hasil <i>return</i> yang baik bila dibandingkan dengan investasi pada aset-aset yang bebas resiko.</p>
<p><u>Investment Style</u> Detzel dan Weigand (1998)</p>	<p><i>Investment style</i> dan ukuran saham yang dipegang dalam portfolio reksadana dapat menerangkan <i>persistence</i> selama periode observasi mereka</p>
<p><u>Portfolio Selection</u> Wermer (2000), Davis (2001)</p>	<p>Pemilihan saham yang tepat dalam portfolio akan memungkinkan bagi reksadana untuk dapat memberikan kinerja yang lebih baik.</p>

BAB 3

RERANGKA KONSEPTUAL

Untuk dapat menjawab tujuan dari penelitian ini yang hendak menguji kinerja reksadana saham di Indonesia, maka pada bab tiga ini akan dipaparkan rerangka konseptual yang menjadi landasan dari proses penelitian ini. Hal pertama yang akan dijelaskan adalah kerangka pemikiran sebagai proses lanjutan dari identifikasi masalah yang telah diuraikan pada bab satu dengan didukung oleh hasil penelitian terdahulu. Selanjutnya akan dijabarkan gagasan hipotesa untuk dapat menjawab tujuan dari penelitian ini.

3.1 Kerangka Pemikiran

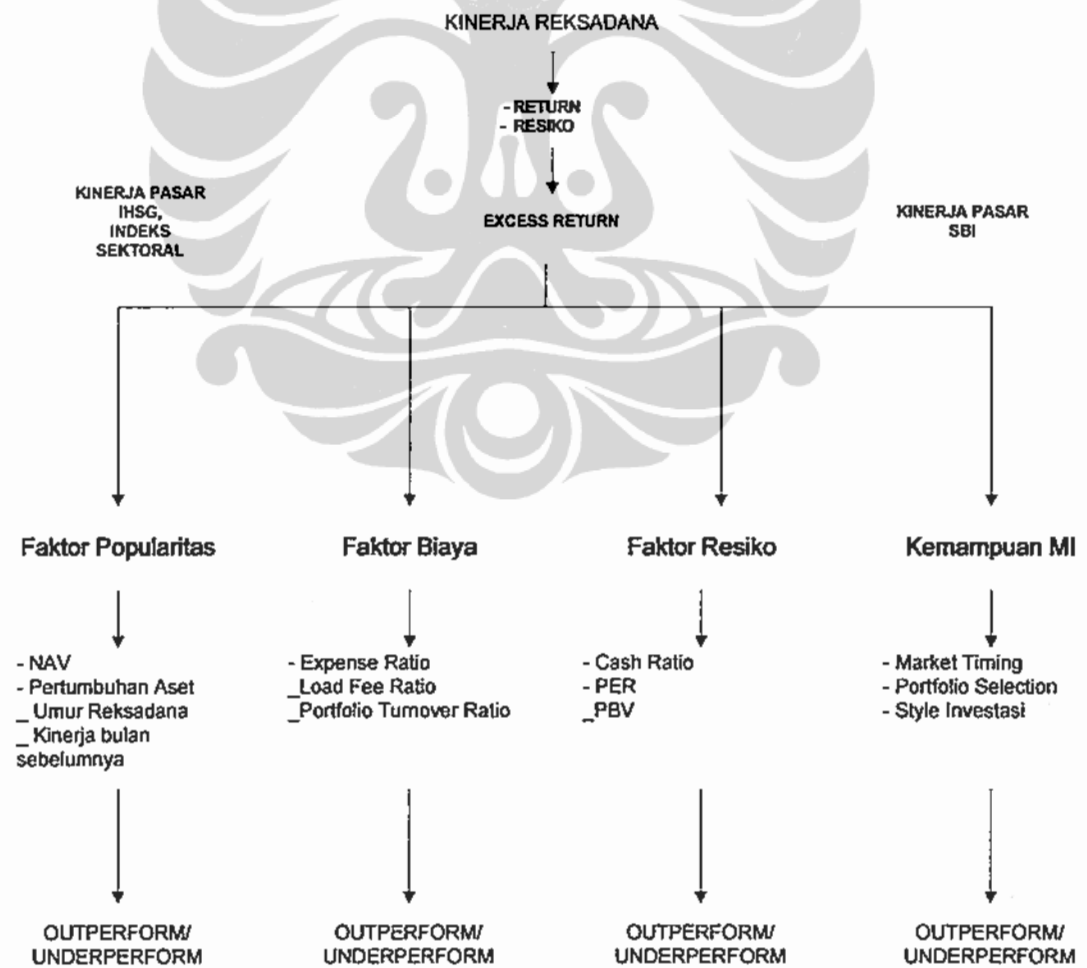
Penelitian ini dimaksudkan untuk menguji seberapa besar kinerja yang dihasilkan oleh suatu reksadana bila dibandingkan dengan kinerja pasar serta mengkaitkan kinerja reksadana tersebut dengan berbagai variabel lain. Untuk dapat melihat tingkat kekonsistenan dari kinerja reksadana tersebut, maka penelitian ini mencoba untuk membuat peringkat berdasarkan besarnya kinerja reksadana dengan menambahkan beberapa variabel lain. Dengan melihat tingkat pengembalian yang dihasilkan oleh suatu reksadana, diharapkan kita dapat melihat *excess return* yang dihasilkan oleh suatu reksadana. Dengan demikian kita akan dapat mengetahui apakah reksadana yang diteliti tersebut memiliki tingkat pengembalian yang lebih baik bila dibandingkan dengan tingkat pengembalian pasar atau justru sebaliknya. Dalam pasar yang efisien menurut penelitian yang dilakukan oleh Jensen (1968), Sharpe (1966)

dan Treynor (1965), seharusnya tidak ada korelasi antara tingkat pengembalian yang dihasilkan saat ini dengan tingkat pengembalian pada periode sebelumnya, sehingga tingkat pengembalian hari ini tidak dipengaruhi oleh tingkat pengembalian pada periode sebelumnya. Namun karena pasar modal Indonesia tidak termasuk dalam pasar yang efisien, maka jika seorang manajer investasi memiliki kemampuan dalam menerapkan strategi dan momentum yang baik secara konsisten maka kinerja reksadana yang dikelolanya akan menunjukkan kinerja yang baik.

Seperti telah dijelaskan dalam uraian teori pada bab dua, apabila suatu investasi memiliki tingkat resiko yang lebih tinggi maka diharapkan investasi tersebut akan menghasilkan ekspektasi tingkat pengembalian yang lebih tinggi juga. Sehingga pada penelitian ini penulis akan mencoba mengkaitkan kinerja reksadana dengan menambahkan variabel yang termasuk dalam katagori resiko. Penelitian yang dilakukan oleh Prather, Bertin dan Henker (2004) menemukan bahwa semakin tingginya resiko dari reksadana maka kinerja reksadana yang diteliti semakin tinggi. Besarnya aset yang dikelola oleh seorang manajer investasi akan memberikan keleluasaan bagi manajer investasi dalam mengelola portfolionya. Keleluasaan itu akan memudahkan bagi manajer investasi untuk melakukan perputaran kelas aset atau komposisi portfolionya. Penelitian yang dilakukan oleh Prather, Bertin dan Henker (2004) juga menemukan bahwa ada korelasi antara kinerja reksadana dengan aset reksadana. Sedangkan besarnya biaya yang dikenakan terhadap reksadana akan mengurangi tingkat pengembalian reksadana tersebut. Penelitian yang dilakukan oleh Sharpe (1966) menemukan bahwa reksadana dengan biaya yang lebih rendah akan memiliki kinerja yang lebih baik. Jika manajer investasi dapat menentukan kapan harus melakukan jual beli saham dalam portfolionya secara tepat dan dapat memprediksi situasi pasar secara tepat, maka tingkat pengembalian kinerja reksadana

akan semakin tinggi. Penelitian yang dilakukan oleh Henrikson dan Merton (1981), Chang dan Lewellen (1984) dan Chen et.al (1992), menemukan bahwa kinerja suatu reksadana dipengaruhi oleh *market timing ability* yaitu kemampuan manajer investasi dalam memberikan alokasi aset pada aset yang akan memberikan hasil yang meningkat dengan asumsi pasar akan memberikan hasil *return* yang baik bila dibandingkan dengan investasi pada aset-aset yang bebas resiko. Untuk lebih jelasnya, maka akan dicoba digambarkan suatu diagram dari model konseptual untuk pengukuran kinerja reksadana.

Gambar: III.1 Model Konseptual Pengukuran Kinerja Reksadana



3.2 Variabel dan Gagasan Hipotesis

Dalam pengukuran kinerja reksadana dalam penelitian ini akan digunakan metode pengukuran Jensen, selain itu dicoba pula memodifikasi pengukuran Jensen dengan menambahkan beberapa variabel yang dikategorikan dalam tiga katagori besar, yaitu faktor popularitas reksadana, biaya reksadana dan resiko reksadana. Variabel yang digunakan sebagai *proxi* dari faktor popularitas adalah besarnya NAV, pertumbuhan aset, umur reksadana dan kinerja reksadana periode sebelumnya. Pemilihan NAV, pertumbuhan aset, dan umur reksadana sebagai variabel yang dikategorikan popularitas karena pada tahap awal bagi seorang investor untuk memilih reksadana biasanya melihat dari besarnya NAV dan juga NAV per unit sehingga *predictive sign* yang diharapkan dari variabel tersebut adalah positif.

Yang termasuk dalam katagori biaya reksadana, adalah besarnya *expense ratio*, *load fee ratio* dan *portfolio turnover ratio*. Dipilihnya variabel *expense ratio* dan *load fee ratio* adalah karena biasanya investor akan membandingkan kedua biaya tersebut pada setiap reksadana yang akan dipilihnya. *Expense ratio* berkaitan erat dengan biaya manajemen, biaya kustodian dan biaya *overhead*. Untuk biaya manajemen termasuk didalamnya adalah biaya untuk manajer investasi dan juga biaya riset. Sehingga *predictive sign*-nya adalah positif. Sedangkan *load fee ratio* berkaitan dengan *selling fee* dan *redemption fee* sehingga *predictive sign*-nya adalah negatif.

Variabel yang termasuk dalam katagori resiko adalah *cash ratio*, PER dan PBV. Dipilihnya *cash ratio* sebagai *proxi* dari resiko adalah karena *cash ratio* ini menggambarkan likuiditas reksadana bila terjadi pencairan reksadana dalam jumlah yang cukup besar. Sehingga *predictive sign*-nya adalah negatif. Pemilihan PER dan PBV sebagai *proxi* juga dikarenakan kedua variabel tersebut dapat menggambarkan resiko. Ada 3 variabel yang menentukan besarnya PER, yaitu *Dividen Pay Out Ratio*

(DPR), tingkat keuntungan yang dikehendaki (*required rate of return*) dan tingkat pertumbuhan dividen yang diharapkan. Untuk menentukan kelayakan PER, maka harus dibandingkan dengan rata-rata nilai PER industri. Saham dengan PER yang tinggi, akan memberikan kesempatan kepada investor untuk mendapatkan *capital gain*. Semakin tinggi bobot PER dan PBV dari reksadana akan semakin tinggi resiko reksadana tersebut, namun akan dikompensasikan dengan tingginya *excess return* reksadana. *Predictive sign*-nya adalah positif.

Penelitian yang dilakukan mengenai kinerja reksadana saham ini juga akan menggunakan model yang dikembangkan oleh Henrikson dan Merton (1981) untuk melihat kemampuan manajer investasi dalam hal *market timing* dan *portfolio selection*. Dengan berasumsi bahwa apabila seorang manajer investasi yang memiliki kemampuan dalam *market timing* dan *portfolio selection* akan dapat memberikan kinerja reksadana yang lebih baik bila dibandingkan dengan manajer investasi yang tidak memiliki kemampuan tersebut. Selain itu, biasanya para manajer investasi juga memiliki gaya investasi yang berbeda sesuai dengan tujuan investasi atau *investment objective* dari reksadana yang dikelolanya. Tujuan investasi tersebut dapat dilihat pada prospektus dari masing-masing reksadana. Penelitian ini dimaksudkan juga untuk mengetahui apakah gaya investasi manajer investasi tersebut akan memberikan pengaruh terhadap kinerja reksadana secara keseluruhan. Gaya investasi ini akan di proxi dengan melihat komposisi portfolio yang memberikan eksposur terbesar terhadap *return* dari reksadana yang diteliti.

Berikut ini merupakan tabel variabel yang hendak diuji beserta *predictive sign*-nya:

Tabel 3.1 : Variabel Penelitian dan Predictive Signnya

No	Variabel	Predictive Sign
1	Selisih tingkat pengembalian reksadana (<i>Excess Return Reksadana</i>)	+
2	Selisih tingkat pengembalian reksadana (<i>Excess Return Reksadana</i>)	+
3	Total asset	+
4	Pertumbuhan asset	+
5	Umur Reksadana	+
6	Tingkat pengembalian reksadana sebelumnya	+
7	<i>Expense ratio</i>	-
8	<i>Load fee ratio</i>	-
9	<i>Portfolio turnover</i>	-
10	<i>Cash ratio</i>	-
11	PER	+
12	PBV	+

Sumber : Hasil olahan data penulis (2007)

Berdasarkan variabel-variabel tersebut, penulis mencoba untuk membangun suatu hipotesis. Maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

Model dan hipotesis yang berkaitan dengan kinerja pasar:

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p(R_{mt} - R_{ft}) + \epsilon_{pt} \dots\dots (3.1)$$

1. Reksadana yang diteliti memiliki kinerja yang lebih baik daripada kinerja pasar dengan mengasumsikan variabel lain konstan. Secara statistik dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$H_0 : \alpha_0 \leq 0$$

$$H_1 : \alpha_0 > 0$$

2. Semakin tinggi kelebihan pengembalian pasar akan semakin tinggi pula kelebihan pengembalian reksadana dengan mengasumsikan variabel lain konstan. Secara statistik dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$H_0 : \alpha_1 \leq 0$$

$$H_1 : \alpha_1 > 0$$

Model dan Hipotesis yang berkaitan dengan popularitas reksadana:

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_{p1}(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_{p2} \ln NAV_{it} + \beta_{p3} Growth_{it} + \beta_{p4} Age_{it} + \beta_{p5} PRImo + \varepsilon_{pt}$$

.....(3.2)

1. Semakin tinggi total NAV reksadana maka akan semakin tinggi pula kelebihan *excess return* reksadana dengan mengasumsikan variabel lain konstan. *Predictive sign*-nya untuk koefisien β_2 adalah positif. Secara statistik dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$H_0: \beta_2 \leq 0$$

$$H_1: \beta_2 > 0$$

2. Semakin tinggi total pertumbuhan aset reksadana maka akan semakin tinggi pula kelebihan *excess return* reksadana dengan mengasumsikan variabel lain konstan. *Predictive sign*-nya untuk koefisien β_3 adalah positif. Secara statistik dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$H_0: \beta_3 \leq 0$$

$$H_1: \beta_3 > 0$$

3. Semakin lama reksadana beroperasi maka akan semakin tinggi pula kelebihan *excess return* reksadana dengan mengasumsikan variabel lain konstan. *Predictive sign*-nya untuk koefisien β_4 adalah positif. Secara statistik dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$H_0: \beta_4 \leq 0$$

$$H_1: \beta_4 > 0$$

4. Semakin tinggi tingkat pengembalian reksadana bulan sebelumnya maka akan semakin tinggi pula kelebihan *excess return* reksadana dengan mengasumsikan variabel lain konstan. *Predictive sign*-nya untuk koefisien β_5 adalah positif. Secara statistik dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$H_0: \beta_4 \leq 0$$

$$H_1: \beta_4 > 0$$

Model dan hipotesis yang berkaitan dengan biaya reksadana:

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \gamma_{p1}(R_{mt} - R_{ft}) + \gamma_{p2} Exp_{it} - \gamma_{p3} Load - \gamma_{p4} Turn_{it} + \epsilon_{pt} \dots\dots\dots(3.3)$$

1. Semakin tinggi *expense ratio* maka akan semakin tinggi pula kelebihan *excess return* reksadana dengan mengasumsikan variabel lain konstan. *Predictive sign*-nya untuk koefisien γ_2 adalah positif. Secara statistik dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$H_0: \gamma_2 \leq 0$$

$$H_1: \gamma_2 > 0$$

2. Semakin tinggi *load fee ratio* maka akan semakin rendah pula kelebihan *excess return* reksadana dengan mengasumsikan variabel lain konstan. *Predictive sign*-nya untuk koefisien γ_3 adalah negatif. Secara statistik dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$H_0: \gamma_3 \geq 0$$

$$H_1: \gamma_3 < 0$$

3. Semakin tinggi *portfolio turnover ratio* maka akan semakin rendah pula kelebihan *excess return* reksadana dengan mengasumsikan variabel lain konstan. *Predictive sign*-nya untuk koefisien γ_4 adalah negatif. Secara statistik dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$H_0: \gamma_4 \geq 0$$

$$H_1: \gamma_4 < 0$$

Model dan hipotesis yang berkaitan dengan resiko reksadana:

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \delta_{p1}(R_{mt} - R_{ft}) - \delta_{p2} \text{Cash}_{it} + \delta_{p3} \text{PER}_t + \delta_{p4} \text{PBV}_t + \varepsilon_{pt} \dots\dots\dots(3.4)$$

1. Semakin tinggi nilai *cash ratio* yang dimiliki oleh reksadana maka akan semakin rendah *excess return* reksadana, dengan asumsi variabel lain konstan. *Predictive sign*-nya untuk koefisien δ_2 adalah negatif. Secara statistik dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$H_0: \delta_2 \geq 0$$

$$H_1: \delta_2 < 0$$

2. Semakin tinggi nilai PER yang dimiliki oleh reksadana akan semakin tinggi *excess return* reksadana, dengan asumsi variabel lain konstan. *Predictive sign*-nya untuk koefisien δ_3 adalah positif. Secara statistik dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$H_0: \delta_3 \leq 0$$

$$H_1: \delta_3 > 0$$

3. Semakin tinggi nilai PBV yang dimiliki oleh reksadana akan semakin tinggi *excess return* reksadana, dengan asumsi variabel lain konstan. *Predictive sign*-nya untuk koefisien δ_4 adalah positif. Secara statistik dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$H_0: \delta_4 \leq 0$$

$$H_1: \delta_4 > 0$$

Model dan hipotesis yang berkaitan dengan kemampuan manajer investasi:

$$R_{pt} - R_{ft} = \varphi_0 + \varphi_1 (R_{mt} - R_{ft}) + \varphi_2 (R_{mt} - R_{ft})D + \varepsilon_p \dots\dots\dots(3.5)$$

1. Manajer portfolio reksadana memiliki kemampuan dalam memilih sekuritas yang tepat atau memiliki *selection potfolio ability*, dengan variabel lain konstan. *Predictive sign* untuk φ_0 adalah positif. Secara statistik dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$H_0: \varphi_0 \leq 0$$

$$H_1: \varphi_0 > 0$$

2. Manajer portfolio reksadana memiliki kemampuan dalam hal *market timing ability*, dengan variabel lain konstan. *Predictive sign* untuk φ_0 adalah positif. Secara statistik dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$H_0: \varphi_2 \leq 0$$

$$H_1: \varphi_2 > 0$$

BAB 4

METODOLOGI PENELITIAN

Agar dapat menjawab tujuan dari penelitian ini mengenai kinerja reksadana saham di Indonesia, maka pada bab empat akan disampaikan metodologi penelitian yang akan digunakan dalam penelitian ini. Dimulai dari ruang lingkup penelitian termasuk di dalamnya adalah menentukan sampel dan variabel-variabel yang akan dijadikan obyek dalam penelitian ini. Dilanjutkan dengan pembahasan mengenai tehnik dan cara mengumpulkan data tersebut. Kemudian akan diuraikan secara singkat mengenai definisi operasional dari variabel yang akan digunakan. Kemudian ditutup dengan pengujian ekonometrika yang akan digunakan untuk analisis data pada bab selanjutnya.

4.1 Ruang Lingkup Penelitian

Rancangan penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah deskriptif koresional yaitu bertujuan untuk mengetahui ada tidaknya korelasi atau hubungan antar variabel yang akan diuji baik hubungan yang positif maupun negatif terhadap *excess return* reksadana. Di mana sebagai variabel terikatnya adalah *excess return* reksadana pada periode tertentu, sedangkan yang menjadi variabel bebasnya adalah *excess return* pasar, total NAV, pertumbuhan aset, umur reksadana, tingkat pengembalin reksadana bulan sebelumnya, *cash ratio*, PER, PBV, *expense ratio*, *load fee ratio*, dan *portfolio turnover ratio*. Sehingga diharapkan hasil dalam penelitian ini

dapat diketahui bagaimana hubungan faktor-faktor variabel bebasnya terhadap kinerja reksadana secara keseluruhan.

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dan masuk dalam katagori *basic reseach*, karena seperti telah dikemukakan sebelumnya bahwa tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji kinerja reksadana saham di Indonesia dan menguji faktor-faktor apa saja yang dapat mempengaruhi kinerja dari suatu reksadana tersebut dan bukan untuk memecahkan masalah. Hasil penelitian ini akan dititikberatkan untuk memperdalam pengetahuan agar didapatkan sebagai bahan studi perbandingan dari penelitian-penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, serta untuk mendapatkan korelasi serta berusaha untuk menjawab hipotesis yang ditawarkan.

Untuk dapat menjawab hipotesis yang ada tersebut, maka dalam penelitian ini akan menggunakan data sekunder berupa data *time series* dan *cross section* yang di ambil dari data NAV bulanan laporan reksadana saham Bapepam selama periode Agustus 2004 hingga Agustus 2007. Dipilihnya bulan Agustus 2004 karena data mengenai portfolio dari masing-masing reksadana melalui e-monitoring Bapepam baru dimulai pada Agustus 2004. Sedangkan alasan dipilihnya batas periode penelitian pada bulan Agustus 2007 untuk mendapatkan data terakhir yang mendekati batas akhir pengajuan proposal tesis. Dalam penelitian ini, akan difokuskan kepada penelitian reksadana yang portfolionya melakukan investasi dengan berorientasi sekurang-kurangnya 50% kedalam efek berbasis sekuritas (saham), baik yang tercatat sebagai reksadana saham maupun reksadana campuran pada Bapepam. Sedangkan metode yang akan di pakai dalam penelitian ini adalah model regresi sederhana dan juga model regresi linier berganda. Pengolahan data dilakukan dengan menggunakan program SPSS 15, E-Views 4.1 dan juga dengan menggunakan program Solver 7.1 Excell 2007.

4.2 Tehnik Pengumpulan Data

Unit analisa dalam penelitian ini adalah reksadana. Populasinya adalah reksadana yang menginvestasikan setidaknya 50% pada saham baik yang tercatat di Bapepam sebagai reksadana saham maupun reksadana campuran. Untuk menghindari *survivor bias*, maka reksadana yang akan diteliti dibatasi pada reksadana yang telah berumur minimal 3 tahun agar dapat dilihat *persistence*-nya. Penelitian ini mengambil data *time series* pada masing-masing reksadana tersebut selama kurun waktu periode penelitian. Untuk menghindari adanya *survivor bias* maka reksadana yang telah dibubarkan dan belum berusia 3 tahun akan dikeluarkan dari sampel ini. Setelah dilakukan penyeleksian sampel sesuai batasan tersebut, dari total 36 Reksadana Campuran dan 22 Reksadana saham terpilih maka terpilih 18 reksadana yang dijadikan sampel dalam penelitian ini.

Nilai Aktiva Bersih (NAB) dan variabel-variabel bebas seperti total asset, *portfolio turnover ratio*, umur reksadana, PER, PBV, *cash ratio*, pertumbuhan aset reksadana dan juga biaya yang dibebankan kepada reksadana diperoleh dari data Bapepam. Sedangkan biaya yang dibebankan kepada investor didapatkan dari masing-masing prospektus reksadana yang menjadi sampel penelitian. Untuk data nilai SBI sebagai *proxi* dari *risk free investment* diperoleh dari Bank Indonesia, sedangkan indeks IHSG dan indeks sektoral sebagai *proxi* dari tingkat pengembalian pasar diperoleh dari Bursa Efek Jakarta. Berikut ini merupakan tabel sampel reksadana:

Tabel 4.1 Sampel Reksadana

No	Reksadana	Manajer Investasi	Tanggal Efektif
1	ABN Amro Equity Fund Value	ABN Amro Asset Mgt	16 Desember 1996
2	Bahana Infrastruktur	Bahana Securites	1 Agustus 1996
3	Bahana Dana Prima	Bahana Securites	1 Agustus 1996
4	BIG Nusantara	Bhakti Aset Mgt	26 Februari 1997
5	BNI Dana Berkembang	BNI Securities	30 September 1996
6	Dana Sentosa	Equity Development	13 Oktober 2003
7	Danareksa Mawar	Danareksa Securities	5 Juli 1997
8	Fortis Ekuitas	Fortis Investment	28 Februari 2001
9	Maestro Dinamis	AXA Management	29 July 1997
10	Manulife Dana Saham	Manulife Asset Mgt	7 Agustus 1998
11	Nikko Saham Nusantara	Nikko Securities	26 Juni 1997
12	Panin Dana Maksima	Panin Aset Manajemen	27 Maret 1997
13	Phinisi Dana Saham	Manulife Aset Mgt	7 Agustus 1998
14	Platinum Saham	Platinum Aset Mgt	12 Februari 2004
15	Rencana Cerdas	Ciptadana Aset Mgt	8 Juli 1999
16	Schroeder Prestasi Plus	Schroeder Aset Mgt	25September 2000
17	Si Dana Saham	Batavia Aset Mgt	9 Desember 1999
18	Trim kapital	Trimegah Securities	1 Agustus 1996

Sumber : hasil olahan data penulis (2007)

4.3 Definisi Operasional Variabel

1. R_{pt} : Merupakan *return* portfolio reksadana NAV/Unit bulanan dari masing-masing reksadana yang diteliti pada periode penelitian. Sedangkan datanya didapatkan dari e-monitoring Bapepam. Cara perhitungannya adalah nilai NAV/Unit dari reksadana pada periode t dikurangi dengan nilai NAV/Unit pada periode sebelumnya kemudian dibagi dengan nilai NAV/Unit reksadana dari periode sebelumnya.
2. R_{ft} : Merupakan *return* proxy dari *risk free rate* yaitu suku bunga SBI bulanan dimana data ini di ambil dari situs Bank Indonesia. Cara perhitungan *return*nya adalah sebagai berikut: nilai SBI pada periode t dikurangi dengan nilai SBI pada periode sebelumnya lalu di bagi dengan nilai SBI pada periode sebelumnya.
3. R_{mt} : Merupakan tingkat pengembalian pasar yang di proxikan dengan besarnya *return* IHSG, untuk data IHSG ini didapatkan dari Bloomberg. Nilai IHSG yang diambil adalah nilai penutupan IHSG pada setiap akhir bulan periode penelitian. Cara perhitungan untuk mendapatkan *return*nya adalah sebagai berikut : nilai IHSG akhir bulan t dikurangi dengan nilai IHSG pada bulan sebelumnya kemudian dibagi dengan nilai IHSG bulan sebelumnya.
4. α_t = Merupakan *risk adjusted performance* yang diperoleh dari metode perhitungan alpha Jensen untuk reksadana i pada periode t.
5. $\ln NA_{vt}$ = merupakan total nilai aktiva bersih reksadana periode t. Variabel ini digunakan sebagai proxy dari faktor popularitas reksadana. Data ini didapatkan dari laporan bulanan reksadana Bapepam.
6. *Asset Growth* : Merupakan persentase besarnya pertumbuhan total asset dari masing-masing reksadana. Variabel ini digunakan sebagai proxy dari faktor popularitas reksadana yang digunakan dalam penilaian kinerja reksadana dengan

mengkaitkan faktor popularitas. Data ini merupakan selisih Nilai Aktiva Bersih per bulan dari masing-masing reksadana yang di teliti yang di dapat dari laporan bulanan reksadana e-monitoring Bapepam. Cara perhitungannya adalah sebagai berikut, besarnya NAV bulan ini dikurangi dengan NAV bulan sebelumnya kemudian dibagi dengan rata-rata NAV pada tahun itu.

7. *Ln Age* : Merupakan berapa lama reksadana tersebut telah beroperasi. Variabel ini digunakan sebagai proxi dari faktor popularitas reksadana yang digunakan dalam penilaian kinerja reksadana dengan mempertimbangkan faktor popularitas. Umur reksadana didapat dari jumlah bulan dari pendirian reksadana hingga bulan (periode) yang bersangkutan. Informasi untuk tanggal dan tahun pendirian dari masing-masing reksadana tersebut didapatkan dari prospektus masing-masing reksadana yang di teliti.
8. PRI_{mot} : Merupakan momentum dalam pengembalian 1 bulan, artinya adalah pengembalian Reksadana bulan sebelumnya. Variabel ini digunakan sebagai proxi dari faktor popularitas yang digunakan. Cara perhitungannya adalah : $(NAV_0 - NAV_{0-1}) / NAV_{0-1}$
9. *Expense ratio* : Merupakan rasio antara jumlah dari biaya manajemen, biaya kustodian, biaya overhead serta biaya audit per bulan dari masing-masing reksadana terhadap nilai aktiva bersih reksadana pada bulan tersebut. Besar masing-masing biaya tersebut dan juga besarnya nilai aktiva bersih reksadana didapatkan dari laporan bulanan masing-masing reksadana pada e-monitoring Bapepam.
10. *Load fee ratio* : Merupakan rasio dari jumlah dari maksimum biaya pembelian, biaya penjualan kembali dan biaya pengalihan yang dikenakan oleh reksadana pada periode sebelumnya. Data tersebut didapatkan masing-masing prospektus

reksadana yang diteliti pada periode penelitian. Cara perhitungannya adalah : persentase biaya pembelian ditambah dengan persentase maksimum biaya penjualan kembali dibagi dengan nilai aktiva bersih pada periode tersebut. Untuk nilai aktiva bersih reksadana per bulan di dapatkan dari laporan bulanan reksadana e-monitoring Bapepam.

11. *Portfolio turnover ratio* : merupakan perputaran portfolio dari reksadana per bulan yang mengukur aktivitas transaksi jual beli saham dalam reksadana. Perhitungannya adalah dengan menjumlahkan total penjualan aset-aset sekuritas dikurangi dengan pembelian aset sekuritas kemudian dibagi dengan rata-rata NAV pada periode tersebut.
12. *Cash Ratio* _t : merupakan *cash ratio* dari masing-masing reksadana yang diteliti, di mana nilai *cash ratio* ini merupakan rasio kas dari masing-masing reksadana dibagi dengan rata-rata NAV-nya. *Cash ratio* merefleksikan kemampuan reksadana tersebut dalam memenuhi likuiditasnya apabila terjadi pencairan reksadana dalam jumlah besar. Data jumlah kas dari masing-masing reksadana didapatkan dari laporan bulanan e-monitoring Bapepam.
13. *PER* _t : adalah *Price Earning Ratio* untuk masing-masing reksadana yang diteliti di mana nilai *PER* ini merupakan bobot rata-rata dari *PE* rasio saham yang ada dalam portfolio reksadana tersebut. Cara perhitungannya adalah dengan mengalikan *PER* saham yang ada dalam portfolio reksadana terhadap bobotnya .
14. *PB* _{v,t} : adalah *Price Book Ratio* untuk masing-masing reksadana yang diteliti, di mana nilai *PBV* ini merupakan bobot rata-rata dari *PBV* saham yang ada dalam portfolio reksadana tersebut. Cara perhitungannya adalah dengan mengalikan *PER* saham yang ada dalam portfolio reksadana terhadap bobotnya

4.4 Model Ekonometrika

Model ekonometrika yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan model regresi linier sederhana dan model regresi linier berganda. Dengan menggunakan analisis regresi linier berganda, maka dapat diketahui besarnya pengaruh dari setiap variabel bebasnya terhadap variabel terikatnya kalau variabel bebas tersebut naik 1 unit. Namun, pada regresi linier berganda ini sering terdapat beberapa permasalahan dimana dapat terjadinya peluang variabel bebas akan saling berkorelasi. Sehingga hal tersebut dapat mengganggu ketepatan model yang dibuat. Untuk itu perlu dilakukan pengujian dengan menggunakan tehnik ekonometrika.

Pengujian Ekonometrika

Sebelum melakukan estimasi, ada hal-hal yang harus dipenuhi selama menggunakan model regresi kuadrat terkecil atau OLS. Asumsi tersebut sebagian besar merupakan asumsi model regresi linier klasik yaitu:

1. Hubungan antara X dan Y adalah linier
2. Variabel X_i adalah variabel stohastik yang nilainya tetap.
 - a. *Error terms* memiliki ekspektasi nol dan varians yang konstan untuk semua observasi, yaitu $E(\epsilon_i) = 0$ dan $E(\epsilon_i^2) = \sigma^2$
 - b. Variabel random (ϵ_i) secara statistik bersifat *independent*, sehingga $E(\epsilon_i \epsilon_j) = 0$,
 - c. *Error terms* berdistribusi normal

Dalam persamaan regresi, b_0 dan b_1 merupakan penduga untuk β_0 dan β_1 . Oleh karena itu, b_0 dan b_1 harus mempunyai sifat BLUE (*Best Linier Unbiased Estimate*), tetapi sifat tersebut didasarkan pada asumsi yang tidak boleh dilanggar agar penduga tetap BLUE di mana hal tersebut dikenal dengan **Teorema Gauss-**

Markov, dengan asumsi yang melandasi estimasi koefisien regresi dengan metode OLS tersebut adalah:

1. $E(u_i) = 0$ atau $E(u_i | x_i) = 0$ atau $E(Y_i) = \beta_1 + \beta_2 X_i$ menyatakan variabel-variabel lain yang mempengaruhi Y_i , akan tetapi tidak terwakili dalam model..
2. Tidak ada korelasi antara u_i dan u_j $\{cov(u_i, u_j) = 0\}$; $i \neq j$, artinya pada saat X_i sudah terobservasi, deviasi Y_i dari rata-rata populasi tidak menunjukkan adanya pola $\{ (u_i, u_j) = 0 \}$
3. Homoskedastisitas, yaitu besarnya varian u_i sama atau $var(u_i) = \sigma^2$ untuk setiap i .

Pemeriksaan dan Pengujian Multikolinieritas

Multikolinieritas merupakan gejala adanya korelasi antara *independen variabel* yang akan mengakibatkan bias dalam perhitungan varians masing-masing koefisien parameter. Beberapa dampak yang ditimbulkan oleh multikolinieritas adalah tidak dapatnya interpretasi dilakukan, atau tidak dapatnya koefisien regresi di estimasi. Untuk mendeteksi keberadaan multikolinieritas tersebut dapat dilakukan dengan melakukan uji *VIF* dan *Tolerance (TOL)* : Bila nilai *VIF* kecil mendekati angka 1, maka dapat dikatakan dalam persamaan regresi tersebut tidak ada multikolinieritas.

Untuk mengatasi kolinieritas, maka dapat dilakukan beberapa cara yaitu:

1. Mengeluarkan variabel bebas yang kolinier dari model.

Dengan mengeluarkan salah satu variabel yang berkorelasi, tentunya akan menghilangkan masalah tersebut, tetapi harus berhati-hati karena variabel yang dikeluarkan tersebut justru merupakan variabel yang sangat penting.

2. Mentransformasikan variabel, yaitu dengan jalan melakukan perbedaan, membuat rasio dan mentransformasikan persamaan menjadi bentuk logaritma atau mengubah X menjadi $\frac{1}{X}$, \sqrt{X} atau X^2 .
3. Mencari data tambahan

Pemeriksaan dan Pengujian Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas adalah varians setiap *error term* tidak memiliki varians yang konstan. Konsekuensinya adalah penaksiran dalam kasus heteroskedastisitas merupakan penaksiran yang tidak efisien walaupun tidak bias, maksudnya penaksiran yang tidak memberikan varians terkecil. Pengujian untuk mendeteksi heteroskedastisitas terbagi atas dua, yaitu : Metode Grafik, dengan melihat plot antara residual dan variabel x . Bila titik-titik yang diplot tersebut tidak mencerminkan suatu pola yang sistematis maka dapat dikatakan random sehingga variannya merupakan homoskedastisitas. Sebaliknya bila menunjukkan adanya pola yang sistematis, maka variannya heteroskedastis. Untuk mengatasi heteroskedastisitas, maka dapat dilakukan beberapa teknik yaitu:

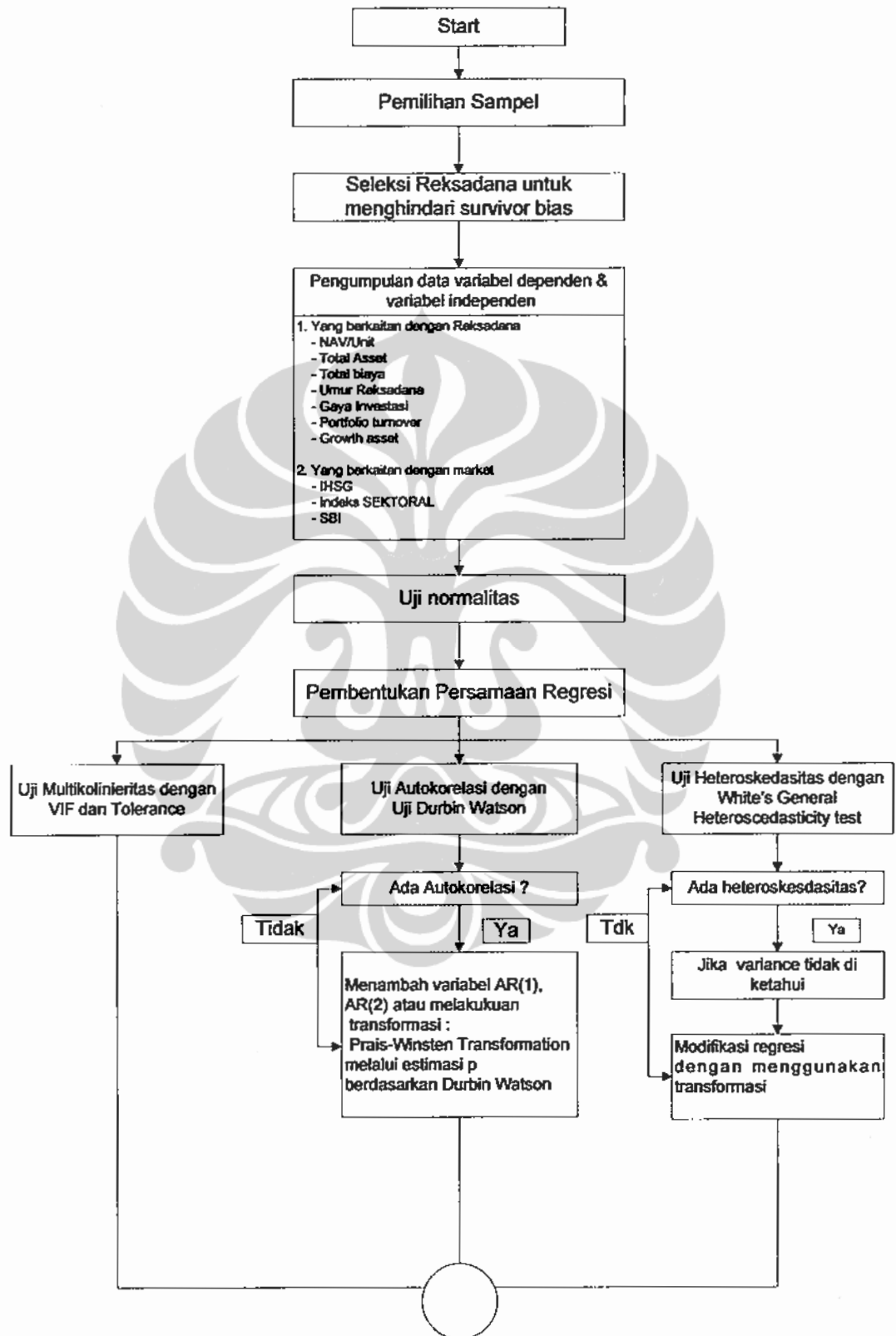
1. Metode GLS, pada metode ini hanya dapat diterapkan jika σ_j^2 diketahui.
2. Transformasi dengan $\frac{1}{x_j}$, dimana pada teknik ini jika ternyata nilai-nilai σ_j^2 hampir tidak pernah diketahui. Bila hasil transformasi tersebut telah menyebabkan residualnya menjadi konstan, maka residual tersebut telah menjadi homoskedastis.
3. Transformasi dengan $\frac{1}{\sqrt{x_i}}$, pada transformasi ini di asumsikan bahwa $E(u_j^2) = \sigma^2 X_j$
4. Transformasi dengan $E(Y_i)$, transformasi ini dilandasi dengan asumsi bahwa :

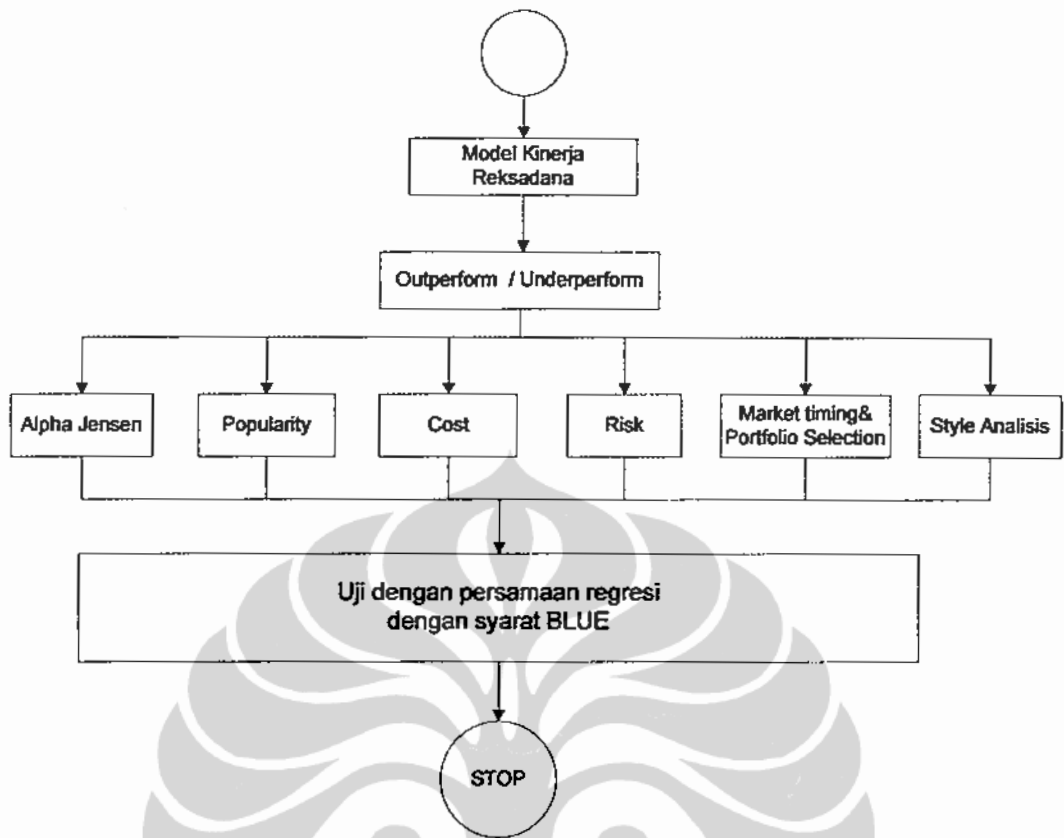
$$E(u_j^2) = \sigma^2 [E(Y_j)]^2.$$

5. Transformasi dengan logaritma, di mana pada transformasi ini ditujukan untuk memperkecil skala antar variabel bebas. Dengan semakin sempitnya jarak nilai yang diobservasi, diharapkan variasi *error* juga tidak akan berbeda antar kelompok observasi.



Gambar 1V.1 Diagram Analisis





BAB 5

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Sesuai dengan tujuan penelitian yang bertujuan untuk menguji kinerja reksadana saham di Indonesia dengan mengkaitkannya terhadap faktor-faktor lain serta melihat kekonsistenan kinerja reksadana tersebut, maka pada bab lima ini penulis akan mencoba untuk menguraikannya satu persatu. Uraian dari bab lima ini akan dimulai dengan deskripsi statistik, kemudian dilanjutkan dengan model empiris yang digunakan dalam penelitian ini, serta yang terakhir adalah hasil analisis dari pengolahan data yang telah dilakukan baik dengan menggunakan SPSS 15, E-Views 4, maupun dengan Program Solver 7.1 Microsoft Excell.

5.1 Deskripsi Statistik

Profil Sampel Reksadana

Setelah melakukan penyeleksian terhadap 39 reksadana saham dan 22 reksadana campuran yang masih aktif dan telah berumur sedikitnya 3 tahun, maka didapat 18 reksadana. 18 reksadana tersebut tercatat sebagai reksadana saham maupun reksadana campuran dengan batasan minimal melakukan investasi pada sekuritas berbasis saham sedikitnya 50% dari total portfolio. Berdasarkan kriteria tersebut, dari 39 reksadana saham yang ada terpilih 17 sampel reksadana. Sedangkan untuk reksadana campuran, dari 22 sampel yang ada hanya ada 1 reksadana yang diikutsertakan dalam sampel penelitian ini yaitu reksadana Bahana Infrastruktur.

Berikut ini merupakan tabel dari profil reksadana yang menjadi sampel penelitian sepanjang periode Agustus 2004 hingga Agustus 2007.

Tabel 5.1 : Profil Sampel Reksadana per 31 Agustus 2007

No	Nama Reksadana	Tanggal Pendirian	NAV	NAV/Unit	Yield 3 Th
1	Schroeder Prestasi Plus	25-Sep-00	6,862,919,299,100.00	10,547.02	2.005
2	Fortis Ekuitas	28 Februari 2001	3,946,049,386,876.00	7,735.41	3.057
3	Manulife Dana Saham	7 Agustus 1998	2,454,268,936,935.00	5,263.46	2.427
4	Trim Kapital	1 Agustus 1996	804,285,757,360.03	3,923.54	2.931
5	Panin Dana Maksima	27 Maret 1997	688,112,356,793.00	15,965.71	2.519
6	Bahana Dana Prima	1 Agustus 1996	188,739,995,791.00	6,806.97	1.875
7	Si Dana Saham	9 Desember 1999	140,213,507,392.00	19,242.88	2.122
8	Platinum Saham	12 Februari 2004	126,599,403,276.00	3,788.61	2.881
9	Danareksa Mawar	5 Juli 1997	116,753,034,245.42	3,894.10	1.811
10	Phinisi Dana Saham	7 Agustus 1998	86,644,951,214.00	8,978.06	2.288
11	BNI Berkembang	30-Sep-96	84,309,183,502.59	2,575.30	1.310
12	Rencana Cerdas	8 Juli 1999	48,483,884,560.00	5,543.18	2.155
13	Bahana Infrastruktur	1 Agustus 1996	46,379,306,697.00	3,923.37	1.473
14	ABN Amro Equity Fund Value	16Desember 1996	29,799,638,725.00	3,573.07	0.631
15	Big Nusantara	26 Februari 1997	5,874,698,517.98	704.03	0.078
16	Dana Sentosa	13 Oktober 2003	5,385,394,593.08	1,704.60	0.589
17	Nikko Saham Nusantara	26 Juni 1997	5,247,963,975.40	1,267.11	0.940
18	Maestro Dinamis	29-Jul-97	4,320,615,568.00	2,438.58	1.670

Sumber : hasil olahan penulis (2007)

Dari Tabel 5.1 di atas, dapat dilihat bahwa reksadana yang memiliki aset kelolaan yang terbesar adalah Schroeder Prestasi Plus dengan dana kelolaan per tanggal 31 Agustus 2007 adalah sebesar Rp 6,862,919,299,100.00, kemudian diikuti oleh reksadana Fortis Ekuitas dan reksadana Manulife Dana Saham. Sedangkan aset kelolaan yang terkecil adalah reksadana Maestro Dinamis dengan dana kelolaannya hanya sebesar Rp 4,320,615,568.00. Namun besar dan kecilnya kelolaan aset tersebut bukan merupakan suatu ukuran untuk dapat melihat kinerja reksadana. Walaupun memang dengan pengelolaan dana yang besar dapat dijadikan salah satu indikator

untuk menunjukkan soliditas suatu reksadana dalam menghadapi penarikan dalam jumlah yang besar. Sedangkan pertumbuhan jumlah dana kelolaan dapat menjadi salah satu indikator yang menunjukkan kepercayaan investor terhadap produk reksadana tersebut. Pada Tabel 5.1, kita juga dapat melihat besarnya *yield* 3 tahun dari masing-masing reksadana sampel. Untuk *yield* 3 tahun yang tertinggi adalah *yield* yang diberikan oleh reksadana Fortis Ekuitas sebesar 3,057 kemudian diikuti oleh *yield* reksadana Trim Kapital sebesar 2,931. Sedangkan nilai *yield* 3 tahun yang terendah adalah *yield* dari reksadana Big Nusantara yang dikelola oleh Bhakti Aset Management. Nilai *yield* ini mencerminkan seberapa besar tingkat pengembalian yang telah diberikan oleh reksadana tersebut dalam kurun waktu 3 tahun sejak bulan Agustus 2004 hingga Agustus 2007.

Variabel *Excess Return* Pasar ($R_m - R_f$) dan Variabel *Excess Return* Reksadana ($R_p - R_f$)

Untuk mendapatkan nilai dari *excess return* pasar, maka harus menghitung terlebih dahulu selisih dari tingkat pengembalian pasar dengan tingkat pengembalian bebas resiko yang diproxikan dengan SBI. Variabel ini akan digunakan sebagai variabel bebas pada perhitungan kinerja reksadana. Sedangkan untuk mendapatkan nilai dari *excess return* reksadana, perhitungannya adalah dengan menghitung selisih dari tingkat pengembalian reksadana dengan tingkat pengembalian bebas resiko. Jumlah observasi yang dilakukan adalah sebanyak 37, yaitu dimulai dari bulan Agustus 2004 hingga Agustus 2007 dari 18 reksadana yang dijadikan sampel dalam penelitian ini. Berikut ini merupakan deskripsi statistik dari $R_m - R_f$ dan $R_p - R_f$ yang akan digunakan dalam penelitian ini:

Tabel 5.2 : Perbandingan *excess return* pasar ($R_m - R_f$) dengan *excess return* reksadana ($R_p - R_f$)

	Observasi	Mean	Min	Max	σ
<i>Excess Return</i> Pasar ($R_m - R_f$)	37	0.0264	-0.1550	0.1336	0.0706
<i>Excess Return</i> Reksadana ($R_p - R_f$):					
Trimegah Kapital	37	0.0422	-0.3099	0.7501	0.0153
Fortis Ekuitas	37	0.0359	-0.1233	0.1573	0.0719
Platinum Saham	37	0.0355	-0.1548	0.2093	0.0813
Panin Dana Maksima	37	0.0318	-0.1448	0.1476	0.0687
Manulife Dana Saham	37	0.0312	-0.1169	0.1492	0.0706
Phinisi Dana Saham	37	0.0302	-0.1224	0.1624	0.0731
Schroeder Dana Prestasi Plus	37	0.0276	-0.1347	0.1434	0.0736
Bahana Dana Prima	37	0.0266	-0.1391	0.1474	0.0781
Danareksa Mawar	37	0.0256	-0.1294	0.1418	0.0700
BNI Dana Berkembang	37	0.0255	-0.2543	0.6640	0.1373
Si Dana Saham	37	0.0250	-0.1405	0.1270	0.0706
Rencana Cerdas	37	0.0242	-0.3064	0.2375	0.1185
Maestro Dinamis	37	0.0240	-0.1156	0.1234	0.0644
Bahana Dana Infrastruktur	37	0.0192	-0.1385	0.1326	0.0696
Nikko Saham Nusantara	37	0.0157	-0.1396	0.2113	0.0782
ABN Amro Indonesia Equity Value Fund	37	0.0140	-0.2687	0.1520	0.0932
Dana Sentosa	37	0.0101	-0.1628	0.1254	0.0743
Big Nusantara	37	0.0001	-0.1737	0.1359	0.0713

Sumber : hasil olahan data penulis (2007)

Pada Tabel 5.2 menunjukkan perbandingan antara *excess return* pasar (selisih tingkat pengembalian pasar) dengan *excess return* reksadana (selisih tingkat pengembalian reksadana) selama periode penelitian dengan jumlah periode N sebanyak 37 bulan. Nilai *mean* menunjukkan rata-rata *excess return* bulanan selama periode Agustus 2004 hingga Agustus 2007. Untuk rata-rata *excess return* bulanan pasar adalah sebesar 0,0264, sedangkan untuk rata-rata *excess return* bulanan reksadana berkisar antara 0,0001 hingga 0,0422. Jika dilihat dari nilai *mean* yang ada, maka hal tersebut menggambarkan bahwa secara rata-rata selisih dari tingkat

pengembalian reksadana yang diteliti memiliki nilai yang cukup bervariasi. Dari 18 reksadana yang diteliti, 10 reksadana memiliki nilai rata-rata bulanan dengan selisih tingkat pengembaliannya di bawah rata-rata selisih *excess market return*. Sedangkan 8 reksadana yang lain memiliki rata-rata selisih *excess return* di atas selisih tingkat *excess market return*.

Variabel Faktor Popularitas Reksadana

Seperti yang telah diuraikan pada bab 1 mengenai tujuan penelitian ini, maka penulis menggunakan faktor popularitas reksadana untuk mengukur kinerja reksadana dengan menghubungkan kepopuleran reksadana yang diteliti. Faktor popularitas ini akan di-*proxi*-kan oleh empat variabel, yang pertama adalah Ln Asset merupakan *logaritma natural* dari variabel besarnya nilai aktiva bersih reksadana pada periode t . Variabel kedua dan ketiga dari *proxi* popularitas ini adalah besarnya pertumbuhan aset reksadana dan Ln Age yang merupakan *logaritma natural* dari lamanya reksadana tersebut beroperasi. Sedangkan variabel terakhir dari *proxi* popularitas ini adalah tingkat pengembalian kinerja reksadana bulan sebelumnya. Jumlah sampel yang diobservasi adalah 18 reksadana untuk periode Agustus 2004 hingga Agustus 2007. Berikut ini merupakan tabel deskriptif dari faktor popularitas statistik yang digunakan:

Tabel 5.3 Deskriptif Statistik Faktor Popularitas Reksadana:

Reksadana	Ln Asset			Growth			Ln Age			PRIMO			
	Mean	Min	Max	Mean	Min	Max	Mean	Min	Max	Mean	Min	Max	Std
ABN Amro Equity	23.628	22.944	24.511	0.024	0.024	-0.438	0.792	0.202	4.564	4.883	0.096	0.150	0.082
Bahana Infrastruktur	23.143	21.635	24.560	0.196	0.196	0.000	0.302	0.540	4.431	4.787	0.107	0.154	0.049
Bahana Dana Prima	25.226	24.418	25.964	0.082	0.082	0.000	0.523	0.125	4.564	4.883	0.096	0.146	0.041
Big Nusantara	22.398	21.998	22.995	0.031	0.031	0.000	0.245	0.052	4.431	4.787	0.107	0.165	0.064
BNI Dana Berkembang	25.227	23.767	26.102	0.125	0.125	0.006	0.011	0.224	4.564	4.883	0.096	0.663	0.128
Dana Sentosa	22.399	22.229	22.806	0.103	0.103	0.002	0.030	0.397	2.485	3.871	0.400	0.125	0.053
Danareksa Mawar	24.734	24.019	25.483	0.076	0.076	0.002	0.399	0.107	4.564	4.883	0.096	0.142	0.051
Fortis Ekuitas	26.103	23.809	29.004	0.168	0.168	-0.168	0.050	0.219	3.584	4.277	0.206	0.157	0.051
Maestro Dinamls	21.662	21.020	22.227	0.072	0.072	0.006	0.992	0.169	4.431	4.787	0.107	0.122	0.045
Manulife Dana Saham	26.786	23.953	28.529	0.173	0.173	0.012	0.021	0.232	2.485	3.871	0.400	0.146	0.050
Nikko Saham Nusantara	22.452	22.170	22.995	0.040	0.040	-0.026	0.600	0.099	4.431	4.787	0.107	0.210	0.058
Parin Dana Maksima	25.409	24.367	27.257	0.100	0.100	0.007	0.822	0.142	4.431	4.787	0.107	0.148	0.047
Philnisi Dana Saham	25.010	24.390	25.484	0.051	0.051	0.000	0.319	0.065	4.431	4.787	0.107	0.162	0.055
Platinum Saham	25.315	23.003	26.381	0.140	0.140	0.016	0.740	0.027	2.485	3.871	0.066	0.209	0.011
Rencana Cerdas	24.290	23.763	24.704	0.069	0.069	0.006	0.202	0.057	4.094	4.564	0.141	0.137	0.053
Schroeder Dana Prestasi Plus	28.515	27.011	29.557	0.077	0.077	-0.130	0.372	0.119	3.871	4.431	0.167	0.143	0.052
SI Dana Saham	25.203	23.028	26.168	0.092	0.092	-0.289	0.844	0.247	4.564	4.883	0.096	0.145	0.056
Trimegah Kapital	25.522	22.381	27.413	0.171	0.171	-0.203	0.164	0.285	4.564	4.883	0.096	0.750	0.145

Sumber : hasil olahan data penulis (2007)

Dari Tabel 5.3 di atas mengenai deskriptif statistik variabel yang di-*proxi*-kan sebagai faktor popularitas, untuk variabel ln aset terkecil adalah ln aset dari reksadana Maestro Dinamis sedangkan yang terbesar adalah ln aset reksadana Schroeder Prestasi Plus. Hal ini menggambarkan bahwa besarnya aset dari reksadana Schroeder Prestasi Plus memiliki jumlah nilai aktiva bersih yang terbesar sepanjang periode penelitian. Sedangkan untuk variabel pertumbuhan aset yang terbesar justru pertumbuhan aset dari reksadana Manulife Dana Saham. Hal ini menunjukkan bahwa walaupun nilai aktiva bersih reksadana Schroeder Prestasi Plus terbesar, namun tidak diikuti dengan besarnya pertumbuhan aset dari reksadana tersebut. Pertumbuhan aset ini menggambarkan seberapa besar kenaikan atau penurunan dari besarnya total aset. Hal ini bisa diakibatkan dari adanya pencairan atau pembelian dari reksadana bersangkutan. Untuk variabel umur reksadana, menunjukkan bahwa reksadana Bahana Infrastruktur merupakan reksadana yang beroperasinya terlama karena memang pendirian reksadana tersebut sejak Januari 1996. Untuk reksadana termuda adalah reksadana Platinum Saham, dimana reksadana tersebut baru beroperasi pada bulan Pebruari 2004. Sedangkan untuk variabel tingkat pengembalian reksadana sebelumnya yang tertinggi adalah reksadana Trimegah Kapital, dan yang terkecil adalah reksadana Big Nusantara.

Variabel Faktor Biaya Reksadana

Kinerja reksadana yang baik menurut penelitian ini, diasumsikan oleh penulis adalah reksadana yang dapat memberikan kestabilan kinerjanya dengan melihat kinerjanya tersebut dari berbagai aspek, diantaranya dari faktor biaya ini. Untuk itu, pada penelitian ini untuk pengukuran kinerjanya juga akan menambahkan pula variabel faktor biaya yang di-*proxi*-kan dengan *expense ratio*, *load fee ratio* dan *portfolio turnover ratio*.

Tabel 5.4 Deskriptif Faktor Biaya Reksadana

Reksadana	Expense Ratio				Load Fee Ratio				Portfolio Turnover Ratio			
	Mean	Min	Max	Std	Mean	Min	Max	Std	Mean	Min	Max	Std
	ABN Amro Equity	0.0192	0.0059	0.0718	0.0145	0.0013	0.0000	0.0167	0.0029	1.0039	0.0013	2.0017
Bahana Infrastruktur	0.0118	0.0019	0.0423	0.0113	0.0003	0.0000	0.0113	0.0036	0.9895	0.7191	1.1880	0.0782
Bahana Dana Prima	0.0111	0.0038	0.0315	0.0064	0.0016	0.0001	0.0051	0.0010	0.9925	0.9318	1.1047	0.0362
Big Nusantara	0.0337	0.0028	0.0855	0.0220	0.0001	0.0000	0.0019	0.0003	1.4534	1.0000	3.2060	0.4665
BNI Dana Berkembang	0.0114	0.0017	0.0844	0.0199	0.0003	0.0000	0.0022	0.0006	1.2127	1.0009	1.8048	0.1727
Dana Sentosa	0.0146	-0.1307	0.1254	0.0056	0.0095	0.0012	0.0223	0.0002	0.0000	0.0000	0.0010	0.0990
Danareksa Mawar	0.0376	0.0007	0.1085	0.0335	0.0005	0.0000	0.0026	0.0009	1.0014	0.9038	1.0988	0.0359
Fortis Ekuitas	0.0112	0.0043	0.0222	0.0056	0.0025	0.0000	0.0153	0.0045	0.9751	0.7929	1.0154	0.0489
Maestro Dinamis	0.0418	0.0085	0.0933	0.0274	0.0004	0.0000	0.0074	0.0013	0.9860	0.6847	1.0186	0.0570
Manulife Dana Saham	0.0397	0.1024	0.0000	0.0240	0.0009	0.0000	0.0058	0.0021	0.9885	0.8317	1.1332	0.0491
Nikko Saham Nusantara	0.0381	0.0000	0.1491	0.0338	0.0528	0.0000	4.3914	1.1233	1.0156	0.8885	1.4996	0.0985
Panin Dana Maksima	0.0113	0.0041	0.0177	0.0031	0.0004	0.0000	0.0043	0.0010	0.9967	0.9143	1.0915	0.0293
Phinisi Dana Saham	0.0240	0.0082	0.0401	0.0081	0.0001	0.0000	0.0023	0.0017	1.0019	0.9085	1.2407	0.0459
Platinum Saham	0.0135	0.0051	0.0285	0.0064	0.0001	0.0000	0.0036	0.0021	1.0017	0.8120	1.1057	0.0540
Rencana Cerdas	0.0236	0.0080	0.0511	0.0107	0.0001	0.0000	0.0014	0.0010	0.9923	0.9059	1.0590	0.0305
Schroeder Dana Prestasi Plus	0.0114	0.0051	0.0300	0.0058	0.0007	0.0000	0.0051	0.0020	0.9909	0.9389	1.0262	0.0198
SI Dana Saham	0.0160	0.0049	0.0381	0.0085	0.0005	0.0000	0.0190	0.0110	0.8570	0.0000	1.1066	0.3440
Trimegah Kapital	0.0063	0.0004	0.0380	0.0096	0.0014	0.0000	0.0123	0.0038	0.9956	0.7661	1.1389	0.0565

Sumber : hasil olahan data penulis (2007)

Dari Tabel 5.4 mengenai statistik deskriptif variabel yang dijadikan *proxi* faktor biaya reksadana, menunjukkan bahwa *expense ratio* yang terkecil adalah *expense ratio* dari reksadana Trimegah Kapital. Hal ini mengindikasikan bahwa biaya manajemen dan biaya kustodi yang dibebankan kepada reksadana tersebut memiliki persentase terkecil daripada reksadana lainnya. Pada prospektus reksadana Trimegah Kapital memang dikatakan bahwa biaya manajemen hanya sebesar 1% dari total NAV sedangkan reksadana yang lainnya membebankan biaya manajemen ini berkisar antara 1,25% hingga 2,50%. Begitu pula dengan biaya kustodinya hanya sebesar 0,22%, sedangkan reksadana yang lain berkisar sebesar 0,25%. Untuk *load fee ratio*, hampir seluruh reksadana memiliki rata-rata yang tidak jauh berbeda. Hal ini menggambarkan bahwa untuk biaya penjualan dan biaya pencairan dari reksadana yang diteliti memiliki kisaran yang sama. Biasanya biaya yang dibebankan untuk pembelian reksadana sekitar 0,5% hingga 1%. Begitu pula biaya pencairan reksadana berkisar antara 0,25% hingga 0,5%. Variabel yang terakhir adalah *portfolio turnover ratio*, variabel ini merupakan besarnya biaya yang dibebankan kepada reksadana akibat adanya aktivitas transaksi jual beli saham yang dilakukan oleh manajer investasi. *Portfolio turnover ratio* terbesar adalah reksadana Big Nusantara. Hal ini menunjukkan bahwa biaya yang diakibatkan adanya aktivitas transaksi jual beli dari reksadana Big Nusantara tertinggi bila dibandingkan dengan reksadana yang lain.

Variabel Faktor Resiko Reksadana

Faktor selanjutnya yang dikaitkan dengan pengukuran kinerja reksadana adalah faktor resiko yang di-*proxi*-kan dengan *cash ratio*, PER dan PBV. Berikut ini merupakan tabel deskriptif ketiga variabel tersebut:

Tabel 5.5 Deskriptif Statistik Faktor Resiko Reksadana

Reksadana	Cash Ratio				PER				PBV			
	Mean	Min	Max	Std	Mean	Min	Max	Std	Mean	Min	Max	Std
	ABN Amro Equity	0.0306	0.0016	0.1465	0.0326	15.5229	3.7295	23.7065	3.7073	5.0105	2.9893	7.7462
Bahana Infrastruktur	0.1491	0.0114	0.5219	0.1451	11.9874	1.1133	19.1786	3.7947	2.3746	0.9604	3.9841	1.0209
Bahana Dana Prima	0.1229	0.0123	0.3109	0.0758	13.7300	4.0501	19.1630	3.3629	3.5585	2.1858	5.0357	0.7059
Big Nusantara	0.0243	0.0006	0.1739	0.0360	10.5826	3.2584	21.5738	5.9086	2.0672	0.7130	4.1254	0.7571
BNI Dana Berkembang	0.1009	0.0044	0.4498	0.0966	15.5469	4.8444	31.1922	4.8088	3.4466	0.7486	4.9923	1.0082
Dana Sentosa	0.1488	0.0000	0.4616	0.1101	14.7807	2.4943	28.5466	7.0649	1.8346	0.7535	2.8466	0.6098
Danareksa Mawar	0.1316	0.0103	0.3172	0.0704	14.2840	9.8688	19.7468	2.5710	4.4536	2.2583	5.5749	0.8769
Fortis Ekultas	0.0750	0.0041	0.2071	0.0600	15.5362	10.9993	23.5898	3.1164	3.5749	2.2766	4.7600	0.6314
Maestro Dinamis	0.1338	0.0200	0.3397	0.0872	16.1188	10.9630	19.0498	1.5961	4.2374	3.0568	5.8962	0.8387
Manulife Dana Saham	0.0002	0.0142	0.0334	0.0299	13.7281	8.8696	17.6831	2.8237	3.7242	2.3507	6.1528	1.0065
Nikko Saham Nusantara	0.2000	0.0076	0.4936	0.1330	28.2670	5.5742	94.6940	27.9552	1.9596	0.7744	5.8841	1.0523
PanIn Dana Maksima	0.0243	0.0028	0.1712	0.0288	10.9076	1.6533	24.1468	6.0189	2.8458	1.0766	9.8965	1.4453
Philnisi Dana Saham	0.0133	0.1329	0.4529	0.0790	13.6691	9.7269	17.3028	2.4650	3.7723	2.4847	4.7962	0.7841
Platinum Saham	0.0470	0.0035	0.1484	0.0381	15.1191	7.5634	25.2908	3.9598	2.7020	1.5881	4.1613	0.6072
Rencana Cerdas	0.0226	0.0300	0.1408	0.0400	14.5622	9.3658	22.2658	3.4547	4.1584	2.5448	8.1430	1.2431
Schroeder Dana Prestasi Plus	0.0405	0.0022	0.1094	0.0251	14.4914	8.6732	22.0427	3.8855	3.7492	2.0848	5.0437	1.0658
SI Dana Saham	0.0334	0.0016	0.1290	0.0284	13.8294	9.0802	20.4945	2.7301	3.6512	2.4752	5.7402	0.5926
Trimegah Kapital	0.0559	0.0010	0.2352	0.0497	17.6823	8.7227	32.2393	5.5459	3.3921	1.3275	4.9006	0.8023

Sumber : hasil olahan data penulis (2007)

Pada Tabel 5.5, ditunjukkan data deskriptif faktor resiko reksadana yang di-proxi-kan oleh *cash ratio*, PER dan PBV dari masing-masing sampel reksadana yang diobservasi. *Cash ratio* menggambarkan besarnya kas dari masing-masing reksadana tersebut dibandingkan dengan total nilai aktiva bersihnya. Semakin banyaknya kas yang ada dalam portfolio reksadana maka akan semakin tinggi *cash rasionya*. Dari 18 sampel yang diobservasi selama kurun waktu Agustus 2004 hingga Agustus 2007, reksadana Manulife Saham memiliki rata-rata *cash ratio* yang terkecil. Hal ini menunjukkan bahwa dalam portfolionya, sebagian besar asetnya dialokasikan pada aset sekuritas. Sedangkan reksadana Fortis Ekuitas memiliki rata-rata bobot PER dan PBV yang tertinggi diantara reksadana yang lainnya. Hal ini mengindikasikan, kemungkinan besar saham-saham yang dikoleksi oleh reksadana tersebut memiliki PER dan PBV yang tinggi pula.

5.2 Pengukuran Kinerja Reksadana

Untuk mengukur kinerja Reksadana Saham di Indonesia, dalam penelitian ini akan menggunakan model yang dikembangkan oleh Jensen (1968), dimana pada pengukuran faktor beta yang didasarkan atas pengembangan teori CAPM. Metode Jensen akan menilai kinerja investasi berdasarkan atas seberapa besar kinerja manajer investasi tersebut mampu memberikan kinerja di atas kinerja pasar sesuai dengan resiko yang dimilikinya. Kelebihan inilah yang digambarkan Jensen sebagai perpotongan garis linier pada sumbu y dan disebut dengan perpotongan Jensen atau *Jensen intercept* dengan notasi Alpha. Semakin tinggi nilai alfa positif, maka reksadana tersebut semakin baik kinerjanya. *Predictive sign* untuk α dan β adalah positif.

Modelnya adalah sebagai berikut : $R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p(R_{mt} - R_{ft}) + \epsilon_{pt} \dots\dots(5.1)$

Di mana:

α_p = Ukuran kinerja Reksadana Jensen

R_{pt} = Tingkat pengembalian reksadana pada periode t

R_{ft} = Tingkat pengembalian sekuritas bebas resiko pada periode t

R_{mt} = Tingkat pengembalian pasar pada periode t

ϵ_{pt} = error term

Dengan menggunakan persamaan (5.1), maka model yang digunakan harus mengikuti teorema Gaus Markov, dimana *estimator linier* yang baik harus memiliki sifat BLUE. Setelah melakukan pemeriksaan dengan uji t, maka didapatkan bahwa model yang dibuat telah bersifat BLUE. Kemudian dilanjutkan dengan melakukan pengujian kecocokan model (*Goodness of fit*), yang dinotasikan dengan R^2 . Dari nilai yang didapatkan, nilai R^2 selalu berada di antara 0 hingga 1, dengan demikian model yang dibuat dapat menjelaskan hubungan antara variabel bebas dan variabel terikat. Berdasarkan hasil pengolahan data dengan menggunakan SPSS 15, didapatkan hasilnya adalah sebagai berikut:

Tabel 5.6 Hasil perhitungan Kinerja Alpha Jensen

No	Dependen Variabel Rp-Rf Predictive sign		Intercept	Rm-Rf	Adjusted R squared	F	Sig
			+	+			
1	ABN Amro Indonesia Equity Value Fund	Coeff	0.040	0.294			
		t	0.237	1.820			
		Sig	0.081	0.077	0.160	3.312	0.027
2	Bahana Dana Infrastruktur	Coeff	0.008	0.040			
		t	0.712	2.811			
		Sig	0.481	0.008	0.184	7.902	0.008
3	Bahana Dana Prima	Coeff	0.015	0.039			
		t	1.181	2.522			

No	Dependen Variabel	Rp-Rf	Intercept	Rm-Rf	Adjusted R squared	F	Sig
		Sig	0.024	0.016	0.154	6.358	0.016
4	Big Nusantara	Coeff	-0.008	0.032			
		t	-0.689	1.969			
		Sig	0.496	0.057	0.104	3.876	0.006
5	BNI Dana Berkembang	Coeff	0.013	0.047			
		t	0.552	2.461			
		Sig	0.084	0.015	0.310	7.134	0.015
6	Dana Sentosa	Coeff	-0.002	0.042			
		t	-0.143	2.768			
		Sig	0.087	0.009	0.156	7.664	0.009
7	Danareksa Mawar	Coeff	0.015	0.040			
		t	1.321	2.583			
		Sig	0.195	0.014	0.136	6.671	0.014
8	Fortis Ekuitas	Coeff	0.024	0.044			
		t	2.110	2.792			
		Sig	0.062	0.008	0.591	7.798	0.008
9	Maestro Dinamis	Coeff	0.014	0.378			
		t	1.340	2.694			
		Sig	0.010	0.011	0.172	7.259	0.011
10	Manulife Dana Saham	Coeff	0.021	0.037			
		t	1.828	2.360			
		Sig	0.161	0.024	0.137	5.571	0.024
11	Nikko Saham Nusantara	Coeff	0.003	0.003			
		t	0.252	2.815			
		Sig	0.080	0.008	0.161	7.923	0.008
12	Panin Dana Maksima	Coeff	0.021	0.021			
		t	1.889	2.726			
		Sig	0.067	0.010	0.152	7.434	0.010
13	Phinisi Dana Saham	Coeff	0.020	0.036			
		t	1.667	2.310			
		Sig	0.104	0.027	0.108	5.336	0.027

No	Dependen Variabel				Adjusted R squared	F	Sig
	Rp-Rf	Intercept	Rm-Rf				
	Predictive sign	+	+				
14	Platinum Saham	Coeff	0.025	0.036			
		t	1.850	2.114			
		Sig	0.073	0.042	0.113	4.468	0.015
15	Rencana Cerdas	Coeff	0.010	0.519			
		t	0.522	1.923			
		Sig	0.061	0.063	0.169	6.697	0.026
16	Schroeder Dana Prestasi Plus	Coeff	0.016	0.042			
		t	1.330	2.806			
		Sig	0.192	0.008	0.16	7.875	0.008
17	Si Dana Saham	Coeff	0.015	0.039			
		t	1.271	2.469			
		Sig	0.212	0.019	0.124	6.097	0.019
18	Trimegah Kapital	Coeff	0.032	0.392			
		t	1.186	1.088			
		Sig	0.224	0.284	0.181	7.184	0.028

Sumber : hasil olahan data penulis (2007)

Dari Tabel 5.6, dengan menggunakan SPSS 15 dan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$, pada pengujian Anova keseluruhan reksadana yang diteliti memiliki nilai F statistik antara 3,31 hingga 7,798 dengan nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05. Dengan nilai signifikansi yang cukup tinggi tersebut, dapat dikatakan bahwa variabel bebas yang digunakan dalam model dapat menjelaskan pengaruhnya terhadap variabel terikat. Sedangkan nilai *Adjusted R squared* hanya berkisar antara 0,11 sampai dengan 0,184 Hal ini mengindikasikan bahwa variasi *excess return* reksadana yang dapat diterangkan oleh *excess return* pasar hanya berkisar antara 11% hingga 18,4% sedangkan sisanya di terangkan oleh variabel lain.

Dari Tabel 5.6 dapat pula diketahui pula bahwa secara rata-rata kinerja dari reksadana sampel yang menjadi obyek dalam penelitian ini bila dihitung dengan menggunakan metode Jensen tanpa mempertimbangkan faktor-faktor yang lain, akan memberikan nilai alpha yang positif. Hanya ada 2 reksadana yang memiliki nilai alpha negatif. Sehingga dapat dikatakan bahwa dari 18 reksadana yang diteliti, ada 16 reksadana yang memiliki kinerja di atas pasar (*outperform*), sedangkan 2 reksadananya lainnya yaitu reksadana Big Nusantara dan reksadana Dana Sentosa kinerjanya masih di bawah pasar (*underperform*). Kita juga bisa bandingkan, bahwa walaupun pada nilai *mean* kedua reksadana tersebut memiliki rata-rata *excess return* reksadana yang positif, namun pada pengujian hipotesisnya ternyata kedua reksadana tersebut memiliki kinerja dibawah kinerja pasar. Dari hasil tersebut, penulis menyimpulkan bahwa reksadana yang diteliti secara rata-rata masih memiliki kinerja yang lebih baik dari kinerja pasar.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Beers dan Madura (2000), Dutta (2002), Grinblatt dan Titmant (2002), Goetzmann dan Ibbotson (1994), Hendricks, Pattel dan Zechkauser (1993), Pattel dan Ibbotson (2002), Volkman dan Wohar (1995) dan (1996), yang menguatkan dugaan adanya *market* yang tidak efisien dengan menemukan beberapa pembuktian dari adanya kemenangan beberapa manajer investasi terhadap kinerja reksadana yang dapat mengungguli pasar. Dan hasil penelitian ini konsisten pula seperti yang dilakukan di Indonesia oleh Dewa (1999) dan Doede (2004) yang menemukan bahwa kinerja reksadana selama periode penelitian tahun 1999-2003 memiliki kinerja yang lebih baik dari kinerja pasar yang menjadi *benchmarknya*.

Dari hasil ini, penulis menyimpulkan bahwa pasar modal di Indonesia memang tidak efisien, sehingga dari 18 reksadana yang diteliti hampir semuanya

memiliki kinerja yang dapat mengguguli pasar. Hal ini diduga berkaitan erat dengan kemampuan manajer investasi untuk mendapatkan informasi, baik informasi yang dipublikasikan maupun informasi yang tidak dipublikasikan yang berhubungan dengan kinerja emiten. Dengan informasi tersebut, manajer investasi berhasil membaca dan mengantisipasi arah dari pergerakan pasar sehingga akan mendapatkan *abnormal return* yang positif. Seperti yang telah diuraikan pada awal paragraph, bahwa semakin tinggi nilai alpha Jensen yang diberikan maka akan semakin baik kinerja reksadana tersebut. Oleh karena itu kinerja reksadana tersebut akan diurutkan dari nilai yang tertinggi hingga yang terendah. Di bawah ini merupakan tabel peringkat kinerja reksadana dengan menggunakan metode Jensen sebelum mempertimbangkan faktor-faktor lain :

Tabel: 5.7 Peringkat Kinerja Reksadana

No	Nama Reksadana	α Jensen
1	Trimegah Kapital	0.032
2	Platinum Saham	0.025
3	Fortis Ekuitas	0.024
4	Manulife Dana Saham	0.021
5	Panin Dana Maksima	0.021
6	Phinisi Dana Saham	0.020
7	Schroeder Dana Prestasi Plus	0.016
8	Bahana Dana Prima	0.015
9	Danareksa Mawar	0.015
10	Si Dana Saham	0.015
11	Maestro Dinamis	0.014
12	BNI Dana Berkembang	0.013
13	Rencana Cerdas	0.010
14	Bahana Dana Infrastruktur	0.008
15	ABN Amro Indonesia Equity Value Fund	0.004
16	Nikko Saham Nusantara	0.003
17	Dana Sentosa	-0.002
18	Big Nusantara	-0.008

Sumber : hasil olahan penulis (2007)

Dari Tabel 5.7 di atas, ternyata reksadana Trimegah Kapital memberikan nilai kinerja reksadana yang tertinggi yaitu 0,032. Sementara reksadana Platinum Saham, reksadana Fortis Ekuitas, reksadana Manulife Dana Saham, reksadana Panin Dana Maksima dan reksadana Phinisi Dana Saham memiliki nilai alpha Jensen yang berkisar antara 0,020 hingga 0,025. Tingginya nilai kinerja reksadana ini konsisten dengan tingginya *yield* 3 tahun yang didapatkan oleh reksadana tersebut.

Tingginya kinerja dari reksadana Trimegah kapital ini, diduga berkaitan erat dengan tujuan dan kebijakan investasi dari reksadana yang tercantum dalam prospektusnya. Dimana reksadana tersebut memiliki kebijakan investasi dengan jalan melakukan strategi portfolio aktif untuk memaksimalkan pertumbuhannya. Pada strategi portfolio aktif ini, manajer investasi akan berusaha melakukan perputaran kelas aset dalam portfolionya dengan jalan melakukan aktivitas jual beli saham sesering mungkin terhadap portfolio reksadananya untuk mendapatkan *capital gain* yang tinggi. Manajer investasi berharap dapat mengidentifikasi saham-saham yang *mispriced* untuk mendapatkan keuntungan yang *abnormal* namun di sisi lain akan ada tambahan biaya yang muncul akibat dari kenaikan biaya transaksi yang terjadi.

Pengukuran Kinerja Reksadana dengan Data Panel

Selain mengukur kinerja reksadana dengan melakukan pengukuran secara individual, penulis juga akan melakukan pengukuran secara *cross section* dan *time series* dengan menggunakan data panel. Digunakannya data panel ini adalah untuk membuktikan bagaimana kinerja reksadana secara keseluruhan selama kurun waktu Agustus 2004 hingga Agustus 2007 memang memiliki kinerja yang lebih baik dari pasar secara bersama-sama. Dengan demikian, hasil yang akan didapat nantinya

dengan penggunaan data panel ini akan dapat mendukung pengukuran yang dilakukan secara individual untuk masing-masing reksadana. Pengujian yang dilakukan akan menggunakan program *software* E-Views karena program SPSS 15 tidak menyediakan fungsi untuk melakukan pengujian dengan menggunakan data panel. Pengolahan datanya dilakukan dengan 2 tahap, yaitu yang pertama adalah pengujian secara *pool section* untuk keseluruhan tahun, dan yang berikutnya adalah pengujian untuk masing-masing tahun. Berikut ini merupakan tabel dari hasil pengolahan dengan menggunakan data panel:

Tabel 5.8 Kinerja Reksadana Alpha Jensen dengan Data Panel:

Dependen Variabel		Intercept	Rm-Rf	R squared	F	Sig
Rp-Rf						
Predictive sign		+	+			
Pool Section	Coeff	0.036	0.045			
N=666	t	3.313	3.978			
	sig	0.000	0.000	0.776	15.824	0.000
Per Year						
2004	Coeff	0.016	0.059			
N= 90	t	5.759	5.024			
	sig	0.000	0.000	0.560	13.541	0.000
2005	Coeff	0.147	0.238			
N= 216	t	2.367	2.783			
	sig	0.021	0.019		12.538	0.000
2006	Coeff	0.231	0.238			
N= 216	t	2.686	2.477			
	sig	0.017	0.014	0.721	2.538	0.000
2007	Coeff	0.388	0.057			
N= 144	t	7.279	7.386			
	sig	0.000	0.000	0.605	3.831	0.000

Sumber : hasil olahan penulis (2007)

Pada pengolahan data secara pool data dengan jumlah N sebesar 666, didapatkan *adjusted R squared*-nya adalah sebesar 0,776 sehingga dapat dikatakan variabel *excess return* pasar dapat menjelaskan *excess return* reksadana sebesar 77,6%. Nilai F sebesar 15,824 dengan tingkat signifikansi 0,000 menggambarkan

bahwa model yang dibuat memiliki slope mendekati nol sehingga memang ada pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Dengan demikian bila menggunakan pool data dan metode alpha Jensen, reksadana yang menjadi sampel penelitian secara rata-rata berhasil mengalahkan kinerja pasar (*outperform*) sepanjang periode penelitian dari Agustus 2004 hingga Agustus 2007. Begitu pula kita dapat lihat dengan melakukan pengujian secara terpisah dari masing-masing tahun selama periode penelitian, maka secara rata-rata kinerja reksadana yang menjadi sampel penelitian berhasil mengalahkan pasar (*outperform*).

Hasil ini menegaskan kembali bahwa memang benar pasar modal kita tidak efisien, sehingga manajer investasi berhasil membaca dan mengantisipasi arah dari pergerakan pasar untuk mendapatkan *abnormal return* yang positif. Hasil pengukuran ini menguatkan pengukuran sebelumnya yang melakukan pengukuran secara individual pada masing-masing reksadana yang menjadi sampel penelitian. Dengan demikian, hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Beers dan Madura (2000), Dutta (2002), Grinblatt dan Titmant (2002), Goetzmann dan Ibbotson (1994), Hendricks, Pattel dan Zechkauser (1993), Pattel dan Ibbotson (2002), Volkman dan Wohar (1995) dan (1996), yang menguatkan dugaan adanya *market* yang tidak efisien dengan menemukan beberapa pembuktian dari adanya kemenangan beberapa manajer investasi terhadap kinerja reksadana yang dapat mengungguli pasar. Sebaliknya, penelitian ini berkontradiksi dengan penelitian yang dilakukan oleh Jensen (1968), Sharpe (1966) dan Treynor (1965) tersebut mendukung efisiensi market dan menolak kemampuan manajer investasi untuk dapat mengalahkan *risk adjusted market portfolio*.

Dan kinerja reksadana selama periode penelitian terlihat bahwa dari tahun-tahun kinerjanya semakin meningkat. Dan nilai kinerja reksadana yang tertinggi ada

pada tahun 2007. Hal ini diduga berkaitan erat dengan semakin membaiknya kinerja pasar modal kita apalagi untuk tahun 2007 ini, IHSG berkali-kali berhasil memecahkan rekor. Untuk tahun 2005 saat terjadi pencairan besar-besaran reksadana pendapatan tetap, kinerja reksadana saham yang menjadi sampel dalam penelitian ini tidak terpengaruh oleh adanya kejadian tersebut. Hal itu kita bisa buktikan dengan nilai alpha yang masih positif dan justru jauh lebih tinggi bila dibandingkan dengan nilai alpha pada tahun 2004.

5.2 Pengaruh Popularitas Reksadana terhadap Kinerjanya

Pada bagian ini, perhitungan kinerja reksadana juga menggunakan model dari formula Jensen dengan menambahkan beberapa variabel yang penulis kategorikan sebagai faktor popularitas. Istilah popularitas itu sendiri, penulis dapatkan dari jurnal utama yang dijadikan referensi dari penelitian ini. Penelitian yang dilakukan oleh Prather, Bertin dan Henker (2004) tersebut menggunakan popularitas untuk melihat bagaimana pengaruh faktor popularitas terhadap kinerja reksadana yang diteliti sepanjang periode penelitian, baik pengaruh negatif ataupun pengaruh positif.

Proxi untuk faktor popularitas dalam penelitian tersebut adalah besarnya NAV, total *fund asset*, *market capitalization*, total asset terhadap *market capitalization*, NAV *fund*, dan juga NAV relatif terhadap *average NAV*. Sedangkan dalam penelitian yang penulis lakukan ini, variabel yang menjadi *proxi* dari popularitas adalah besarnya NAV, pertumbuhan aset, lamanya reksadana beroperasi dan kinerja reksadana sebelumnya. Latar belakang pemikiran mengapa besarnya NAV, umur reksadana dan kinerja reksadana bulan sebelumnya dijadikan sebagai *proxi* dari popularitas ke empat variabel tersebut digunakan oleh investor sebagai indikator awal untuk melihat kinerja reksadana. Biasanya investor akan

memperhatikan salah satu dari ke empat variabel tersebut sebelum mereka memutuskan untuk melakukan pembelian reksadana.

Dalam penelitian yang dilakukan Prather, Bertin dan Henker (2004), faktor popularitas tersebut diregresikan secara bersamaan dengan faktor resiko dan juga faktor biaya. Sedangkan dalam penelitian ini, penulis akan meregresikannya secara terpisah dan dilakukan secara individual untuk masing-masing reksadana yang diteliti. Hal ini penulis lakukan, karena penulis ingin mengetahui kinerja reksadana bila kita memasukkan katagori tersebut secara terpisah. Alasannya adalah agar selain dapat mengetahui pengaruh positif atau negatif dari variabel-variabel tersebut terhadap masing-masing reksadana, juga untuk dapat membandingkan kinerja reksadana yang satu dengan reksadana yang lainnya dengan mempertimbangkan ketiga faktor katagori besar tersebut. Dengan demikian, pada hasil akhirnya penulis akan dapat melihat seberapa besar kekonsistenan masing-masing kinerja reksadana yang dijadikan sampel dalam penelitian ini.

Dalam katagori faktor popularitas, variabel yang dijadikan sebagai *proxi*-nya adalah total NAV, pertumbuhan aset, umur reksadana dan tingkat pengembalian reksadana bulan sebelumnya. Model yang akan digunakan adalah dengan menggunakan metode Alpha Jensen dengan menambahkan 3 variabel di atas. Model penelitiannya adalah sebagai berikut:

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_{p1}(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_{p2} \ln NAV_{it} + \beta_{p3} Growth_t + \beta_{p4} Age_t + \beta_{p5} PRImo + \epsilon_{pt}$$

Ada beberapa masalah yang dapat ditimbulkan bila kita menggunakan model regresi majemuk. Salah satunya adalah bila variabel bebas yang ada saling berkorelasi. Untuk melakukan pendeteksiannya, maka dilakukan pengujian apakah model memiliki *multikolinieritas*. Dalam pengujiannya, didapatkan nilai VIF dan

TOL mendekati angka 1 sehingga model yang dibuat tidak memiliki *multikolinieritas*. Untuk pengujian *heteroskedasitas* dilakukan dengan menggunakan metode grafik, didapatkan bahwa model juga telah *homoskedasitas*. Pada diagram histogramnya, telah menggambarkan berbentuk lonceng sehingga bisa dikatakan bahwa residual telah mengikuti distribusi normal. Karena model ini menggunakan data *time series*, maka harus diuji juga otokorelasinya yaitu korelasi yang terjadi antar observasi dalam satu variabel. Untuk mendeteksinya, digunakan uji Durbin Watson. Pada pengujian DW tersebut, didapatkan nilai DW mendekati angka 2 maka kita dapat menduga bahwa residual tidak mempunyai korelasi. Berikut ini merupakan hasil perhitungan kinerja reksadana setelah menambahkan empat variabel di atas:

Tabel 5.9 Kinerja Reksadana dengan Mempertimbangkan Faktor Popularitas

No	Dependen Variabel					Asset			Adjusted R squared			
	Rp-Rf		Intercept	Rm-Rf	NAV	Growth	Age	Pr1mo	F	Sig	DW	
Predictive sign			+	+	+	+	+	+				
1	ABN Amro Indonesia Equity Value Fund	Coeff	-1.290	0.201	0.020	0.165	0.302	-0.048				
		t	-1.040	1.150	0.113	0.841	1.739	-0.253				
		Sig	0.307	0.259	0.910	0.407	0.092	0.802	0.197	5.252	0.002	1.848
2	Bahana Dana Infrastruktur	Coeff	-0.560	0.337	0.056	0.102	0.217	0.757				
		t	-2.347	4.008	0.622	1.301	2.605	9.711				
		Sig	0.026	0.000	0.538	0.203	0.014	0.000	0.844	33.518	0.000	1.266
3	Bahana Dana Prima	Coeff	-0.446	0.266	0.102	0.206	0.239	0.792				
		t	-1.530	4.191	1.297	3.459	3.062	13.460				
		Sig	0.136	0.000	0.204	0.002	0.005	0.000	0.890	59.133	0.000	1.472
4	Big Nusantara	Coeff	-1.887	0.327	0.184	-0.067	0.307	0.863				
		t	-2.211	4.257	1.678	-0.537	2.583	7.615				
		Sig	0.035	0.000	0.103	0.595	0.015	0.000	0.816	32.901	0.000	1.265
5	BNI Dana Berkembang	Coeff	-0.270	0.126	0.128	0.034	0.155	0.935				
		t	-0.974	2.922	2.954	0.894	3.594	26.102				
		Sig	0.338	0.006	0.006	0.378	0.001	0.000	0.958	164.841	0.000	1.970

No	Dependen Variabel					Asset			Adjusted			
	Rp-Rf		Intercept	Rm-Rf	NAV	Growth	Age	Primo	R squared	F	Sig	DW
	Predictive sign		+	+	+	+	+	+				
6	Dana Sentosa	Coeff	-4.585	0.345	0.455	0.237	0.471	0.099				
		t	-2.240	2.347	2.194	1.633	2.243	0.697				
		Sig	0.032	0.026	0.036	0.113	0.032	0.491	0.827	13.000	0.007	1.826
7	Danareksa Mawar	Coeff	-0.032	0.264	0.267	0.276	0.369	0.736				
		t	-0.092	3.458	2.864	4.148	4.254	10.869				
		Sig	0.928	0.002	0.007	0.000	0.000	0.000	0.858	44.488	0.000	1.599
8	Fortis Ekuitas	Coeff	0.171	0.255	1.000	0.290	1.113	0.760				
		t	-2.382	4.515	5.085	5.335	5.637	15.376				
		Sig	0.024	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.915	78.452	0.000	1.726
9	Maestro Dinamis	Coeff	-0.897	0.416	0.155	0.028	0.051	0.771				
		t	-1.595	4.390	0.620	0.288	0.195	9.222				
		Sig	0.121	0.000	0.540	0.775	0.847	0.000	0.765	24.395	0.000	1.220
10	Manulife Dana Saham	Coeff	0.261	0.275	0.374	0.215	0.600	0.771				
		t	1.083	3.449	1.791	3.068	2.769	10.964				
		Sig	0.287	0.002	0.083	0.004	0.009	0.000	0.856	43.780	0.000	1.302
11	Nikko Saham Nusantara	Coeff	-1.754	0.280	0.137	0.011	0.250	0.830				
		t	-2.208	3.855	1.559	0.158	2.805	12.073				
		Sig	0.035	0.001	0.129	0.876	0.009	0.000	0.848	39.930	0.000	1.590
12	Panin Dana Maksima	Coeff	-0.435	0.361	0.028	0.102	0.159	0.778				
		t	-1.750	4.637	0.171	1.227	1.002	10.268				
		Sig	0.090	0.000	0.865	0.229	0.324	0.000	0.803	30.362	0.000	1.291
13	Phinisi Dana Saham	Coeff	0.607	0.249	0.210	0.029	0.275	0.828				
		t	1.242	3.128	2.573	0.399	3.266	12.339				
		Sig	0.224	0.004	0.015	0.693	0.003	0.000	0.849	41.471	0.000	1.621
14	Platinum Saham	Coeff	-0.035	0.258	0.106	0.203	0.376	0.855				
		t	-0.126	3.676	0.629	2.579	2.021	12.965				
		Sig	0.901	0.001	0.534	0.015	0.052	0.000	0.876	51.917	0.000	1.67
15	Rencana Cerdas	Coeff	0.257	0.235	0.092	0.932	0.112	-0.087				
		t	0.643	2.548	0.886	10.610	1.193	-0.999				

No	Dependen Variabel	Rp-Rf	Intercept	Rm-Rf	NAV	Asset Growth	Age	Pr1mo	Adjusted R squared	F	Sig	DW
			+	+	+	+	+	+				
		Sig	0.525	0.016	0.382	0.000	0.242	0.325	0.829	35.880	0.000	2.548
16	Schroeder Dana Prestasi Plus	Coeff	0.590	0.241	0.199	0.253	0.441	0.713				
		t	-0.194	3.347	1.578	3.837	3.317	10.894				
		Sig	0.848	0.002	0.125	0.001	0.002	0.000	0.876	51.653	0.000	1.615
17	SI Dana Saham	Coeff	-0.884	0.367	0.106	0.117	0.177	0.866				
		t	-2.875	4.587	0.739	1.493	1.182	10.904				
		Sig	0.007	0.000	0.456	0.146	0.246	0.000	0.817	33.092	0.000	1.427
18	Trimegah Kapital	Coeff	0.511	0.107	0.339	0.117	0.452	0.942				
		t	-3.846	2.980	2.739	3.925	3.492	31.923				
		Sig	0.001	0.006	0.010	0.000	0.001	0.000	0.877	25.491	0.000	1.429

Sumber : hasil olahan penulis (2007)

Dengan melihat masing-masing hasil regresi yang dilakukan pada pengujian Anova untuk seluruh reksadana yang diteliti, didapatkan nilai F yang cukup tinggi dengan nilai signifikansi untuk seluruh reksadana adalah 0,000 pada alpha 5 %. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model yang dibuat memiliki slope mendekati nol sehingga memang ada pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Nilai *Adjusted R squared* yang tinggi yaitu sekitar 80% - 95,8% mengindikasikan bahwa variasi *excess return* reksadana yang dapat diterangkan oleh *excess return* pasar, pertumbuhan aset, umur reksadana dan tingkat pengembalian sebelumnya sebesar 80% - 95,8% sedangkan sisanya di terangkan oleh variabel lain. Hanya reksadana ABN Amro Equity yang memiliki *adjusted R squared* yang terendah yaitu hanya 19,7%. Hal ini diduga, khusus untuk reksadana ABN Amro Equity Fund Value empat variabel yang ditambahkan pada pengukuran kinerja reksadana di atas tidak memberikan pengaruh yang kuat terhadap kinerjanya.

Sedangkan bila kita lihat korelasinya pada *Pearson Correlation*, hampir keseluruhan dari reksadana yang diteliti, variabel pertumbuhan aset, lamanya reksadana beroperasi dan besarnya kinerja reksadana pada periode sebelumnya memiliki hubungan yang positif. Hal ini mengindikasikan bahwa ketiga variabel tersebut memiliki hubungan yang searah dengan *excess return* reksadana. Sedangkan variabel NAV memiliki tanda yang negatif untuk keseluruhan reksadana yang diteliti. Hal ini mengindikasikan bahwa ternyata besarnya NAV atau total aktiva bersih reksadana justru memberikan hubungan yang berlawanan dengan *excess return* reksadana. Jadi semakin kecil NAV maka *excess return* reksadana semakin besar, dan begitu pula sebaliknya bila nilai NAV semakin besar maka *excess return* reksadana juga semakin kecil. Hal ini nampaknya dapat menjelaskan mengapa reksadana Schroeder Prestasi Plus yang memiliki nilai NAV terbesar justru memiliki nilai Jensen yang kecil bila dibandingkan dengan reksadana lainnya yang memiliki nilai aset lebih kecil bila dibandingkan dengan reksadana Schroeder.

Untuk pengujian hipotesis, ada 4 hipotesis yang diajukan pada bagian ini. Hipotesis yang pertama adalah semakin tinggi total NAV reksadana maka akan semakin tinggi pula kelebihan *excess return* reksadana dengan mengasumsikan variabel lain konstan. *Predictive sign*-nya untuk koefisien β_2 adalah positif. Dari keseluruhan reksadana yang diuji secara individual, didapatkan nilai koefisien β_2 adalah negatif. Dengan demikian hipotesis tersebut ditolak walaupun secara statistik tidak signifikan. Penelitian ini konsisten dengan dengan penelitian yang dilakukan oleh Prather, Bertin, dan Henker (2004), Carhart (1997) dan Grinblatt dan Titman (1994). Dimana penelitian tersebut menghasilkan kesimpulan bahwa ada pengaruh langsung antara aset reksadana dengan kinerjanya, walaupun korelasinya tidak begitu kuat. Namun hal tersebut berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Golec

(1996) yang justru menyimpulkan bahwa besarnya aset tidak berpengaruh terhadap kinerja reksadana. Hal tersebut senada dengan penelitian yang dilakukan oleh Delva dan Olson (1998) menemukan bahwa ukuran perusahaan bukan sebuah indikator bagi kinerja reksadana. Sementara Grinblatt dan Tittmant (1989) menyimpulkan bahwa reksadana yang kecil mempunyai mobilitas yang lebih besar serta memiliki *take position* yang lebih besar daripada reksadana yang memiliki aset besar. Namun hal ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh McCarthy dan Philpout menemukan hubungan yang positif antara aset dengan kinerja reksadana. Ketika ukuran perusahaan membesar, kinerja reksadana akan semakin baik.

Dari hal tersebut, penulis menyimpulkan bahwa ternyata besarnya NAV tersebut atau total aset bersih reksadana yang semakin besar justru akan memperkecil kinerja dari reksadana. Penjelasan yang dapat diberikan untuk masalah ini adalah, bahwa total aset reksadana mempunyai korelasi dengan tingkat pengembalian yang dihasilkan baik positif maupun negatif. Hubungan itu pada mulanya positif sampai pada nilai tertentu dan selanjutnya menjadi negatif. Akhirnya penulis sependapat dengan penelitian yang dilakukan Grinblatt dan Tittmant (1989) yang menyimpulkan bahwa reksadana yang beraset kecil mempunyai mobilitas yang lebih besar dan mampu secara cepat mengambil *take position* daripada reksadana yang beraset besar.

Penjelasan yang lainnya yang mungkin dapat diterangkan mengapa reksadana yang beraset besar dapat memperkecil kinerjanya menurut penulis adalah, ketika sebuah reksadana memperoleh tingkat pengembalian yang tinggi maka investor akan memperhatikan hal tersebut sehingga terdapat kemungkinan yang besar bahwa para investor tersebut akan melakukan penambahan investasinya pada reksadana tersebut dengan menambahkan dana segar pada reksadananya. Hal tersebut dapat mengakibatkan membengkaknya jumlah kas yang ada dalam portfolio reksadana. Bila

semakin banyak uang kas yang mengganggu dalam reksadana, maka hal tersebut akan menghambat kinerja reksadana karena *return* yang dihasilkan oleh kas lebih kecil daripada *return* saham. Selain itu, penjelasan lainnya adalah bahwa dalam peraturan Bapepam reksadana tidak dibolehkan menyimpan dana dalam kas melebihi dari 2%, maka otomatis manajer investasi akan mengeluarkan dana segar tersebut dari kasnya dengan jalan membeli saham. Pilihannya bisa membeli lagi saham yang telah ada pada portfolio yang telah memberikan *return* yang tinggi pada reksadana tersebut. Namun karena reksadana di Indonesia dihadapi oleh peraturan bahwa suatu reksadana tidak dibolehkan membeli suatu saham melebihi 10% dari total NAV nya dan melebihi 5% dari total saham yang dikeluarkan oleh emiten, maka manajer investasi akan membeli saham lain atau saham baru yang belum tentu dapat memberikan *return* saham yang tinggi untuk portfolio reksadananya. Oleh karena itulah, besarnya total aset atau NAV justru dapat memperkecil besarnya dari kinerja reksadana yang bersangkutan. Dari hal tersebut penulis mengambil kesimpulan bahwa walaupun total dana kelolaan menjadi indikator yang utama, namun ada resiko yang akan dihadapi oleh reksadana tersebut. Resiko tersebut dapat berupa mengecilnya *return* yang dihasilkan oleh kinerja reksadana akibat adanya batasan-batasan yang tidak boleh dilanggar oleh suatu reksadana.

Untuk hipotesis ke dua, semakin tinggi total pertumbuhan aset reksadana maka akan semakin tinggi pula kelebihan *excess return* reksadana dengan mengasumsikan variabel lain konstan. *Predictive sign*-nya untuk koefisien β_3 adalah positif. Pada pengujian hipotesis didapatkan nilai koefisien β_3 adalah positif dan signifikan untuk beberapa reksadana. Namun untuk beberapa reksadana lainnya, walaupun koefisien β_3 adalah positif tapi tidak signifikan secara statistik pada $\alpha = 5\%$. Pertumbuhan aset yang berkorelasi positif terhadap *excess return* reksadana dan

signifikan adalah untuk reksadana Bahana Dana Prima, Danareksa Mawar, reksadana Fortis Ekuitas, Platinum Saham, Rencana Cerdas, Schroeder Prestasi Plus dan juga reksadana Trimegah Kapital. Pertumbuhan aset yang tinggi pada awalnya akan dapat meningkatkan kinerja reksadana karena manajer investasi akan memiliki banyak kesempatan untuk melakukan diversifikasi dalam portfolionya untuk memaksimalkan *return*. Namun, besarnya pertumbuhan aset yang positif tersebut akan berhenti pada suatu titik dimana jika NAV nya sudah terlalu besar dan manajer investasi akan dihadapi oleh suatu pilihan investasi yang semakin sulit. Pilihan yang sulit itu berkaitan dengan batasan-batasan yang tidak boleh dilanggar oleh reksadana sesuai dengan perundang-undangan yang berlaku. Misalnya tidak boleh menempatkan dana investasi setara kas lebih dari 2%, membeli efek yang diterbitkan oleh perusahaan suatu perusahaan lebih dari 10% dari NAV reksadana pada saat itu dan membeli efek yang diterbitkan oleh perusahaan yang telah mencatatkan efeknya pada bursa lebih dari 5% dari modal yang disetor oleh perusahaan tersebut

Hipotesis ke tiga pada penelitian ini adalah semakin lama reksadana beroperasi maka akan semakin tinggi pula kelebihan *excess return* reksadana dengan mengasumsikan variabel lain konstan. *Predictive sign*-nya untuk koefisien β_4 adalah positif. Pada pengujian hipotesisnya, dari 18 reksana yang menjadi sampel penelitian untuk keseluruhan reksadana memberikan nilai koefisien β_4 yang positif. Sehingga hipotesis tersebut dapat diterima dan signifikan secara statistik pada $\alpha = 5\%$. Hanya 6 reksadana saja yang tidak signifikan walaupun memberikan nilai koefisien β_4 yang positif. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Golec (1996) yang menemukan adanya korelasi yang positif antara umur reksadana dengan kinerja reksadana. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Grunbichler dan Pleschiutining (1999) yang menemukan bahwa di Eropa terutama reksadana yang

berkapitalisasi kecil, umur reksadana berpengaruh secara negatif terhadap returnnya. Dan, hasil ini berlawanan dengan penelitian Prather, Bertin Dan Henker (2004) yang justru menemukan korelasi yang negatif antara umur dengan kinerja reksadana walaupun tidak signifikan secara statistik.

Penulis menyimpulkan bahwa lamanya reksadana beroperasi akan memberikan pengaruh yang positif terhadap *excess return* reksadana. Hal ini diduga dengan semakin lamanya suatu reksadana beroperasi maka manajer investasi telah memiliki pengalaman yang cukup memadai dalam membaca situasi pasar sehingga dapat memberikan tingkat pengembalian yang lebih tinggi untuk portfolio yang dikelolanya. Hal lain lagi yang berkaitan dengan umur reksadana adalah, dengan semakin lama reksadana tersebut beroperasi maka biasanya reksadana itu akan didukung pula oleh tim analis riset yang tangguh dengan pengalaman yang cukup kompeten. Selain itu dengan semakin lama reksadana itu beroperasi, kita bisa melihat bagaimana kestabilan reksadana tersebut apabila dihadapkan oleh situasi yang sulit dalam perekonomian seperti halnya krisis yang terjadi tahun 1998. Dengan demikian, dengan semakin lamanya reksadana beroperasi dapat menyebabkan kinerja reksadana yang dikelola akan lebih tinggi bila dibandingkan dengan kinerja reksadana yang baru.

Untuk hipotesis ke empat dari bagian ini adalah semakin tinggi tingkat pengembalian reksadana bulan sebelumnya maka akan semakin tinggi pula kelebihan *excess return* reksadana dengan mengasumsikan variabel lain konstan. *Predictive sign*-nya untuk koefisien β_5 adalah positif. Pada penelitian ini didapatkan bahwa nilai koefisien β_5 untuk seluruh reksadana adalah positif dan signifikan. Hanya 1 reksadana yaitu reksadana ABN Amro Equity Fund Value yang memberikan nilai koefisien β_5 negatif walaupun tidak signifikan secara statistik. Oleh karena itu dapat disimpulkan

bahwa pada penelitian yang dilakukan dengan menggunakan 18 sampel reksadana, tingkat pengembalian reksadana pada periode sebelumnya memiliki korelasi positif yang cukup kuat terhadap kinerja reksadana pada periode t. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Lehman dan Modest (1987), Grinblat dan Tittman (1988), Brown dan Daper (1992) serta Goetsman dan Ibbotson (1993). Penjelasan untuk hal tersebut yang mungkin dapat diberikan adalah bahwa kinerja reksadana saat ini merupakan akumulasi dari tingkat pengembalian kinerja reksadana bulan sebelumnya yang belum direalisasikan. Karena perhitungan NAV per unit dari reksadana bila dijabarkan adalah sebagai berikut :

$$\frac{\{(Total\ aktiva - kewajiban\ reksadana) + (capital\ gain + dividen + bunga) + (keuntungan / kerugian\ yang\ belum\ direalisasikan)\}}{jumlah\ unit\ penyertaan}$$

Sehingga sesuai dengan formula tersebut, maka tidak mengherankan apabila kinerja reksadana periode sebelumnya memiliki korelasi yang cukup kuat terhadap kinerja reksadana pada saat ini. Nilai NAV per unit saat ini merupakan keuntungan dari reksadana tersebut dari periode sebelumnya yang belum direalisasikan. Ada hal penting lagi yang berkaitan erat dengan kinerja reksadana sebelumnya adalah, meskipun tidak pernah menjadi suatu kepastian bahwa bila reksadana memiliki kinerja bagus di masa lalu dapat menjamin hal yang sama di masa depan, namun tingkat kekonsistenan kinerja masa lalu dapat menjadi salah satu petunjuk bagi kinerja reksadana tersebut pada masa mendatang.

Dari empat variabel yang diproxikan sebagai kategori popularitas, besarnya aset dan juga pertumbuhan aset dari suatu reksadana tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja reksadana yang dikelola oleh seorang manajer investasi.

Namun, variabel umur reksadana dan juga kinerja reksadana sebelumnya memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja reksadana.

Dengan demikian penulis menyimpulkan, bila dilihat dari sisi industri reksadana maka besarnya aset dan pertumbuhan aset tidak akan mempengaruhi hasil dari kinerja reksadana yang dikelolanya. Hal ini perlu dicermati oleh para manajer investasi bahwa kinerja reksadana yang dapat menggungguli pasar tidak akan terpengaruh oleh besar kecilnya jumlah aset yang dikelola. Namun ada hal lain yang perlu diperhatikan bagi seorang manajer investasi adalah kinerja reksadana sebelumnya. Kinerja reksadana sebelumnya ini akan berpengaruh terhadap kinerja reksadana pada saat ini, sehingga manajer investasi harus dapat lebih berhati-hati dalam pengelolaan reksadananya. Berikut ini tabel peringkat kinerja reksadana setelah menambahkan faktor popularitas:

Tabel 5.10 Kinerja Reksadana setelah mempertimbangkan faktor popularitas :

No	Nama Reksadana	α
1	Phinisi Dana Saham	0.607
2	Schroeder Dana Prestasi Plus	0.590
3	Trimegah Kapital	0.511
4	Manulife Dana Saham	0.261
5	Rencana Cerdas	0.257
6	Fortis Ekuitas	0.171
7	Danareksa Mawar	-0.032
8	Platinum Saham	-0.035
9	BNI Dana Berkembang	-0.270
10	Panin Dana Maksima	-0.435
11	Bahana Dana Prima	-0.446
12	Bahana Dana Infrastruktur	-0.560
13	Si Dana Saham	-0.884
14	Maestro Dinamis	-0.897
15	ABN Amro Indonesia Equity Value Fund	-1.290
16	Nikko Saham Nusantara	-1.754

No	Nama Reksadana	α
17	Big Nusantara	-1.887
18	Dana Sentosa	-4.585

Sumber : hasil olahan data penulis (2007)

Dari Tabel 5.10 di atas, setelah memasukkan faktor popularitas terdapat pergeseran peringkat kinerja reksadana yang cukup signifikan pada posisi satu hingga 8 dari pengukuran kinerja sebelumnya tanpa menambahkan faktor popularitas. Reksadana Schroeder Prestasi Plus yang semula berada diperingkat ke 7 menjadi bergeser menjadi peringkat ke dua menempati posisi Platinum Saham. Hal yang dapat dijelaskan dalam hal ini adalah, ternyata lama operasi dari Platinum Saham baru menginjak tahun ke tiga sementara Schroder Prestasi Plus telah beroperasi selama 7 tahun. Sehingga faktor umur tersebut cukup berpengaruh terhadap kinerja dari reksadana tersebut. Selain itu, variabel yang memberikan pengaruh terhadap kinerja Schroeder Prestasi Plus adalah kinerja reksadana tersebut pada periode-periode sebelumnya sehingga banyak keuntungan yang belum direalisasikan akan menambah tingkat pengembalian reksadana tersebut pada periode saat ini. Begitu juga dengan Reksadana Rencana Cerdas yang dikelola oleh PT Ciptadana Aset Management juga menggeser posisi Panin Dana Maksima. Hal ini diduga berkaitan erat juga dengan pengaruh dari keuntungan yang belum direalisasikan oleh reksadana tersebut. Sementara itu posisi Reksadana Trim Kapital, Manulife Dana Saham dan juga Phinisi Dana Saham masih konsisten berada di 5 besar. Dari tabel peringkat di atas, cukup membuktikan bahwa ternyata faktor popularitas yang diproxikan oleh besarnya NAV, pertumbuhan aset, umur reksadana dan kinerja reksadana sebelumnya cukup berpengaruh terhadap hasil kinerja reksadana yang diteliti.

Dengan memasukkan variabel NAV, pertumbuhan aset, umur reksadana dan tingkat pengembalian reksadana sebelumnya didapatkan kesimpulan bahwa ke empat variabel bebas tersebut memiliki pengaruh yang cukup kuat terhadap kinerja reksadana. Besarnya NAV reksadana dan juga besarnya pertumbuhan aset reksadana justru dapat menyebabkan kinerja reksadana kelolaanya akan semakin rendah karena manajer investasi akan memiliki keterbatasan dalam melakukan mobilitas pada portfolionya. Namun hal tersebut akan tertutupi oleh variabel dari lamanya reksadana beroperasi dan juga tingkat pengembalian reksadana periode sebelumnya yang memiliki pengaruh positif terhadap kinerja reksadana pada saat ini. Semakin lama reksadana tersebut beroperasi, kinerja reksadana yang dihasilkan akan semakin tinggi. Hal ini berkaitan dengan pengalaman manajer investasi untuk membaca dan memanfaatkan situasi pergerakan pasar untuk memaksimalkan tingkat pengembalian reksadana yang dikelolanya.

Dengan menambahkan faktor yang termasuk dalam katagori popularitas tersebut, ternyata ada pergeseran dalam kinerja reksadana dibandingkan dengan pengukuran kinerja reksadana sebelumnya yang belum ditambahkan oleh faktor popularitas. Reksadana yang sebelumnya memiliki kinerja yang *outperform* dapat menjadi *underperform*. Dari 18 reksadana yang menjadi sampel penelitian, ternyata hanya tersisa 6 reksadana saja yang memiliki kinerja positif selebihnya memiliki kinerja yang negatif. Dengan demikian, penulis menyimpulkan bahwa faktor popularitas akan dapat mempengaruhi kinerja reksadana.

5.4 Pengaruh Faktor Biaya Terhadap Kinerja Reksadana

Pada bagian ini, perhitungan kinerja reksadana juga menggunakan model dari Jensen dengan menambahkan beberapa variabel yang penulis kategorikan sebagai faktor biaya. Sama halnya dengan popularitas, maka istilah biaya juga penulis dapatkan dari jurnal utama yang dijadikan referensi dari penelitian ini. Penelitian yang dilakukan oleh Prather, Bertin dan Henker (2004) tersebut menggunakan *cost* untuk melihat bagaimana pengaruh faktor *cost* terhadap kinerja reksadana yang diteliti sepanjang periode penelitian, baik pengaruh negatif ataupun pengaruh positif. Yang menjadi *proxi* faktor *cost*, *expense ratio* dan *12-b1 fees, load, dan relatif turnover*. Dalam penelitian kali ini penulis melakukan replikasi terhadap *proxi* yang digunakan oleh Prather, Bertin dan Henker (2004). Namun karena di Indonesia kita tidak menemukan adanya variabel *12-b1 fees*, maka variabel tersebut tidak dimasukkan dalam penelitian ini. Jika pada penelitian Prather, Bertin dan Henker (2004) digunakan *relative turnover* maka pada penelitian ini penulis menggunakan *portfolio turnover ratio*. Pada *relatif turnover*, Prather, Bertin dan Henker (2004) melakukan dua langkah perhitungan, yang pertama adalah *turnover ratio* untuk suatu reksadana adalah di hitung dari pembelian bulanan atau penjualan sekuritas di bagi dengan rata-rata aset bulanan. Kemudian langkah selanjutnya *fund turnover ratio* masing-masing reksadana tersebut kemudian di bagi dengan rata-rata *turnover ratio* untuk seluruh reksadana yang memiliki tujuan investasi yang sama. Karena di Indonesia belum ada pengkategorian yang khusus dari tujuan investasi reksadana, maka penulis hanya melakukan sampai tahap pertama saja. Dalam kategori faktor *cost* variabel yang dijadikan sebagai *proxi* nya adalah *expense ratio, load fee ratio dan portfolio turnover ratio*. Model yang akan digunakan adalah dengan menggunakan metode Jensen dengan menambahkan 3 variabel di atas.

Model penelitiannya adalah sebagai berikut:

$$R_{pt} - R_{Rt} = \alpha_p + \gamma_{p1}(R_{mt} - R_{ft}) + \gamma_{p2} Exp_{it} - \gamma_{p3} Load - \gamma_{p4} Turn_{it} + \epsilon_{pt} \dots\dots\dots(5.4)$$

Karena pada pengujiannya juga menggunakan regresi linier berganda, maka harus melakukan pendektasian multikolinieritasnya terlebih dahulu. Pada pengujian dengan menggunakan VIF dan TOL, didapatkan nilainya yang mendekati nilai 1. Sehingga pada persamaan (5.4) ini, kita simpulkan bahwa tidak ada multikolinieritas. Begitu pula setelah dilakukan pengujian untuk mendeteksi adanya heteroskedasitas juga diketahui bahwa model telah bersifat homoskedasitas. Pada pengujian otokorelasi dengan menggunakan Durbin Watson, nilai DW yang didapat juga mendekati angka 2. Untuk pengujian kenormalan data dengan menggunakan diagram didapatkan semuanya telah mengikuti distribusi normal. Berikut ini merupakan hasil perhitungan kinerja alhpa Jensen setelah menambahkan empat variabel di atas:

Tabel 5.11 Kinerja Reksadana dengan Mempertimbangkan Faktor Biaya

No	Dependen Variabel		Intercept	Rm-Rf	Expense	Load Fee	Portfolio	Adjusted R squared	F	Sig	DW
	Rp-Rf				Ratio	Ratio	Turnoner				
	Predictive sign		+	+	+	-	-				
1	ABN Amro Indonesia Equity Value Fund	Coeff	0.010	0.389	-0.838	0.090	0.023				
		t	0.138	1.747	-0.769	0.132	0.138				
		Sig	0.891	0.090	0.447	0.896	0.891	0.105	8.935	0.040	1.687
2	Bahana Dana Infrastruktur	Coeff	-0.005	0.424	0.158	0.127	0.002				
		t	-0.033	2.542	0.889	0.657	0.009				
		Sig	0.974	0.016	0.380	0.516	0.993	0.108	7.084	0.038	2.043
3	Bahana Dana Prima	Coeff	0.120	0.393	-0.100	-0.102	-0.043				
		t	0.285	2.096	-0.515	-0.518	-0.222				
		Sig	0.777	0.044	0.610	0.608	0.826	0.153	6.558	0.028	2.016
4	Big Nusantara	Coeff	0.015	0.270	-0.014	0.297	-0.076				
		t	0.350	1.661	-0.084	1.730	-0.468				
		Sig	0.729	0.107	0.934	0.093	0.643	0.163	7.052	0.020	2.103

	Dependen Variabel				Expense	Load Fee	Portfolio	Adjusted			
No	Rp-Rf		Intercept	Rm-Rf	Ratio	Ratio	Turnover	R squared	F	Sig	DW
	Predictive sign		+	+	+	-	-				
5	BNI Dana Berkembang	Coeff	-0.016	0.647	-1.411	52.771	0.037				
		t	-0.087	2.007	-1.158	2.104	0.259				
		Sig	0.931	0.053	0.255	0.043	0.798	0.169	8.771	0.030	2.056
6	Dana Sentosa	Coeff	0.021	0.419	-0.084	0.076	-0.013				
		t	0.163	2.604	-0.473	0.423	-0.081				
		Sig	0.872	0.014	0.640	0.675	0.936	0.199	9.989	0.025	2.016
7	Danareksa Mawar	Coeff	0.332	0.380	0.003	-0.125	-0.163				
		t	1.016	2.375	0.016	-0.743	-0.967				
		Sig	0.317	0.024	0.987	0.463	0.341	0.191	8.884	0.020	1.916
8	Fortis Ekuitas	Coeff	0.535	0.421	0.020	-0.173	-0.353				
		t	2.172	2.704	0.111	-0.898	-2.106				
		Sig	0.037	0.011	0.913	0.376	0.043	0.193	5.314	0.027	1.990
9	Maestro Dinamis	Coeff	-0.282	0.411	0.045	0.346	0.261				
		t	-1.192	2.639	0.271	1.637	1.261				
		Sig	0.242	0.013	0.788	0.111	0.216	0.240	5.329	0.048	2.073
10	Manulife Dana Saham	Coeff	0.461	0.241	-0.043	0.219	-0.315				
		t	1.667	1.547	-0.278	1.169	-1.650				
		Sig	0.105	0.132	0.783	0.251	0.109	0.256	4.100	0.009	1.891
11	Nikko Saham Nusantara	Coeff	-0.060	0.410	-0.091	0.484	0.087				
		t	-0.505	2.794	-0.595	3.157	0.599				
		Sig	0.617	0.009	0.556	0.003	0.554	0.307	4.983	0.009	2.031
12	Panin Dana Maksima	Coeff	0.13	0.306	5.490	-1.700	-0.168				
		t	0.330	1.812	1.449	-0.155	-0.432				
		Sig	0.743	0.079	0.157	0.878	0.668	0.234	4.222	0.006	1.889
13	Phinisi Dana Saham	Coeff	-0.256	0.354	0.139	0.037	0.155				
		t	-0.965	1.948	0.802	0.224	0.936				
		Sig	0.342	0.060	0.429	0.824	0.356	0.175	4.079	0.047	1.980
14	Platinum Saham	Coeff	0.088	0.415	-0.101	-0.315	-0.553				
		t	4.035	2.970	-0.640	-1.919	-3.908				
		Sig	0.000	0.006	0.527	0.064	0.000	0.336	5.564	0.002	1.765

	Dependen Variabel				Expense	Load Fee	Portfolio	Adjusted			
No	Rp-Rf		Intercept	Rm-Rf	Ratio	Ratio	Turnover	R squared	F	Sig	DW
	Predictive sign		+	+	+	-	-				
15	Rencana Cerdas	Coeff	0.083	0.252	-0.029	0.759	-0.013				
		t	0.210	2.535	-0.269	6.862	-0.129				
		Sig	0.835	0.016	0.790	0.000	0.898	0.183	17.939	0.000	1.895
16	Schroeder Dana Prestasi Plus	Coeff	2.363	0.529	-0.070	-0.370	-0.634				
		t	4.415	3.976	-0.373	-1.926	-4.341				
		Sig	0.000	0.000	0.712	0.063	0.000	0.432	7.840	0.000	1.734
17	Si Dana Saham	Coeff	0.026	0.352	0.041	-0.165	-0.086				
		t	0.665	2.125	0.225	-0.921	-0.526				
		Sig	0.511	0.041	0.824	0.364	0.602	0.193	2.917	0.047	1.745
18	Trimegah Kapital	Coeff	0.084	0.122	0.185	-0.331	-0.018				
		t	0.159	0.725	1.122	-1.732	-0.094				
		Sig	0.875	0.474	0.270	0.093	0.925	0.170	4.633	0.003	2.011

Sumber : hasil olahan penulis (2007)

Dengan melihat masing-masing hasil regresi yang dilakukan pada pengujian Anova untuk seluruh reksadana yang diteliti, didapatkan nilai F memiliki angka yang cukup bervariasi dengan kisaran 2,95 hingga 9,935 dengan nilai signifikansi untuk seluruh reksadana adalah 0,000 pada alpha 5 %. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model yang dibuat memiliki slope mendekati nol sehingga memang ada pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Nilai *Adjusted R squared* bervariasi dari 0,105 hingga 0,692 mengindikasikan bahwa variasi *excess return* reksadana yang dapat diterangkan oleh *excess return* pasar, *expense ratio*, *load fee ratio* dan *portfolio turnover ratio* sebesar 10,5% hingga 69,2% sedangkan sisanya di terangkan oleh variabel lain. Angka *adjusted R squared* yang bervariasi ini duga berkaitan erat dengan kekuatan pengaruh variabel bebas yang berbeda-beda untuk masing-masing reksadana yang diteliti.

Sedangkan bila kita lihat korelasinya pada *Pearson Correlation*, *expense ratio*, *load fee ratio* dan *portfolio turnover ratio* juga memiliki korelasi yang berbeda-beda antara reksadana yang satu dengan reksadana yang lainnya. Untuk *expense ratio* yang memiliki korelasi positif adalah Bahana Infrastruktur, Danareksa Mawar, Fortis Ekuitas, Maestro Dinamis, Manulife Dana Saham, Panin Dana Maksima, Phinisi Dana Saham dan Trimegah Kapital. Sehingga semakin besar *expense ratio* maka akan semakin besar pula *excess return* reksadana. Sedangkan sisanya memiliki korelasi yang negatif. Untuk *load fee ratio* dan *portfolio turnover* secara rata-rata dari reksadana yang diteliti memiliki korelasi yang negatif terhadap *excess return* reksadana. Sehingga dapat dikatakan bahwa, semakin tinggi *load fee ratio* dan *portfolio turnover* maka *excess return* reksadana justru semakin kecil. Asumsi ini dilatarbelakangi oleh semakin seringnya saham yang ada dalam portfolionya diperdagangkan, maka akan semakin kecil pendapatannya karena tidak dapat menetupi biaya transaksi.

Pada bagian ini, ada tiga hipotesa yang diajukan. Untuk hipotesis yang pertama adalah semakin tinggi *expense ratio* maka akan semakin tinggi pula kelebihan *excess return* reksadana dengan mengasumsikan variabel lain konstan. *Predictive sign*-nya untuk koefisien γ_2 adalah positif. Yang termasuk dalam *expense ratio* ini adalah biaya manajemen, biaya kustodi, biaya audit, dan juga biaya overhead reksadana. Dalam kaitannya dengan biaya manajemen, maka biaya riset dan biaya manajer investasi juga termasuk dalam biaya tersebut. Oleh karena itu *predictive sign*-nya adalah positif, karena penulis mengasumsikan bahwa bila biaya riset dan biaya manajer investasi tinggi maka akan dikompensasikan pada kinerja reksadananya juga lebih tinggi. Namun ternyata hipotesis tersebut ditolak untuk beberapa reksadana, seperti reksadana ABN Amro, Bahana Dana Prima, Platinum Saham, Rencana

Cerdas, Manulife Dana Saham dan juga Schroeder Prestasi Plus yang justru berkorelasi negatif namun tidak signifikan. Artinya semakin tinggi biaya tersebut justru akan memperkecil *excess return* dari reksadana yang dikelolanya. Hal ini konsisten dengan Golec (1996) yang menemukan bahwa biaya-biaya secara umum berhubungan dengan *excess return* yang negatif dan penelitian yang dilakukan oleh Sharpe (1966) yang menemukan bahwa reksadana dengan *expense* yang lebih rendah memiliki kinerja yang lebih baik. Sedangkan untuk reksadana yang lainnya berkorelasi positif namun tidak signifikan. Sehingga penulis menyimpulkan bahwa untuk reksadana di Indonesia, *expense ratio* dapat memiliki korelasi yang positif maupun negatif terhadap kinerja reksadana itu sendiri namun pengaruhnya tidak signifikan. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Prather, Bertin dan Henker (2004) mengindikasikan bahwa variabel *cost*, *expense ratio* dan *load fee*, berhubungan negatif dengan kinerja reksadana. Semakin tinggi aset yang dikelola oleh reksadana maka makin besar *expense ratio* yang harus ditanggung oleh reksadana tersebut. Dengan besarnya biaya *expense ratio* yang harus ditanggung, mengakibatkan terjadinya penurunan tingkat pengembalian reksadana, sehingga kinerja reksadana yang dihasilkannya akan lebih kecil.

Untuk hipotesis ke dua, semakin tinggi *load fee ratio* maka akan semakin rendah pula kelebihan *excess return* reksadana dengan mengasumsikan variabel lain konstan. *Predictive sign*-nya untuk koefisien γ_3 adalah negatif. Dari 18 reksadana yang diteliti, hanya 8 reksadana berkorelasi negatif sedangkan sisanya berkorelasi positif walaupun tidak signifikan. Artinya untuk ke 10 reksadana tersebut, semakin tinggi *load fee* justru semakin baik kinerjanya. Hanya 8 reksadana yang menggambarkan bahwa semakin kecil *load fee* yang dikenakan maka akan semakin baik kinerjanya. Sehingga penulis menyimpulkan bahwa untuk *load fee* ini dapat

memiliki pengaruh terhadap kinerja reksadana walaupun tidak signifikan. Hasil ini berlawanan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ippolito (1989) yang menemukan bahwa tidak ada hubungan yang significant antara kinerja dan biaya manajemen serta *load fee*. Sehingga penulis juga menyimpulkan bahwa untuk reksadana di Indonesia *load fee* juga memiliki pengaruh terhadap kinerja reksadana walaupun pengaruh tersebut tidak signifikan.

Hipotesis selanjutnya adalah, semakin tinggi *portfolio turnover ratio* maka akan semakin rendah pula kelebihan *excess return* reksadana dengan mengasumsikan variabel lain konstan. *Predictive sign*-nya untuk koefisien γ_4 adalah negatif. Dari 18 reksadana yang menjadi obyek penelitian dalam tesis ini, maka secara rata-rata koefisien γ_4 adalah negatif, sehingga dapat dikatakan semakin tinggi perputaran portfolio maka akan semakin buruk kinerja reksadananya. Tingginya perputaran portfolio ini menggambarkan seberapa sering manajer investasi melakukan aktivitas transaksi jual beli saham terhadap portfolio reksadananya. Seringnya melakukan aktivitas transaksi tersebut bila tidak diimbangi dengan kemampuan untuk memilih kelas aset yang tepat justru dapat menurunkan kinerja reksadana. Penurunan kinerja tersebut, diakibatkan oleh tidak tertutupnya biaya transaksi yang dikeluarkannya dibandingkan dengan *capital gain* yang didapatkan. Hanya Phinisi Dana Saham, Nikko Saham Nusantara, Bahana Infrastruktur dan BNI dana Berkembang yang memberikan pengaruh positif. Hal ini diduga, manajer investasi dari ke empat reksadana tersebut memiliki kemampuan dalam pemilihan sahamnya dengan tepat sehingga besarnya biaya transaksi jual beli tersebut dapat dikompensasikan dengan besarnya *capital gain* yang mereka dapatkan. Dalam hal ini kemungkinan besar manajer investasinya berhasil mengidentifikasi saham-saham yang *underprice*.

Penulis menyimpulkan bahwa *portfolio turnover ratio* ini memiliki pengaruh terhadap kinerja reksadana baik positif maupun negatif. Pengaruh yang positif dan negatif tersebut akan ditentukan oleh kemampuan manajer investasi untuk memilih kelas aset yang tepat yang dapat memberikan tingkat pengembalian yang tinggi bagi portfolio reksadananya untuk menutupi besarnya biaya transaksi yang ditimbulkan. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Malkiel (1995) dan Carhart (1997) yang menemukan bahwa ada pengaruh yang negatif untuk *portfolio turnover* dan *total expense* pada tingkat pengembalian reksadana. Dan juga penelitian yang dilakukan oleh Grinblatt dan Titman (1994) dan Wermer (2000) yang menggambarkan adanya hubungan yang positif antara kinerja dan perputaran portfolio.

Dengan melihat tingkat signifikansi yang sangat kecil dari faktor variabel biaya ini, maka penulis menyimpulkan bahwa pengaruh variabel-variabel yang termasuk dalam katagori biaya ini tidak terlalu mempengaruhi kinerja reksadana. Sehingga besar kecilnya biaya yang dibebankan kepada reksadana tidak akan berpengaruh terhadap kinerjanya. Berikut ini tabel peringkat kinerja reksadana setelah mempertimbangkan faktor biaya.

Tabel 5.12 Peringkat Kinerja Reksadana setelah mempertimbangkan faktor Biaya

No	Nama Reksadana	α
1	Schroeder Dana Prestasi Plus	2.363
2	Fortis Ekuitas	0.535
3	Manulife Dana Saham	0.461
4	Danareksa Mawar	0.332
5	Panin Dana Maksima	0.130
6	Bahana Dana Prima	0.120
7	Platinum Saham	0.088
8	Trimegah Kapital	0.084
9	Rencana Cerdas	0.083
10	Si Dana Saham	0.026

No	Nama Reksadana	α
11	Dana Sentosa	0.021
12	Big Nusantara	0.015
13	ABN Amro Indonesia Equity Value Fund	0.010
14	Bahana Dana Infrastruktur	-0.005
15	BNI Dana Berkembang	-0.016
16	Nikko Saham Nusantara	-0.060
17	Phinisi Dana Saham	-0.256
18	Maestro Dinamis	-0.282

Sumber : hasil olahan data penulis (2007)

Dari Tabel 5.12 di atas, nampak terjadi perbedaan kinerja reksadana yang signifikan antara reksadana Schroeder Prestasi Plus kinerja reksadana lainnya. Hal ini diduga berkaitan erat dengan adanya efisiensi biaya dan juga skala ekonomis bagi reksadana tersebut. Reksadana Schroeder Pretasi Plus memiliki jumlah aset kelolaan yang sangat besar bila dibandingkan dengan reksadana yang lainnya. Walaupun pada pengujian sebelumnya telah disimpulkan bahwa besarnya NAV memiliki korelasi yang negatif dengan kinerja reksadana, namun bila kita kaitkan dengan faktor biaya maka hal tersebut justru dapat memberikan nilai yang positif. Penjelasan adalah sebagai berikut, besarnya aset yang dikelola oleh manajer investasi dengan aset kelolaan yang besar akan menimbulkan *bargaining power* untuk mendapatkan harga yang lebih baik dalam bertransaksi. Harga yang lebih baik tersebut dapat diartikan sebagai tingkat bunga yang tinggi apabila manajer investasi menempatkan investasinya dalam instrumen pasar uang dalam bentuk deposito *over night*. Selain itu dengan jumlah aset kelolaan yang besar, maka manajer investasi dapat menekan besarnya biaya transaksi untuk setiap aktivitas jual beli yang dilakukannya dengan pihak broker dari perusahaan sekuritas. Dengan pembelian efek dalam jumlah yang besar akan membuat manajer investasi dapat menawar kepada pihak broker untuk memberikan biaya transaksinya semurah mungkin bila dibandingkan dengan reksadana lain yang jumlah aset kelolaannya lebih kecil.

Dari Tabel tersebut 5.12 di atas, kita dapat lihat juga bahwa kinerja reksadana yang tertinggi diduduki oleh perusahaan-perusahaan yang memiliki aset kelolaan terbesar yaitu Schroeder Investment Indonesia, Fortis Investment Indonesia dan juga Manulife Indonesia. Hal ini membuktikan bahwa reksadana dengan kelolaan aset yang besar akan memberikan efisiensi dalam hal biaya. Reksadana Trimegah Kapital turun menjadi urutan ke delapan. Hal ini diduga berkaitan erat dengan kebijakan strateginya yang menerapkan strategi aktif dimana manajer investasinya terlalu sering melakukan aktivitas jual beli saham, sehingga justru menimbulkan biaya transaksi yang tinggi sehingga menyebabkan *return* yang dihasilkannya semakin kecil. Besarnya biaya transaksi lebih besar dari *capital gain* yang didapatkan, sehingga dapat menyebabkan kinerja reksadana Trimegah Kapital menjadi jauh lebih kecil bila dibandingkan dengan reksadana yang lain.

5.5 Pengaruh Faktor Resiko terhadap Kinerja Reksadana

Pada bagian ini, perhitungan kinerja reksadana yang dilakukan juga menggunakan model Jensen dengan menambahkan beberapa variabel yang penulis kategorikan sebagai faktor resiko. Sama halnya dengan istilah popularitas dan biaya, maka istilah resiko ini juga penulis dapatkan dari jurnal utama yang dijadikan referensi dari penelitian ini. Penelitian yang dilakukan oleh Prather, Bertin dan Henker (2004) tersebut menggunakan resiko untuk melihat bagaimana pengaruh faktor resiko terhadap kinerja reksadana yang diteliti sepanjang periode penelitian, baik pengaruh negatif ataupun pengaruh positif. Yang menjadi proksi terhadap faktor resiko dalam penelitian Prather, Bertin dan Henker (2004) tersebut adalah PC, PER dan PBV.

Dalam penelitian ini, penulis hanya menggunakan PER dan PBV. Untuk PC *ratio* penulis ganti dengan *cash ratio* karena kesulitan untuk mendapatkan data PC pada ICMD (*Indonesia Capital Market Directory*). Namun pada intinya *cash ratio* yang penulis gunakan ini juga menggambarkan besarnya resiko likuiditas reksadana. Dengan mengasumsikan bahwa semakin rendahnya *cash ratio* ini, maka reksadana tersebut semakin beresiko saat terjadi pencairan reksadana dalam jumlah yang cukup besar karena reksadana tersebut tidak dapat memenuhi kewajibannya terhadap investor. Dalam katagori faktor resiko, variabel yang dijadikan sebagai *proxi* nya adalah *cash ratio*, PER dan PBV. Model yang akan digunakan adalah dengan menggunakan metode Jensen dengan menambahkan 3 variabel di atas. Model penelitiannya adalah sebagai berikut:

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \delta_{p1}(R_{mt} - R_{ft}) + \delta_{p2} Cash_{it} + \delta_{p3} PER_t + \delta_{p4} PBV_t + \epsilon_{pt} \dots\dots\dots(5.4)$$

Sama halnya dengan dua persamaan sebelumnya dengan menambahkan faktor popularitas dan faktor biaya, maka model untuk melihat kinerja reksadana dengan melihat faktor resiko juga menggunakan model regresili linier berganda. Untuk itu, penulis harus melakukan serangkaian pengujian agar model yang di tawarkan memang telah memenuhi sifat BLUE. Hal pertama yang dilakukan adalah dengan melihat uji kenormalan data dengan melihat diagram histogramnya. Didapatkan bahwa model telah bergambar lonceng, sehingga residual telah mengikuti distribusi normal. Untuk pendektesian multikollinieritasnya, dengan melihat nilai VIF dan TOL. Nilai yang didapatkan juga telah mendekati angka 1, maka penulis pastikan bahwa tidak terdapat multikolineritas pada model yang ditawarkan tersebut. Langkah terakhir adalah melakukan pengujian Durbin Watson untuk melihat otokorelasi dari model karena model yang ditawarkan menggunakan data *time series*. Dari pengujiannya didapatkan nilai DW mendekati angka 2, sehingga model tidak memiliki korelasi

dalam residualnya. Setelah melakukan pengolahan data dengan menggunakan perangkat software SPSS 15, maka didapatkan hasil perhitungannya adalah sebagai berikut:

Tabel 5.13 Kineja Reksadana dengan Mempertimbangkan Faktor Resiko

No	Dependen Variabel Rp-Rf		Intercept	Rm- Rf	Cash			Adjusted R squared	F	Sig	DW
					Ratio	PER	PBV				
	Predictive sign		+	+	-	+	+				
1	ABN Amro Indonesia Equity Value Fund	Coeff	-0.143	0.161	0.049	0.276	0.104				
		t	-1.792	0.924	0.291	1.363	0.487				
		Sig	0.083	0.363	0.773	0.182	0.629	0.188	11.853	0.001	1.798
2	Bahana Dana Infrastruktur	Coeff	-0.110	0.208	0.035	0.349	0.308				
		t	-2.979	1.394	0.234	2.420	1.862				
		Sig	0.005	0.173	0.816	0.021	0.072	0.385	16.641	0.001	2.058
3	Bahana Dana Prima	Coeff	-0.213	0.172	0.135	0.259	0.343				
		t	-2.979	1.111	0.930	1.495	1.972				
		Sig	0.005	0.275	0.359	0.145	0.057	0.294	14.744	0.001	1.941
4	Big Nusantara	Coeff	0.020	0.306	0.187	0.237	0.036				
		t	0.476	1.881	1.138	1.429	-0.227				
		Sig	0.638	0.069	0.264	0.163	0.822	0.114	12.154	0.002	2.208
5	BNI Dana Berkembang	Coeff	-0.089	0.091	0.035	0.153	0.389				
		t	-0.792	0.472	0.173	0.666	1.544				
		Sig	0.434	0.640	0.864	0.510	0.132	0.139	11.293	0.002	2.388
6	Dana Sentosa	Coeff	-0.061	0.347	0.062	0.157	0.398				
		t	-1.521	2.237	0.385	0.774	2.027				
		Sig	0.138	0.032	0.703	0.445	0.051	0.193	13.155	0.002	2.063
7	Danareksa Mawar	Coeff	-0.171	0.212	0.039	0.426	0.057				
		t	-2.289	1.237	0.246	2.234	0.286				
		Sig	0.029	0.225	0.807	0.033	0.777	0.248	13.962	0.001	2.057
8	Fortis Ekuitas	Coeff	0.028	0.233	0.195	0.294	-0.074				

	Dependen Variabel				Cash			Adjusted			
No	Rp-Rf		Intercept	Rm-Rf	Ratio	PER	PBV	R squared	F	Sig	DW
	Predictive sign		+	+	-	+	+				
		t	-0.314	1.338	1.072	1.702	-0.449				
		Sig	0.755	0.190	0.292	0.098	0.656	0.297	13.375	0.002	2.141
9	Maestro Dinamis	Coeff	-0.164	0.243	0.271	0.287	0.092				
		t	-1.147	1.499	1.368	1.907	0.507				
		Sig	0.260	0.144	0.181	0.066	0.616	0.361	14.511	0.000	2.031
10	Manulife Dana Saham	Coeff	0.088	0.173	0.056	0.204	0.172				
		t	-1.454	0.899	0.339	0.852	0.714				
		Sig	0.156	0.375	0.737	0.400	0.480	0.129	12.320	0.002	1.845
11	Nikko Saham Nusantara	Coeff	0.058	0.394	0.235	0.017	-0.190				
		t	1.393	2.190	1.243	0.079	-1.097				
		Sig	0.173	0.036	0.223	0.938	0.281	0.151	12.595	0.001	1.934
12	Panin Dana Maksima	Coeff	-0.033	0.354	0.018	0.040	0.456				
		t	-1.138	2.378	0.126	0.272	3.202				
		Sig	0.264	0.024	0.901	0.788	0.003	0.302	14.888	0.001	2.046
13	Phinisi Dana Saham	Coeff	0.036	0.350	0.195	0.008	0.164				
		t	-0.489	1.782	1.133	0.037	0.697				
		Sig	0.628	0.084	0.266	0.970	0.491	0.186	11.827	0.001	1.914
14	Platinum Saham	Coeff	0.010	0.303	0.143	0.081	0.130				
		t	-0.104	1.820	0.859	0.477	0.755				
		Sig	0.917	0.078	0.397	0.637	0.456	0.160	11.523	0.002	2.087
15	Rencana Cerdas	Coeff	0.019	0.311	0.059	0.085	-0.138				
		t	0.194	1.763	0.344	0.437	-0.753				
		Sig	0.848	0.087	0.733	0.665	0.457	0.115	8.053	0.004	1.518
16	Schroeder Dana Prestasi Plus	Coeff	0.012	0.207	0.160	0.449	0.037				
		t	-2.582	1.275	1.110	2.028	0.163				
		Sig	0.015	0.212	0.276	0.051	0.872	0.316	15.035	0.001	1.743
17	Si Dana Saham	Coeff	0.048	0.377	0.155	0.125	0.013				
		t	-0.524	2.193	0.825	0.612	0.078				

	Dependen Variabel				Cash			Adjusted			
No	Rp-Rf		Intercept	Rm-Rf	Ratio	PER	PBV	R squared	F	Sig	DW
	Predictive sign		+	+	-	+	+				
		Sig	0.604	0.036	0.416	0.545	0.939	0.169	11.631	0.001	1.868
18	Trimegah Kapital	Coeff	0.108	0.191	0.145	0.132	0.019				
		t	0.707	1.048	0.774	0.712	0.095				
		Sig	0.485	0.302	0.445	0.482	0.925	0.164	11.546	0.002	2.051

Sumber : hasil olahan penulis (2007)

Dengan melihat masing-masing hasil regresi yang dilakukan pada pengujian Anova untuk seluruh reksadana yang diteliti, didapatkan nilai F memiliki angka yang cukup bervariasi dengan kisaran 11,293 hingga 16,641 dengan nilai signifikansi untuk seluruh reksadana adalah 0,000 pada alpha 5 %. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model yang dibuat memiliki slope yang mendekati nol sehingga dapat dikatakan bahwa ada pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Nilai Adjusted R squared bervariasi antara 0,115 hingga 0,385 mengindikasikan bahwa variasi *excess return* reksadana yang dapat diterangkan oleh *excess return* pasar, *cash ratio*, *PER* dan *PBV* sebesar 11,5% hingga 38,5% sedangkan sisanya di terangkan oleh variabel lain. Angka adjusted R squared yang bervariasi ini duga berkaitan erat dengan kekuatan pengaruh variabel bebas yang berbeda-beda untuk masing-masing reksadana akibat adanya pemilihan saham yang berbeda dari setiap reksadana yang diteliti. Perbedaan tersebut kemungkinan besar diakibatkan oleh variabel-variabel makro perekonomian yang tidak terdapat di dalam model, seperti pengaruh inflasi, pengaruh kinerja emiten dan juga pengaruh SBI terhadap saham-saham yang ada dalam portfolio reksadana.

Hipotesis yang pertama dari bagian ini adalah, semakin tinggi nilai *cash ratio* yang dimiliki oleh reksadana maka akan semakin rendah *excess return* reksadana, dengan mengasumsikan variabel yang lainnya adalah konstan. *Predictive sign*-nya

untuk koefisien δ_2 adalah negatif. Pada pengujian hipotesis tersebut, ada 10 reksadana yang justru *cash ratio* nya memiliki korelasi yang positif dengan *excess return* reksadana. Ke 10 reksadana tersebut adalah ABN Amro Indonesia Equity Fund, Bahana Dana Prima, Big Nusantara, Dana Sentosa, Danareksa Mawar, Phinisi Dana Saham, Platinum Saham, Rencana Cerdas, Schroeder Prestasi Plus dan Si Dana Saham. Dengan demikian untuk ke sepuluh reksadana tersebut, hipotesis tersebut tidak dapat diterima walaupun tidak signifikan secara statistik. Untuk ke 10 reksadana tersebut apabila *cash rationya* makin tinggi, justru kinerja reksadananya akan semakin baik. Untuk Schroeder Prestasi Plus dan Phinisi Dana Saham, hal tersebut berkaitan dengan adanya *bargaining power* dalam penempatan deposito *over nightnya*. Dengan penempatan dana yang besar, maka didapatkan tingkat bunga *over night* yang besar pula sehingga akan meningkatkan tingkat pengembalian dari investasi pasar uangnya. Sedangkan untuk ke delapan reksadana yang lainnya, pengaruh positif *cash ratio* tersebut bisa diakibatkan oleh variabel lain yang tidak dijelaskan dalam model, seperti ketidaktepatan manajer investasi dalam pemilihan sahamnya. Sehingga akan lebih akan lebih baik bila manajer investasi menempatkan porsi kas yang lebih besar daripada melakukan pembelian saham yang tidak dapat memberikan keuntungan yang optimal bagi portfolio reksadananya. Hal ini berkaitan dengan kemampuan manajer investasi untuk memilih kelas aset dalam portfolionya

Delapan reksadana yang memiliki korelasi negatif terhadap *excess return* reksadana adalah Bahana Infrastruktur, BNI Dana Berkembang, Fortis Ekuitas, Maestro Dinamis, Manulife Dana Saham, Nikko Saham Nusantara, Panin Dana Maksima, dan Trimegah Kapital. Korelasi *cash ratio* yang berlawanan dengan *excess return* reksadana tersebut, menegaskan bahwa tingkat pengembalian dari kas untuk reksadana tersebut akan lebih rendah bila dibandingkan dengan tingkat pengembalian

yang didapatkan apabila manajer investasi melakukan investasi dalam bentuk saham. Hal ini tentu berkaitan erat pula dengan kemampuan manajer investasi dalam pemilihan sahamnya. Oleh karena itu, penjelasan yang lebih lengkap akan dikaitkan dengan pengukuran kinerja reksadana dengan melihat kemampuan manajer investasinya dalam *market timing* dan *portfolio selection*. Dengan melakukan investasi saham yang tepat pada portfolio reksadananya, maka akan didapat tingkat pengembalian yang optimal.

Penulis menyimpulkan bahwa *cash ratio* dapat berpengaruh terhadap kinerja reksadana baik pengaruh positif maupun pengaruh negatif walaupun tidak signifikan, hasil ini konsisten dengan penelitian Prather, Bertin dan Henker (2004). Perbedaan pengaruh tersebut bisa disebabkan oleh adanya kemampuan manajer investasi dalam melakukan pemilihan saham pada portfolio reksadananya yang berbeda.

Untuk hipotesis yang ke dua, semakin tinggi nilai PER yang dimiliki oleh reksadana akan semakin tinggi *excess return* reksadana, dengan asumsi variabel lain konstan. *Predictive sign*-nya untuk koefisien δ_3 adalah positif. Dari 18 reksadana yang diteliti, ternyata 12 reksadana memiliki koefisien δ_3 positif. Sehingga untuk ke 12 reksadana tersebut, bila bobot saham yang ada dalam portfolionya memiliki PER yang semakin tinggi, maka *excess return* reksadana tersebut juga semakin tinggi. Saham-saham yang memiliki PER tinggi akan berhubungan dengan *Dividen Pay Out Ratio (DPR)* dari perusahaan yang bersangkutan. Semakin tinggi rasio pembayaran dividen, maka PER saham akan semakin tinggi pula. Bila DPR ini mengalami peningkatan, maka PER akan mengalami peningkatan pula. Diduga bahwa manajer investasi dari 12 reksadana tersebut berorientasi untuk memilih jenis saham yang bertumbuh (*growth stock*) yang memiliki resiko lebih tinggi dan juga berorientasi terhadap saham-saham unggulan. Saham yang bertumbuh ini memperlihatkan

kemampuan manajemen perusahaan untuk menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih besar dari tingkat pengembalian yang diharapkan. Pertumbuhan laba yang tinggi tersebut akan terefleksi pada harga sahamnya sehingga dapat memberikan *capital gain* yang tinggi. Saham-saham ini biasanya terdapat pada saham-saham yang berkapitalisasi menengah. Sedangkan saham-saham unggulan memiliki harga yang relatif mahal dan dapat memberikan dividen *yield* yang moderat.

Sedangkan 6 reksadana lainnya memiliki koefisien δ_3 negatif. Ke enam reksadana tersebut adalah BNI Dana Berkembang, Dana Sentosa, Panin Dana Maksima, Phinisi Dana Saham, Platinum Saham dan Trimegah Kapital. Sehingga khusus untuk enam reksadana tersebut dengan semakin tingginya bobot saham dengan PER yang tinggi justru akan mengakibatkan *excess return* reksadana yang dihasilkannya akan semakin kecil. Namun sebaliknya, apabila bobot PER saham dalam portfolionya semakin rendah maka *excess return* reksadana yang dihasilkannya akan semakin besar. Maka hipotesis yang mengatakan bahwa semakin tingginya PER maka akan semakin tinggi *excess return* reksadana tidak dapat diterima untuk ke enam reksadana tersebut. Kemungkinan besar, hal ini berkaitan dengan keberhasilan manajer investasi dalam mengidentifikasi saham-saham yang *underprice*.

Diduga untuk 6 reksadana tersebut, manajer investasinya lebih memilih saham-saham yang bernilai (*value stock*). Manajer investasi akan berusaha untuk mencari saham-saham yang memiliki PER yang lebih rendah bila dibandingkan dengan PER industri. Saham-saham tersebut adalah saham-saham yang mempunyai harga di pasar lebih rendah bila dibandingkan dengan nilai intrinsik atau nilai buku dari perusahaan yang bersangkutan. Dengan semakin rendahnya PER saham tersebut, maka harga saham akan semakin murah. Bobot saham dengan PER yang kecil pada

portfolio reksadananya akan dapat memberikan *capital gain* yang cukup tinggi. *Capital gain* tersebut diakibatkan karena setiap saham secara umum akan bergerak naik atau turun untuk mendekati nilai intrinsiknya. Dengan tingginya *capital gain* yang didapatkan oleh reksadana, maka kinerja reksadana tersebut juga semakin tinggi. Karena pendapatan reksadana berasal selain berasal dari bunga dan dividen, juga berasal dari *capital gain*.

Pada pengujian hipotesis ke tiga pada bagian ini, *predictive sign*-nya yang didapat oleh koefisien δ_4 adalah positif. Dengan demikian, semakin tinggi bobot PBV yang dimiliki oleh reksadana akan semakin tinggi pula *excess return* reksadana, dengan mengasumsikan variabel yang lainnya konstan. Dari 18 reksadana sampel yang menjadi obyek penelitian, hanya ada dua reksadana yang memberikan nilai koefisien δ_4 negatif, Selebihnya memberikan nilai koefisien δ_4 yang positif. Maka dapat disimpulkan bahwa memang semakin tinggi bobot PBV yang ada dalam portfolio reksadana maka akan semakin tinggi pula *excess return* reksadana. Hasil ini konsisten pula dengan penelitian Prather, Bertin dan Henker (2004).

Dengan memasukkan variabel resiko pada pengukuran kinerja reksadana, didapatkan suatu kesimpulan bahwa *cash ratio* dan *PER* yang ada dalam portfolio reksadana akan dapat mempengaruhi kinerja reksadananya baik secara positif maupun negatif. Perbedaan pengaruh tersebut, diakibatkan oleh kemampuan manajer investasinya dalam mengidentifikasi saham-saham yang akan masuk dalam portfolionya. Untuk manajer investasi yang memiliki kemampuan dalam mengidentifikasi saham yang *underprice*, maka *cash ratio* dan *PER* yang semakin rendah justru akan dapat meningkatkan kinerja reksadananya. Sebaliknya, bagi manajer investasi yang tidak memiliki kemampuan dalam mengidentifikasi saham-saham yang *underprice*, maka *PER* semakin rendah justru dapat menurunkan kinerja

reksadananya. Sehingga untuk manajer investasi tersebut, akan lebih baik melakukan investasi pada saham-saham yang memiliki PER yang lebih tinggi dengan memberikan porsi yang besar pada saham-saham unggulan.

Untuk faktor PBV, semakin tinggi bobot PBV yang ada dalam portfolio reksadananya akan memberikan kinerja yang lebih tinggi. PBV ini menggambarkan nilai likuidasi aset yang mendekati harga sahamnya pada saat ini. PBV yang rendah mengindikasikan resiko yang rendah, dan hal ini berkaitan dengan gaya investasi yang lebih berorientasi terhadap *value stock*. Sebaliknya PBV yang tinggi menggambarkan gaya investasi reksadana tersebut cenderung berorientasi pada saham-saham *growth stock*. Dengan berorientasi pada *growth stock*, manajer investasi akan berusaha untuk mencari saham-saham dari perusahaan yang dapat tumbuh dengan cepat pada masa mendatang.

Berikut ini merupakan tabel kinerja reksadana setelah menambahkan variabel yang tergolong dalam katagori resiko:

Tabel 5.14 Peringkat Kinerja Reksadana setelah mempertimbangkan faktor resiko:

No	Nama Reksadana	α
1	Trimegah Kapital	0.108
2	Nikko Saham Nusantara	0.058
3	Phinisi Dana Saham	0.036
4	Fortis Ekuitas	0.028
5	Big Nusantara	0.020
6	Rencana Cerdas	0.019
7	Schroeder Dana Prestasi Plus	0.012
8	Platinum Saham	-0.010
9	Panin Dana Maksima	-0.033
10	Si Dana Saham	-0.048
11	Dana Sentosa	-0.061
12	Manulife Dana Saham	-0.088
13	BNI Dana Berkembang	-0.089

No	Nama Reksadana	α
14	Bahana Dana Infrastruktur	-0.110
15	ABN Amro Indonesia Equity Value Fund	-0.143
16	Maestro Dinamis	-0.164
17	Danareksa Mawar	-0.171
18	Bahana Dana Prima	-0.213

Sumber : hasil olahan penulis(2007)

Dari Tabel 5.14 di atas, kita dapat lihat kembali bahwa ada tujuh reksadana yang memiliki kinerja positif bila dikaitkan dengan faktor resiko. Ketujuh reksadana tersebut adalah, Trimegah Kapital, Nikko Saham Nusantara, Phinsisi Dana Saham, Fortis Ekuitas, Rencana Cerdas dan Schroeder Prestasi Plus. Manajer investasi yang memilih berorientasi terhadap saham-saham yang bernilai (*value stock*) berhasil untuk mengidentifikasi saham-saham yang masih *underprice*. Manajer investasinya akan berusaha untuk mencari saham-saham yang harganya lebih rendah kemudian menjualnya pada saat harga saham tersebut sudah tinggi. Nampaknya strategi aktif yang dijalankan oleh manajer investasinya berhasil untuk dapat memilih saham-saham yang dapat memberikan *capital gain* yang tinggi bagi portfolio reksadananya. Sebaliknya untuk manajer investasi yang berorientasi kepada saham-saham bertumbuh (*growth stock*) berhasil dalam mengidentifikasi saham-saham yang memiliki prospek baik sehingga walaupun saham-saham tersebut memiliki PER yang tinggi, tetapi harga sahamnya cenderung akan meningkat. Dengan demikian, portfolio reksadana kelolaannya akan memberikan *capital gain* lebih tinggi sehingga dapat meningkatkan kinerja reksadana yang dikelolanya.

5.6 Pengaruh Faktor *Market Timing* dan *Portfolio Selection* terhadap Kinerja Reksadana

Pada bagian ini, pengukuran kinerja reksadana dilakukan dengan mempertimbangkan kemampuan manajer investasi dalam hal *Market Timing* dan *Portfolio Selection*. Model yang digunakan adalah model yang dikembangkan oleh Henrikson dan Merton (1981). Sebenarnya model inipun merupakan pengembangan dari model alpha Jensen, namun dengan menambahkan variabel dummy pada variabel bebasnya. Model ini menggunakan regresi berganda dengan tingkat kepercayaan sebesar 5% dimana kelebihan pengembalian portfolio sebagai variabel dependen dan variabel independennya adalah kelebihan pengembalian pasar dan variabel dummy bernilai 1 untuk $R_m > R_f$ dan bernilai 0 untuk yang lainnya. Modelnya adalah sebagai berikut:

$$R_{pt} - R_{ft} = \varphi_0 + \varphi_1 (R_{mt} - R_{ft}) + \varphi_2 (R_{mt} - R_{ft})D + \varepsilon_p \dots\dots\dots(5.5)$$

Di mana, D merupakan variabel dummy dengan nilai 1 untuk $R_m > R_f$ dan bernilai 0 untuk yang lainnya. Nilai 1 untuk $R_m > R_f$, dan nilai 0 untuk yang lainnya. Berikut ini merupakan tabel regresinya :

Tabel 5.15 Kinerja Reksadana dengan Mempertimbangkan *Market Timing* dan *Portfolio Selection*

No	Dependen Variabel		Intercept	Rm-Rf	(Rm-Rf)*D	Adjusted R squared	F	Sig
	Rp-Rf	Predictive sign						
1	ABN Amro Indonesia Equity Value Fund	Coeff	0.037	0.783	0.567	0.168	3.434	0.440
		t	1.548	2.524	1.826			
		Sig	0.131	0.016	0.077			
2	Bahana Dana Infrastruktur	Coeff	0.000	0.262	0.194			

No	Dependen Variabel							
	Rp-Rf		Intercept	Rm-Rf	(Rm-Rf)*D	Adjusted R squared	F	Sig
	Predictive sign		+	+	+			
		t	-0.024	0.857	0.634			
		Sig	0.981	0.397	0.530	0.146	4.084	0.026
3	Bahana Dana Prima	Coeff	0.009	0.275	0.135			
		t	0.428	0.882	0.433			
		Sig	0.671	0.384	0.668	0.109	3.199	0.053
4	Big Nusantara	Coeff	-0.019	0.103	0.246			
		t	-1.029	0.322	0.769			
		Sig	0.311	0.749	0.447	0.630	2.110	0.012
5	BNI Dana Berkembang	Coeff	0.012	0.230	0.011			
		t	0.327	0.696	0.034			
		Sig	0.746	0.491	0.973	0.570	3.037	0.003
6	Dana Sentosa	Coeff	0.003	0.506	0.095			
		t	0.144	1.644	0.309			
		Sig	0.887	0.109	0.759	0.431	3.781	0.003
7	Danareksa Mawar	Coeff	0.006	0.223	0.205			
		t	0.347	0.720	0.662			
		Sig	0.731	0.477	0.512	0.711	3.501	0.001
8	Fortis Ekuitas	Coeff	0.017	0.278	0.172			
		t	0.927	0.907	0.563			
		Sig	0.360	0.371	0.577	0.731	3.982	0.001
9	Maestro Dinamis	Coeff	0.008	0.290	0.144			
		t	0.506	0.940	0.466			
		Sig	0.616	0.354	0.644	0.771	3.657	0.003
10	Manulife Dana Saham	Coeff	0.015	0.250	0.140			
		t	0.835	0.792	0.444			
		Sig	0.410	0.434	0.660	0.920	8.280	0.000
11	Nikko Saham Nusantara	Coeff	0.005	0.458	0.033			
		t	0.242	1.491	0.106			
		Sig	0.810	0.145	0.916	0.731	3.855	0.003

No	Dependen Variabel							
	Rp-Rf		Intercept	Rm-Rf	(Rm-Rf)*D	Adjusted R squared	F	Sig
	Predictive sign		+	+	+			
12	Panin Dana Maksima	Coeff	0.017	0.340	0.091			
		t	0.986	1.102	0.294			
		Sig	0.331	0.278	0.771	0.771	3.633	0.003
13	Phinisi Dana Saham	Coeff	0.017	0.302	0.071			
		t	0.897	0.955	0.224			
		Sig	0.376	0.346	0.824	0.830	6.621	0.001
14	Platinum Saham	Coeff	0.028	0.375	0.045			
		t	1.290	1.171	0.139			
		Sig	0.206	0.250	0.890	0.621	2.181	0.002
15	Rencana Cerdas	Coeff	0.001	0.204	0.122			
		t	0.047	0.631	0.377			
		Sig	0.963	0.532	0.708	0.644	11.871	0.002
16	Schroeder Dana Prestasi Plus	Coeff	0.008	0.291	0.159			
		t	0.460	0.952	0.519			
		Sig	0.649	0.348	0.607	0.825	3.990	0.001
17	Si Dana Saham	Coeff	0.008	0.261	0.143			
		t	0.467	0.835	0.458			
		Sig	0.643	0.410	0.650	0.660	3.085	0.002
18	Trimegah Kapital	Coeff	0.030	0.164	0.020			
		t	0.714	0.490	0.058			
		Sig	0.480	0.627	0.954	0.811	3.070	0.001

Sumber : hasil olahan penulis (2007)

Sebelum penulis melakukan analisis lebih lanjut mengenai hasil pengujiannya, maka akan di uji terlebih dahulu kelayakan modelnya dengan menggunakan ekonometrika. Asumsi harus dipenuhi agar model regresi tersebut bersifat BLUE, maka var (μ_1) harus sama dengan σ^2 atau homoskedatis. Untuk itu model yang digunakan perlu diuji heteroskedatis. Pendeteksianya adalah dengan menggunakan metode grafik, dan didapatkan bahwa titik-titik pada gambar dari seluruh reksadana

yang diteliti secara individual tidak mencerminkan suatu pola yang sistematis maka menunjukkan bahwa variannya homoskedatis. Untuk menguji kenormalan data, kita akan lihat pada normal P-Plot. Plot yang ada titik-titik gradien antara probabilitas kumulatif observasi dan probabilitas kumulatif harapan telah berada sepanjang garis, maka residual mengikuti distribusi normal. Begitu juga dengan scatter plot tidak membentuk suatu pola, sehingga residual homoskedastis.

Dengan melihat masing-masing hasil regresi yang dilakukan pada pengujian Anova untuk seluruh reksadana yang diteliti, didapatkan nilai F yang cukup tinggi dengan nilai signifikansi untuk seluruh reksadana adalah 0,000 pada alpha 5 %. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model yang dibuat memiliki slope mendekati nol sehingga memang ada pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Untuk mendeteksi adanya multikolinieritas pada model tersebut, maka akan dilihat dari nilai VIF dan Tolerancinya. Dari hasil regresi yang didapatkan, untuk semua variabel bebasnya rata-rata memiliki nilai VIF lebih kecil dari 1 namun kurang dari 5. Sehingga dapat disimpulkan bahwa model tidak memiliki multikolinieritas. Nilai Adjusted R squared hanya sekitar 10,5% hingga 19,9% mengindikasikan bahwa variasi *excess return* reksadana yang dapat diterangkan oleh *excess return* pasar, dan dummy variabel hanya sebesar 10% - 19,9% sedangkan sisanya di terangkan oleh variabel lain.

Pada bagian ini, hipotesis pertama yang diajukan adalah manajer portfolio reksadana memiliki kemampuan dalam memilih sekuritas yang tepat atau memiliki *selection portfolio ability*, dengan variabel lain konstan. *Predictive sign* untuk ϕ_0 adalah positif. Dari 18 reksadana yang menjadi sampel penelitian, hanya ada satu reksadana saja yang tidak memiliki kemampuan dalam pemilihan sekuritas yang tepat. Selebihnya 17 reksadana memiliki kemampuan dalam pemilihan sekuritas yang

tepat. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Merton (1981), Chang dan Lewellen (1984) dan Chen et.al (1992), menemukan bahwa kinerja suatu reksadana dipengaruhi oleh *market timing ability* yaitu kemampuan manajer investasi dalam memberikan alokasi aset pada aset yang akan memberikan hasil lebih tinggi. Namun hasil penelitian ini berlawanan dengan penelitian sebelumnya di Indonesia oleh Brahmana (2003) yang menemukan bahwa secara rata-rata reksadana saham di Indonesia belum memiliki *stock picking* dan *market timing ability*.

Untuk hipotesis kedua dari bagian ini, manajer portfolio reksadana memiliki kemampuan dalam hal *market timing ability*, dengan variabel lain konstan. *Predictive sign* untuk ϕ_0 adalah positif. Dari 18 reksadana yang diteliti, ternyata hanya empat reksadana saja yang tidak memiliki kemampuan dalam hal *market timing ability*. Selebihnya reksadana yang diteliti tersebut pada periode Agustus 2004 hingga Agustus 2007, 14 reksadana memiliki kemampuan dalam *market timing*. Hasil ini berlawanan pula dengan hasil penelitian Brahmana (2003) yang menemukan bahwa secara rata-rata reksadana saham di Indonesia belum memiliki *stock picking* dan *market timing ability*. Berikut ini merupakan tabel untuk kemampuan dalam hal portfolio selection dengan melihat besarnya nilai ϕ_0 .

Tabel 5.16 Peringkat Kinerja Reksadana dalam hal Kemampuan Manajer Investasi untuk Portfolio Selection

No	Nama Reksadana	Portfolio Selection
1	ABN Amro Indonesia Equity Value Fund	0.037
2	Trimegah Kapital	0.030
3	Platinum Saham	0.028
4	Panin Dana Maksima	0.017
5	Phinisi Dana Saham	0.017

No	Nama Reksadana	Portfolio Selection
6	Fortis Ekuitas	0.017
7	Manulife Dana Saham	0.015
8	BNI Dana Berkembang	0.012
9	Bahana Dana Prima	0.009
10	Schroeder Dana Prestasi Plus	0.008
11	Si Dana Saham	0.008
12	Maestro Dinamis	0.008
13	Danareksa Mawar	0.006
14	Nikko Saham Nusantara	0.005
15	Dana Sentosa	0.003
16	Rencana Cerdas	0.001
17	Bahana Dana Infrastruktur	0.000
18	Big Nusantara	-0.019

Sumber : hasil olahan data penulis (2007)

Dari Tabel 5.16 tersebut, hanya reksadana Big Nusantara yang tidak memiliki kemampuan dalam hal *portfolio selection*. Selebihnya seluruh reksadana yang diteliti, memiliki kemampuan dalam hal *portfolio selection*. Hal ini konsisten dengan pengujian sebelumnya yang menambahkan variabel resiko. Pada variabel resiko tersebut, *cash ratio* dan *PER* bisa mempengaruhi kinerja reksadana baik secara negatif maupun positif, namun hal itu akan tergantung pada kemampuan manajer investasinya untuk mengidentifikasi saham-saham yang dapat memberikan *capital gain* yang tinggi. Reksadana ABN Amro dan Trimegah Kapital memiliki nilai yang tertinggi dalam hal pemilihan sekuritasnya. Untuk ABN Amro, nilai yang tinggi tersebut justru sangat berkontradiksi dengan kinerja ABN Amro Equity Fund Value pada pengukuran sebelumnya karena reksadana ABN Amro selalu menempati posisi lima terbawah. Hal ini diduga bahwa walaupun reksadana ABN Amro memiliki kemampuan dalam *portfolio selection* namun gagal dalam kemampuan *market timing*. Sehingga reksadana ABN Amro Equity Fund Value tidak dapat memberikan *return* yang diharapkan.

Sebaliknya, untuk reksadana Trimegah Kapital tingginya nilai *portfolio selection* tersebut justru konsisten dengan pengukuran kinerja sebelumnya yang belum ditambah variabel maupun setelah ditambah dengan variabel resiko. Disini, ternyata strategi aktif yang dijalankan oleh manajer investasinya berhasil dalam hal pemilihan sekuritasnya. Sehingga Trimegah Kapital dapat memberikan *excess return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan reksadana yang lain. Berkaitan dengan kemampuan dalam *portfolio selection*, hal yang paling penting dilakukan adalah dengan menggunakan analisis fundamental untuk mencari sekuritas yang *mispriced*. Hal tersebut bisa dilakukan dengan menentukan nilai intrinsik saham tersebut. Setelah penentuan nilai intrinsik tersebut, maka manajer investasi akan memilih saham yang *undervalue*, sehingga reksadana yang dikelolanya mampu memberikan *return* yang cukup tinggi.

Hasil pengukuran kinerja reksadana dengan melihat kemampuan dalam hal *portfolio selection* ini menegaskan bahwa kemampuan manajer investasi dalam pemilihan sekuritasnya akan sangat menentukan kinerja reksadana yang dikelolanya. Hal ini tidak memperdulikan apakah manajer investasi tersebut menerapkan strategi yang berorientasi *value stock* maupun yang menerapkan strategi *growth stock*. Hal yang paling penting adalah apapun strategi yang dilakukan oleh manajer investasinya, bila manajer investasi tersebut memiliki kemampuan dalam pemilihan sahamnya tetap akan dapat memberikan *capital gain* yang tinggi bagi portfolio reksadananya. Berikut ini merupakan tabel dari hasil pengolahan data terhadap kemampuan manajer investasi dalam hal *market timing*:

Tabel 5.17 Peringkat Kinerja Reksadana berdasarkan Kemampuan Manajer Investasi untuk Market Timing.

No	Nama Reksadana	Market Timing
1	Big Nusantara	0.246
2	Danareksa Mawar	0.205
3	Bahana Dana Infrastruktur	0.194
4	Fortis Ekuitas	0.172
5	Schroeder Dana Prestasi Plus	0.159
6	Maestro Dinamis	0.144
7	Si Dana Saham	0.143
8	Manulife Dana Saham	0.140
9	Bahana Dana Prima	0.135
10	Rencana Cerdas	0.122
11	Panin Dana Maksima	0.091
12	Phinisi Dana Saham	0.071
13	Trimegah Kapital	0.020
14	BNI Dana Berkembang	0.011
15	Nikko Saham Nusantara	-0.033
16	Platinum Saham	-0.045
17	Dana Sentosa	-0.095
18	ABN Amro Indonesia Equity Value Fund	-0.567

Sumber : hasil olahan data penulis (2007)

Dari Tabel 5.17, dugaan sebelumnya yang mengatakan bahwa walaupun reksadana ABN Amro Indonesia Equity Fund Value yang memiliki kemampuan dalam hal *portfolio selection* cukup tinggi, namun telah gagal dalam hal *market timing* adalah benar. Hal ini dibuktikan pada ABN Amro Indonesia Equity Value menempati posisi terbawah dalam hal *market timing*. Sedangkan untuk reksadana Fortis Ekuitas, Schroeder Prestasi Plus dan Manulife Dana Saham memiliki kemampuan dalam keduanya, baik *market timing* maupun *portfolio selection*.

5.6 Return Based Style Analysis

Untuk dapat mengetahui pola investasi reksadana yang menjadi sampel dalam periode penelitian, maka penelitian ini juga mencoba untuk membangun sebuah portfolio pasif berdasarkan *return* reksadana dan faktor aset tertentu dengan

menggunakan korelasi antara *return* reksadana dengan faktor aset. Model yang akan digunakan adalah model yang dikembangkan oleh William Sharpe :

$$R_{pt} = [b_{p1}F_{1t} + b_{p2}F_{2t} + \dots + b_{p10}F_{10t}] + e_{pt} \dots \dots \dots (5.6)$$

Dengan menggunakan model persamaan (5.6), penelitian ini akan mencoba untuk membangun portfolio pasif yang akan digunakan sebagai *benchmark*. Faktor aset yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan *return* dari indeks sektoral. Portfolio pasif ini akan menggambarkan pola investasi dalam mengelola kinerja reksadananya. Eksposur reksadana penting untuk diketahui karena menyangkut resiko yang diinginkan oleh setiap investor. Untuk dapat melihat eksposur dari setiap reksadana yang diteliti, pada pada tahap pertama akan melakukan eksekusi untuk keseluruhan data dengan menggunakan program Solver7 Excell untuk dapat melihat *style* yang mencerminkan eksposur dari reksadana tersebut. Untuk mencari *style* dari reksadana, menggunakan program Solver Excell. Di mana dengan program Solver tersebut, Solver akan diperintahkan untuk mencari sebuah komposisi portfolio berdasarkan dua kelas aset. Kelas aset yang pertama adalah sembilan indeks sektoral dan kelas aset yang ke dua adalah suku bunga SBI. Dari dua kelas aset tersebut, Solver akan mencari portfolio yang paling maksimum dengan varians yang paling minimum. Dalam pembentukan portfolionya Solver akan diberi batasan-batasan dimana komposisi aset harus bernilai dari nol hingga satu dan tidak diperbolehkan bernilai negatif. Dari metode *style analisis* yang telah dijelaskan pada bab IV, maka diperoleh hasil dari eksposur reksadana adalah sebagai berikut :

Tabel 5.18 Eksposur Reksadana Berdasarkan Style Analysis

	Reksadana	Agricult	Mining	Basic Industri	Misc Industri	Consumer Good	Property	Infrastr	Finance	trade manufac	Pasar uang	R Squared
1	ABN Amro Indonesia Equity Value Fund	0.00%	7.59%	7.26%	6.23%	29.55%	8.12%	17.23%	10.32%	8.00%	5.70%	92.41%
2	Bahana Dana Infrastruktur	0.08%	18.67%	14.61%	0.05%	0.00%	6.66%	20.58%	0.00%	12.35%	27.00%	83.34%
3	Bahana Dana Prima	9.05%	5.60%	5.00%	0.00%	35.83%	0.00%	10.72%	15.84%	15.96%	2.00%	84.40%
4	Big Nusantara	3.00%	6.23%	12.65%	0.00%	9.34%	12.21%	12.46%	7.03%	6.08%	31.00%	93.77%
5	BNI Dana Berkembang	0.00%	23.15%	9.26%	9.23%	4.63%	9.13%	13.45%	14.52%	4.63%	12.00%	95.37%
6	Dana Sentosa	2.98%	16.24%	5.80%	5.80%	14.50%	14.50%	12.94%	10.90%	8.94%	7.40%	92.60%
7	Danareksa Mawar	5.00%	24.00%	0.00%	0.00%	22.65%	0.00%	22.65%	18.70%	0.00%	7.00%	93.00%
8	Fortis Ekultas	3.40%	20.28%	6.76%	3.38%	16.90%	3.38%	16.76%	13.66%	3.48%	12.00%	85.02%
9	Maestro Dinamis	4.97%	14.90%	9.94%	4.97%	24.84%	0.00%	9.94%	19.87%	4.98%	5.60%	90.63%
10	Manulife Dana Saham	4.68%	23.42%	0.00%	9.37%	23.42%	0.00%	14.37%	9.05%	4.68%	11.00%	80.81%
11	Nikko Saham Nusantara	3.31%	8.27%	8.27%	4.96%	9.19%	11.57%	12.31%	10.84%	17.30%	14.00%	87.16%
12	Panin Dana Maksima	3.21%	16.17%	12.84%	3.21%	12.84%	6.42%	6.42%	16.05%	12.84%	10.00%	83.58%
13	Phinisi Dana Saham	4.60%	23.00%	0.00%	9.20%	18.40%	4.80%	19.20%	13.00%	4.60%	3.20%	80.80%
14	Platinum Saham	5.58%	11.16%	5.58%	11.16%	11.16%	2.79%	18.47%	11.35%	13.95%	7.80%	84.42%
15	Rencana Cerdas	4.14%	13.25%	0.00%	8.84%	17.67%	8.84%	19.14%	12.09%	0.00%	16.04%	91.16%
16	Schroeder Dana Prestasi Plus	0.00%	15.18%	10.12%	10.12%	20.24%	0.00%	20.12%	15.30%	0.00%	8.92%	85.08%
17	SI Dana Saham	2.70%	18.90%	8.10%	5.53%	13.50%	8.10%	15.40%	8.90%	10.80%	8.07%	91.90%
18	Trimegah Kapital	7.41%	23.76%	4.94%	4.94%	9.83%	4.94%	15.25%	8.23%	9.88%	10.77%	74.75%

Sumber: hasil olahan penulis (2007)

Hasil perhitungan tersebut memiliki R^2 antara 74,75% hingga 95,37%. Berarti kita dapat katakan bahwa model yang dihasilkan dapat menjelaskan variasi *return* reksadana sebesar 87,16% hingga 95,37%. Sedangkan variasi *return* yang tidak dapat dijelaskan dalam model ($1 - R^2$) berkisar antara 4.63% hingga 12.40%. Hal tersebut dihasilkan dari perbedaan dalam pemilihan sekuritas dalam kelompok aset atau rotasi sekuritas dalam kelompok aset. Dari Tabel V.14, nampak bahwa secara rata-rata reksadana yang menjadi sampel penelitian lebih banyak dipengaruhi oleh *style* nya yaitu sebesar 74,75% hingga 95,37% dan hanya 4.63% hingga 25,50% *return* yang dipengaruhi oleh *selection* nya.

Tabel 5.18 tersebut juga menunjukkan bahwa masing-masing reksadana terkena eksposur yang berbeda. Eksposur tersebut mengindikasikan di sektor mana saja reksadana menginvestasikan dananya. Dapat pula dikatakan bahwa, eskposur tersebut berasal dari *style* manajer investasi dalam mengalokasikan dananya yang disebabkan oleh perbedaan selera, pandangan manajer investasi terhadap resiko maupun persepsi terhadap pasar. Karena masing-masing industri memiliki karakteristik yang berbeda, maka tidak semua manajer investasi mengenal dengan baik semua sektor industri. Hal itulah yang membuat ada suatu reksadana yang tidak melakukan diversifikasi pada semua sektor industri. Selain itu, adanya pandangan resiko dari manajer investasi yang berbeda seperti *risk lover*, *risk avoider*, maupun *risk neutral* juga akan mempengaruhi pola dari investasi dari reksadana yang dikelolanya. Dan yang terakhir adalah, adanya strategi dan kebijakan investasi yang berbeda pada masing-masing reksadana juga akan menyebabkan terjadinya pola investasi yang berbeda. Hal yang tidak kalah pentingnya dari pola investasi dari seorang manajer adalah pandangan manajer investasi terhadap pasar. Disinilah peranan dari pengalaman seorang manajer investasi akan berbeda untuk masing-

masing reksadana yang dikelola. Manajer investasi yang telah berpengalaman tentu akan dapat mengantisipasi perubahan yang terjadi di pasar dan dengan cepat akan melakukan penyesuaian. Hal ini berkaitan erat dengan pengukuran alpha Jensen sebelumnya yang menambahkan variabel umur.

Sektor *mining* dan *infrastructure* merupakan sektor yang mempengaruhi semua reksadana. Hal ini di duga, karena tingginya *capital gain* dari kedua sektor tersebut sangat mempengaruhi gaya investasi dari para manajer investasi. Untuk sektor *mining* tersebut, reksadana Trimegah Kapital merupakan reksadana yang paling dominan yang dipengaruhi oleh eksposurnya. Hal ini juga konsisten dengan pengukuran kinerja sebelumnya dengan mempertimbangkan faktor resiko. Reksadana Trimegah Kapital memiliki nilai Jensen yang tertinggi, namun tingkat resiko yang dihadapi juga sangat tinggi. Ternyata, memang eksposur yang terbesar dari reksadana ini berasal dari sektor *mining*. Seperti kita ketahui bersama, sektor *mining* ini merupakan sektor yang paling tinggi risikonya bila dibandingkan dengan sektor-sektor yang lain. Untuk eksposur terbesar dari reksadana Trimegah Kapital ini adalah berasal dari sektor *infrastructure*. Jika dilihat dari risikonya, memang kedua sektor tersebut memiliki resiko yang hampir sama, keduanya cukup beresiko tinggi. Hal ini pulalah yang menjadikan mengapa reksadana Trimegah Kapital pada pengukuran sebelumnya diketahui memiliki tingkat resiko yang tinggi namun memiliki rata-rata bulanan yang juga tinggi. Begitu pula dengan reksadana Manulife Dana Saham, Phinisi Dana Saham, dan Fortis ekuitas, yang memiliki eksposur terbesar dari kedua sektor tersebut, sektor *mining* dan sektor *infrastructure*. Hal ini juga dapat menjelaskan mengapa ketiga reksadana tersebut juga memiliki nilai alpha Jensen yang tinggi. Sedangkan untuk BNI Berkembang hanya pada sektor *mining* saja yang memberikan eksposur terbesar.

Sedangkan untuk reksadana Schroeder Prestasi Plus, eksposur terbesar justru berasal dari sektor *consumer goods*, selain itu yang terbesar lainnya adalah sektor *infrastructure*. Untuk sektor *consumer goods* ini, hampir keseluruhan reksadana terkena oleh eksposurnya kecuali reksadana Bahana Infrastruktur. Hal lainnya yang membuat mengapa sektor *consumer goods* selalu mempengaruhi eksposur dari reksadana yang diteliti, adalah karena sektor ini merupakan industri yang memproduksi kebutuhan primer yang hampir tidak terlalu terpengaruh walaupun terjadi gejolak ekonomi. Bagaimanapun keadaan perekonomian kita, maka hasil produksi dari sektor ini tetap akan dikonsumsi oleh masyarakat. Jadi wajar saja apabila hampir seluruh reksadana yang diteliti memiliki saham di sektor ini. Untuk reksadana Bahana Infrastruktur mengapa tidak memiliki saham dalam sektor ini, diduga berkaitan erat dengan tujuan investasi dan juga kebijakan investasi dari reksadana tersebut. Bahana Infrastruktur memang memiliki kebijakan investasi yang mengalokasikan portfolionya pada sektor-sektor *infrastructure*. Oleh karena itulah, pada sektor *infrastructure* eksposurnya paling besar diantara sektor-sektor yang lain. Selain itu, sektor *mining* juga memberikan eksposur terbesar kedua pada reksadana ini.

Untuk sektor *finance*, juga dapat dikatakan bahwa hampir seluruh reksadana memiliki saham ini kecuali Bahana Infrastruktur. Sektor *finance* ini nampaknya juga menjadi primadona untuk hampir seluruh manajer investasi. Hal ini diduga berkaitan dengan semakin membaiknya kinerja perbankan di Indonesia dan semakin ketatnya pengawasan dari Bank Indonesia terhadap kinerja perbankan di Indonesia. Hal ini ditandai dengan mulai berkurangnya kredit macet pada bank-bank BUMN seperti bank Mandiri. Selain itu, bank BUMN yang kinerjanya selalu baik adalah bank BRI yang konsisten dari tahun ke tahun, bahkan dalam masa krisispun bank ini tetap

memberikan keuntungan yang tinggi. Oleh karena itulah, saham-saham dari sektor perbankan ini terus meningkat.

Untuk sektor pasar uang, BIG Nusantara mengalokasikannya hampir 30% dari total portfolionya, padahal reksadana ini merupakan jenis reksadana saham. Hal ini nampaknya dapat menjelaskan mengapa reksadana BIG Nusantara dalam perhitungan kinerja sebelumnya selalu berada di peringkat bawah. Walaupun pada reksadana ini, hampir seluruh sektor memberikan eksposurnya, namun kemungkinan *return* yang dihasilkan dari diversifikasi tersebut tidak optimal.

Manajer investasi yang memiliki strategi pasif akan memberikan *return* sesuai dengan *style*. Sedangkan manajer investasi yang memiliki gaya investasi aktif akan memberikan *return* sesuai gaya investasi dan tambahannya sesuai keahliannya dalam melakukan pemilihan sekuritas untuk mengungguli pasar. Eksposur yang merupakan hasil dari metode *style analisis* ini merupakan *style* reksadana karena pola *return* eksposur tersebut mirip dengan pola *return* reksadana. Sedangkan reksadana yang menjadi obyek penelitian menghasilkan nilai residual. Hal ini berarti reksadana tersebut memiliki strategi aktif. Kinerja reksadana di ukur dengan mengurangi rata-rata *return* reksadana dengan rata-rata *return* dari strategi pasif. Rata-rata selisih *return* tersebut dihitung untuk tiap-tiap bulan dan juga tingkat signifikansinya. Untuk mengukur kinerja reksadana, menggunakan metode yang dilakukan oleh Sharpe (1992). Metode pengukurannya, terdiri atas empat tahap yaitu:

1. Dilakukan estimasi terhadap *style* reksadana dengan menggunakan pengamatan pada bulan $t-37$ hingga $t-1$.
2. Dari hasil *style* tersebut dikalkulasikan *return* dari portfolio *style* tersebut untuk bulan t .

3. Menghitung selisih antara *return* dari portfolio *style*, di mana selisih ini didefinisikan sebagai *selection return* pada bulan *t*.
4. Kumpulan dari *selection return* ini kemudian dihitung rata-ratanya untuk melihat kinerja reksadana secara rata-rata.

Kemudian selisih *return* ini diuji dengan menggunakan *one sample t-test* untuk melihat apakah rata-rata selisih *return* berbeda dari nol signifikan secara statistik. Berikut ini merupakan tabel dari selisih *return* reksadana dengan *return style*:

Tabel 5.19 Selisih Return Reksadana dengan Return Style

No	Reksadana	Rata-rata selisih return	t statistik
1	Trimegah Kapital	0.0158	-2.130
2	Fortis Ekuitas	0.0095	-2.113
3	Platinum Saham	0.0091	2.128
4	Bahana Dana Infrastruktur	0.0072	-2.285
5	Panin Dana Maksima	0.0054	0.057
6	Manulife Dana Saham	0.0048	-2.160
7	Schroeder Dana Prestasi Plus	0.0042	2.168
8	Phinisi Dana Saham	0.0038	0.038
9	Bahana Dana Prima	0.0002	2.208
10	Danareksa Mawar	-0.0008	-2.218
11	BNI Dana Berkembang	-0.0009	-0.214
12	Si Dana Saham	-0.0014	-0.014
13	Rencana Cerdas	-0.0022	-0.014
14	Maestro Dinamis	-0.0024	-0.027
15	Nikko Saham Nusantara	-0.0107	-0.100
16	ABN Amro Indonesia Equity Value Fund	-0.0124	-0.030
17	Dana Sentosa	-0.0163	-2.370
18	Big Nusantara	-0.0263	-2.479

Sumber : hasil olahan penulis (2007)

Dari Tabel 5.19 nampak terlihat bahwa ada sembilan reksadana yang memiliki kinerja di atas *stylenya*, yaitu reksadana Bahana Infrastruktur, Bahana Dana Prima,

Fortis Ekuitas, Manulife Dana Saham, Panin Dana Maksima, Phinisi Dana Saham, Platinum Saham, Schroeder Prestasi Plus dan juga Trimegah Kapital. Dan secara statistik hal tersebut juga signifikan, sehingga diharapkan pada tahun-tahun berikutnya juga masih memberikan kinerja di atas *stylenya*. Untuk reksadana Trimegah Kapital memilih selisih *return* yang tertinggi di antara reksadana yang lainnya, dan hasil ini konsisten pula dengan pengukuran kinerja reksadana sebelumnya dengan menggunakan Jensen. Nampaknya, manajer investasi dari Trimegah Kapital ini berhasil dalam menjalankan strategi aktifnya karena berhasil mengungguli indeks. Dengan demikian kita dapat simpulkan bahwa manajer investasi dari Trimegah Kapital ini memiliki kemampuan dalam *portfolio selection*nya dan juga *market timing*.

Dari hasil penelitian ini, penulis mengambil kesimpulan bahwa untuk reksadana Trimegah Kapital memiliki tingkat resiko yang tinggi karena manajer investasi berusaha untuk menjalankan strategi aktif yang bertujuan untuk memaksimalkan *capital gain*. Strategi aktif yang dijalankan oleh manajer investasinya berhasil dalam hal *portfolio selection* dan *market timing*. Dalam hal pemilihan kelas aset dalam portfolionya serta ketepatan dalam pemilihan sahamnya berhasil menjadikan reksadana ini mengalahkan portfolio indeks yang menjadi *benchmark*nya. Dalam prakteknya, strategi investasi itu seringkali harus fleksibel agar mampu memperoleh hasil dari sektor lain yang sedang meningkat yang sebelumnya tidak masuk dalam komponen portfolio. Komposisi itu akan berubah sesuai dengan kondisi potensi investasi yang menguntungkan namun tetap memperhatikan likuiditasnya agar tidak mengganggu kelancaran arus dana investasi bila terjadi pencairan dalam jumlah yang besar. Pada waktu pasar sedang *bullish*, akan baik bagi manajer investasi untuk memperhatikan saham-saham yang sedang tumbuh dan saham yang beresiko tinggi.

5.7 Pemeringkatan Kinerja Reksadana

Setelah melakukan serangkaian pengujian dan pengukuran reksadana yang menjadi sampel penelitian, maka pada bagian terakhir dari analisis ini penulis mencoba untuk membuat pemeringkatan berdasarkan pengukuran yang telah dilakukan. Seperti telah diuraikan pada bab satu, penulis mengasumsikan bahwa reksadana yang baik tentu akan memiliki kinerja yang tetap konsisten bila diukur dari sudut pandang apapun. Oleh karena itu, pada setiap pengukuran kinerja reksadana yang telah dilakukan akan diurutkan nilai alpha yang tertinggi hingga yang terendah. Penulis akan memberikan poin 18 untuk nilai yang tertinggi dan poin 1 untuk nilai yang terendah. Selanjutnya, keseluruhan poin yang didapatkan dari setiap pengukuran kinerja reksadana akan dijumlahkan untuk mendapatkan total poin sehingga akan dapat diketahui reksadana mana saja yang memberikan kekonsistenan dalam setiap pengukuran. Berikut ini merupakan total point yang didapatkan dari seluruh reksadana:

Tabel 5.20 Peringkat Kinerja Reksadana

No	Nama Reksadana	Jensen	Popularitas	Resiko	Biaya	Market Timing	Portf Selection	Style Analysis	Total
1	Fortis Ekuitas	16	13	15	17	15	13	17	106
2	Trimegah Kapital	18	16	18	11	6	17	18	104
3	Schroeder Dana Prestasi Plus	12	17	12	18	14	9	12	94
4	Manulife Dana Saham	15	15	7	16	11	12	13	89
5	Platinum Saham	17	11	11	12	3	16	16	86
6	Panin Dana Maksima	14	9	10	14	8	15	14	84
7	Phinisi Dana Saham	13	18	16	2	7	14	11	81
8	Danareksa Mawar	10	12	2	15	17	6	9	71
9	Bahana Dana Prima	11	8	1	13	10	10	10	63
10	Rencana Cerdas	7	14	13	10	9	3	6	62
11	Si Dana Saham	9	6	9	9	12	8	7	60
12	Bahana Dana Infrastruktur	5	7	5	5	16	2	15	55
13	BNI Dana Berkembang	7	10	6	4	5	11	8	51
14	Big Nusantara	1	2	14	7	18	1	1	44

No	Nama Reksadana	Jensen	Popularitas	Resiko	Biaya	Market Timing	Portf Selection	Style Analysis	Total
15	Maestro Dinamis	8	5	3	1	13	7	5	42
16	ABN Amro Indonesia Equity Value Fund	4	4	4	6	1	18	3	40
17	Nikko Saham Nusantara	3	3	17	3	4	5	4	39
18	Dana Sentosa	2	1	8	8	2	4	2	27

Sumber : hasil olahan data penulis (2007)

Dari Tabel 5.20 menunjukkan bahwa dari serangkaian pengukuran kinerja reksadana yang telah dilakukan, reksadana Fortis Ekuitas memberikan jumlah poin yang tertinggi. Hal ini mengindikasikan bahwa reksadana tersebut memberikan kekonsistenan kinerja reksadana dalam setiap pengukuran yang telah dilakukan. Kemudian diikuti oleh reksadana Trimegah Kapital, Schroeder Prestasi Plus, Manulife Dana Saham dan Platinum Saham. Dengan demikian penulis menyimpulkan bahwa lima reksadana tersebut merupakan lima reksadana terbaik dari seluruh sampel yang dijadikan obyek penelitian ini, karena memberikan kestabilan kinerja pada setiap pengukurannya.

Penulis juga ingin membandingkan, apakah ada perbedaan antara hasil pemeringkatan secara menyeluruh tersebut dengan pemeringkatan biasa yang sering dilakukan dengan menggunakan nilai NAV. Untuk itu, pada tabel di bawah ini merupakan hasil pemeringkatan kinerja reksadana dengan hanya melihat satu sisi saja yaitu berdasarkan nilai NAV per unit.

Tabel 5.21 Peringkat Kinerja Reksadana Konvensional

No	Reksadana	Agustus'04	Agustus'07	Return
1	Fortis Ekuitas	1,906.57	7,735.41	3.06
2	Trimegah Kapital	997.99	3,923.54	2.93
3	Platinum Saham	976.08	3,788.61	2.88
4	Panin Dana Maksima	4,536.37	15,965.71	2.52
5	Manulife Dana Saham	1,535.72	5,263.46	2.43
6	Phinisi Dana Saham	2,730.95	8,978.06	2.29

No	Reksadana	Agustus'04	Agustus'07	Return
7	Rencana Cerdas	1,756.82	5,543.18	2.16
8	Si Dana Saham	6,163.92	19,242.88	2.12
9	Schroeder Prestasi Plus	3,509.76	10,547.02	2.01
10	Bahana Dana Prima	2,367.73	6,806.97	1.87
11	Danareksa Mawar	1,385.51	3,894.10	1.81
12	Maestro Dinamis	913.47	2,438.58	1.67
13	Bahana Infrastruktur	1,586.68	3,923.37	1.47
14	BNI Dana Berkembang	1,115.05	2,575.30	1.31
15	ABN Amro Equity Fund Value	1,547.56	3,573.07	1.31
16	Nikko Saham Nusantara	673.46	1,267.11	0.88
17	Dana Sentosa	1,072.71	1,704.60	0.59
18	Big Nusantara	653.29	704.03	0.08

Sumber : hasil olahan data penulis (2007)

Dari kedua tabel 5.20 dan tabel 5.21 tersebut kita dapat bandingkan bahwa untuk posisi satu dan dua tidak mengalami perubahan, namun untuk posisi selanjutnya terdapat perubahan yang cukup signifikan. Sebagai contohnya adalah reksadana Schroeder Prestasi Plus. Bila hanya melihat nilai NAV nya saja, maka peringkat kinerja reksadana Schroeder Prestasi Plus berada di urutan ke sembilan. Sedangkan, bila seluruh aspek di perhitungkan dengan menggunakan faktor-faktor popularitas reksadana, resiko reksadana, biaya reksadana dan juga kemampuan manajer investasinya, maka reksadana Schroeder Prestasi Plus menempati posisi ke tiga. Begitu pula dengan reksadana Panin Dana Maksima yang juga mengalami perbedaan posisi peringkat. Bila kita hanya melihat dari segi NAV nya saja, maka reksadana Panin Dana Maksima menempati posisi ke empat. Namun bila kita melakukan pemeringkatan secara lebih cermat dengan menambahkan berbagai faktor, maka reksadana Panin Dana Maksima turun menjadi peringkat ke enam.

Dari tabel 5.20 dan 5.21 di atas, penulis menyimpulkan bahwa pemeringkatan reksadana dengan lebih cermat akan dapat memberikan gambaran yang jelas mengenai reksadana yang baik yang dapat memberikan kestabilan kinerjanya. Dalam

melakukan investasi jangka panjang, faktor penting yang perlu diperhatikan adalah kestabilan investasi tersebut dalam menghasilkan tingkat pengembalian yang diharapkan untuk dapat meminimalkan resiko yang dapat ditimbulkan. Bila kita dapat lebih cermat untuk melakukan pemilihan reksadana dengan menggunakan berbagai faktor, maka diharapkan akan dapat meminimalkan resiko kerugian tersebut.



BAB 6

KESIMPULAN DAN SARAN

Setelah melakukan analisis dan interpretasi hasil pengolahan data pada bab sebelumnya mengenai tujuan dari penelitian ini tentang kinerja reksadana saham, maka pada bab ini penulis mencoba untuk menarik beberapa kesimpulan. Bab ini terdiri dari dua bagian, yang pertama adalah kesimpulan hasil analisis pengolahan data yang telah dilakukan, dan yang kedua adalah saran yang mungkin dapat diberikan untuk investor, manajer investasi dan juga untuk penelitian selanjutnya.

6.1 KESIMPULAN

Dari hasil analisis kinerja reksana baik dengan menggunakan model Jensen maupun dengan menggunakan modifikasi alpha Jensen dengan mempertimbangkan faktor popularitas reksadana, faktor biaya reksadana, faktor resiko reksadana, *market timing* dan *portfolio selection* serta *style analysis*, terdapat beberapa kesimpulan yang diambil:

Perbandingan Kinerja Reksadana dengan Kinerja Pasar

1. Pada pengujian secara individual untuk masing-masing reksadana, dari 18 reksadana saham di Indonesia yang menjadi sampel penelitian, hanya ada 2 reksadana yang kinerjanya masih di bawah pasar (*underperform*), selebihnya berhasil mengungguli pasar (*outperform*). Kedua reksadana tersebut adalah reksadana Big Nusantara dan reksadana Dana Sentosa.

2. Pada pengujian kinerja reksadana dengan menggunakan data panel, kinerja reksadana di Indonesia sepanjang periode penelitian Agustus 2004 hingga Agustus 2007 juga memiliki kinerja yang lebih baik dari kinerja pasar (*outperform*).
3. Redemption besar di tahun 2005, tidak memberikan pengaruh negatif terhadap kinerja reksadana saham. Hal ini dibuktikan dengan positifnya nilai alpha Jensen yang dihasilkannya.

Pengaruh Faktor Popularitas Reksadana

1. Faktor popularitas reksadana cukup memiliki hubungan yang kuat terhadap *excess return* reksadana pada periode tertentu. Variabel lamanya reksadana beroperasi dan kinerja reksadana sebelumnya memiliki hubungan yang positif dan searah dengan *excess return* reksadana. Sedangkan besarnya aset memiliki hubungan yang berlawanan dengan kinerjanya.
2. Dari katagori popularitas, Phinisi Dana Saham, Schroeder Prestasi Plus, Trimegah Kapital dan Manulife Dana Saham tetap konsisten berada dalam urutan lima besar teratas. Hal ini duga adanya pengaruh yang cukup kuat yang berasal dari kinerja reksadana tersebut pada periode sebelumnya dan lamanya reksadana tersebut beroperasi sehingga dikelola oleh manajer investasi yang berpengalaman.

Pengaruh Faktor Biaya Reksadana

1. Pengaruh faktor biaya memiliki hubungan yang berlawanan dengan *excess return* reksadana walaupun tidak signifikan. Sehingga semakin kecil biaya yang dikenakan, maka akan meningkatkan kinerja reksadana.

2. Dari katagori biaya ini reksadana Schroeder Prestasi Plus, Fortis Ekuitas dan Manulife Dana Saham juga tetap konsisten untuk menempati posisi tiga teratas. Hal ini duga adanya efisiensi biaya karena memiliki jumlah aset kelolaan yang cukup besar sehingga menimbulkan skala ekonomis.

Pengaruh Faktor Resiko

1. Pengaruh faktor resiko terhadap *excess return* reksadana hanya sekitar 20% - 38,5% namun tidak signifikan secara statistik.
2. Dari katagori resiko, Trimegah Kapital, Phinisi Dana Saham dan Fortis Ekuitas memiliki kekonsistenan dalam peringkat 5 besar. Hal ini diduga akibat kebijakan investasi yang dilakukan oleh reksadana tersebut yang melakukan strategi portfolio aktif untuk memaksimalkan pertumbuhan portfolio.

Pengaruh Kemampuan Market Timing dan Portfolio Selection

1. Dari katagori *portfolio selection* hanya 1 reksadana yang tidak dikelola oleh manajer investasi yang memiliki kemampuan dalam hal *portfolio selection*. Selebihnya, reksadana tersebut dikelola oleh manajer yang memiliki kemampuan dalam *portfolio selection*.
2. Namun walaupun reksadana tersebut dikelola oleh manajer investasi yang memiliki kemampuan *portfolio selection*, ada 4 reksadana yang gagal dalam kemampuan *market timingnya*. Ke empat reksadana tersebut adalah Nikko Saham Nusantara, Platinum Saham, Dana Sentosa dan ABN Amro Equity Fund.
3. Untuk kemampuan *portfolio selection* dan *market timing*, reksadana Trimegah Kapital, Fortis Ekuitas, Manulife Dana Saham, dan Schroeder Prestasi Plus memiliki kekonsistenan kinerjanya dalam peringkat 10 besar. Hal ini

menunjukkan bahwa reksadana tersebut dikelola oleh manajer investasi yang berhasil dalam menjalankan strategi portfolio aktif.

Pengaruh *Style Analysis*

1. Dari reksadana yang diteliti, hanya 4,63% - 25,5% yang dipengaruhi oleh *selection* dan selebihnya dipengaruhi oleh *style*. Secara umum, rata-rata reksadana saham cenderung mengalokasikan dananya pada sektor barang-barang konsumsi, pertambangan dan infrastruktur. Hal ini terlihat dari besarnya rata-rata eksposur yang dimiliki 3 sektor tersebut.
2. Dipilihnya 3 sektor yang terbesar tersebut oleh para manajer investasi dalam portfolionya, diduga berkaitan erat dengan historis kinerja sektor-sektor tersebut sebelumnya.
3. Selisih *return* yang terbesar antara reksadana dengan portfolio pasif adalah reksadana Trimegah Kapital. Hal ini menunjukkan strategi aktif yang dijalankan oleh manajer investasinya berhasil mengalahkan kinerja portfolio pasif yang menjadi *benchmark* nya.

6.2 SARAN

Saran-saran yang dapat diberikan untuk investor, manajer investasi dan penelitian selanjutnya adalah:

1. Untuk investor disarankan dalam memilih reksadana sebagai instrumen investasi selain melihat *return*, juga harus mempertimbangkan faktor-faktor yang dapat mempengaruhi kinerja reksadana tersebut. Faktor itu bisa berupa lamanya reksadana tersebut beroperasi, besarnya biaya, kemampuan manajer investasi dan juga kinerja historis reksadana selama beberapa tahun.

2. Untuk manajer investasi disarankan untuk memperhatikan jumlah besarnya kas yang ada dalam portfolio reksadananya, karena hal ini berkaitan erat dengan kinerja reksadana yang dikelolanya. Pengendapan kas yang terlalu banyak dalam portfolio, akan menghilangkan *opportunitiy investment* yang ada. Selain itu, perlu diperhatikan juga variabel *portfolio turnover ratio* nya karena aktivitas trading jual beli yang terlalu sering bila tidak diimbangi dengan besarnya aset, justru dapat memperkecil kinerja reksadana.
3. Untuk penelitian selanjutnya, dalam katagori faktor popularitas reksadana dapat ditambahkan variabel tehnik penjualan seperti penjualan yang dilakukan melalui bank ataupun agen asuransi dan variabel afiliasi perusahaan manajer investasi dengan bank maupun afiliasi perusahaan manajer investasi dengan perusahaan sekuritas.
4. Sedangkan untuk katagori faktor biaya juga dapat ditambahkan variabel *income ratio* sehingga akan didapatkan perbandingan antara biaya yang dibebankan terhadap reksadana dengan pendapatan yang diperoleh oleh reksadana.
5. Dalam katagori *investment style* dapat pula ditambahkan alokasi dari portfolio reksadana sehingga akan didapatkan informasi yang lebih terperinci lagi mengenai keranjang investasi dari reksadana yang bersangkutan.
6. Hal yang terakhir untuk saran penelitian berikutnya adalah waktu penelitian yang diperpanjang untuk menghasilkan penelitian yang lebih baik.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad, K. (2004). *Dasar-Dasar Manajemen Investasi dan Portfolio*. Jakarta: PT Rineka Cipta.
- Avramov, D. (2004). Stock Return Predictability and Asset Pricing Models. *Review of Financial Studies* , 699-738.
- Avramov, D., & Wermers, R. (2006). Investing in Mutual Fund When Returns are Predictable. *Journal of Financial Economics* , 339-377.
- Berkowitz, K., & Jiapiang, Q. (2002). Ownership, Risk and Performance of Mutual Funds Companies. *Journal of Economics and Business* , 109-134.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, J. (2005). *Investment*. New York: McGraw-Hill Companies, Inc.
- Carhart, M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance. *Journal of Finance* , 57-82.
- Chevalier, J., & Ellison, G. (1999). Are some Mutual Fund Manager Better than Others? *Journal of Finance* , 875-889.
- Droms, W., & Walker, D. (1996). Mutual Fund Investment Performance. *Review of Economic and Finance* , 347-363.
- Ellis, C. D. (2002). *Strategic Ways of Investing* . New York: McGraw Hill Companies, Inc.
- Fredman, A., & Wiles, R. (1997). *How Mutual Funds Work*. New York: Institute of Finance.
- Golec, J. (1996). The Effect of Mutual Fund's Manager Characteristic on Their Portfolio Performance, Risk and Fees. *Financial Services Review* , 133-148.
- Graham, B. (2001). *The Intelligent Investor: The Definitive Book On Value Investing*. New York: Harper Business Essential.
- Grinblatt, M., & Titman, S. (1994). A Study of Mutual Fund Returns and Portfolio Performance Evaluation Techniques. *Journal of Finance* , 419-444.
- Henrikson, R., & Merton, C. (1981). On Market Timing and Investment Performance. *Journal of Business* , 513-534.

- Herseilfer, D., Subramanyam, A., & Titman, G. (1994). Security Analysis and Trading Pattern When Some Investor Received Information Before the Other. *Journal of Finance* , 1665-1698.
- Husnan, S. (1994). *Dasar-Dasar Teorti Portfolio dan Analisa Sekuritas, Edisi 2*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Ibbotson, R., & Pattel, A. (2002). Do Winners a Repeat with Style? *Yale Working Paper* , 00-70.
- Ippolito, R. (1993). On Studies on Mutual Fund Perfomance. *Financial Analyst Journal* , 42-50.
- Jensen, M. (1968). The Perfomance on Mutual Funds in the periode of 1945-1964. *Journal of Finance* , 16-26.
- Malkiel, B. (1995). Return form Investing in Equity of Mutual Funds 1971-1991. *Journal of Finance* , 549-572.
- Malkiel, G. (1995). Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971-1991. *Journal of Finance* , 549-572.
- Manurung, A. (2006). *Ke Mana Investasi? Kiat dan Panduan Investasi Keuangan di Indonesia*. Jakarta: Penerbit Buku Kompas.
- Manurung, A. (2007). *Reksadana Investasiku*. Jakarta: Penerbit Buku Kompas.
- Manurung, A. (2004). *Strategi Memenangkan Transaksi Saham di Bursa*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.
- Nachrowi, D., & Usman, H. (2006). *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika Untuk Analiisi Ekonomi dan Keuangan*. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Prather, L., William, J., & Henker, T. (2004). Mutual Fund Characteristics, Managerial Attributes, and Fund Perfomance. *Review of Financial Economics* , 305-326.
- Pratomo, E., & Nugraha, U. (2005). *Reksadan Solusi Perencanaan Investasi di Era Modern*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Raharjo, S. (2006). *Panduan Investasi Reksadana*. Jakarta: Elex Media Komputindo.
- Reilly, F., & Brown, K. (2006). *Investment Analysis Portfolio Management, seventh edition*. Ohio: Thomson-SouthWestern.
- Santoso, S. (2006). *Menguasai Statistik di Era Informasi dengan SPSS 15*. Jakarta: Elex Media Komputindo.

Sharpe, W. (1992). Asset Allocation : Management Style and Performance Measurement. *Journal of Portfoli Management* , 7-19.

Sharpe, W. F., Alexander, G. J., & Bailey, J. V. (2006). *Investments*. New Jersey: Prentice Hall,Inc.

Sharpe, W. (1966). Mutual Fund Performance. *Journal of Bussiness* , 119-138.

Treynor, J. (1965). How to Rate Management of Investment Funds. *Harvard Bussiness Review* , 63-75.

Winarno, W. (2007). *Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan E-Views*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.



ABN Amro Equity Fund Value

Bulan	Rp-Rf	Cash Ratio	PER	PBV	PRIMO	Expense Ratio	Load Fee	Portfolio Turnover	Ln Asset	Ln Age	Asset Growth
Aug-04	-0.101714	0.015055	12.158372	3.836662	0.042910	0.016532	0.000000	1.000000	23.927762	4.564348	0.000000
Sep-04	-0.002714	0.113259	12.542100	3.989300	-0.249000	0.006028	0.016719	0.876835	23.366496	4.574711	-0.429534
Oct-04	-0.201451	0.017787	11.801439	3.784200	0.308843	0.005926	0.000815	1.019145	23.640508	4.584967	0.098573
Nov-04	0.038849	0.059728	11.191550	2.989250	0.117124	0.007783	0.000705	0.996724	23.641442	4.595120	0.198336
Dec-04	0.139312	0.023775	11.307100	3.580800	0.030981	0.007730	0.002162	1.000000	23.829453	4.605170	0.206847
Jan-05	0.034239	0.057190	17.237000	4.039100	0.030152	0.015642	0.000233	0.001331	23.875630	4.615121	0.047259
Feb-05	0.029646	0.015055	16.653900	4.251150	0.039900	0.016532	0.000196	1.000000	23.927762	4.624973	0.053515
Mar-05	0.038434	0.014479	16.804000	4.298200	-0.007438	0.010673	0.006690	1.000000	24.511250	4.634729	0.792279
Apr-05	-0.042078	0.146496	16.214200	4.130800	-0.057395	0.014944	0.002081	1.022031	24.324324	4.644391	-0.170495
May-05	-0.087897	0.024704	15.404210	3.375050	0.052257	0.007759	0.000044	1.000000	24.367636	4.653960	0.044264
Jun-05	0.015693	0.034873	11.627050	3.929200	0.018629	0.009924	0.000341	1.000000	24.319552	4.663439	-0.046946
Jul-05	-0.012223	0.017630	11.389513	3.848962	0.036157	0.012550	0.000627	0.994583	24.235215	4.672829	-0.080879
Aug-05	0.005058	0.020550	14.674580	5.019112	-0.136586	0.025254	0.002782	1.071075	23.658307	4.682131	-0.438368
Sep-05	-0.268729	0.027881	14.044632	5.017547	0.026486	0.027144	0.000122	1.011475	23.661739	4.691348	0.003438
Oct-05	-0.072077	0.004914	12.525664	5.191268	-0.029967	0.033146	0.000529	1.036934	23.529916	4.700480	-0.123504
Nov-05	-0.144371	0.006249	3.729538	3.729538	-0.016414	0.035678	0.000015	1.014034	23.509415	4.709530	-0.020292
Dec-05	-0.058185	0.001833	13.635306	4.351492	0.045633	0.038907	0.000432	1.000611	23.474455	4.718499	-0.034356
Jan-06	0.049924	0.004762	18.874807	5.088995	0.046314	0.047840	0.001152	0.990883	23.313480	4.727388	-0.148687
Feb-06	0.047537	0.004340	23.706473	5.530286	0.023333	0.056871	0.000834	1.000000	23.181814	4.736198	-0.123366
Mar-06	0.023648	0.061785	23.424275	5.460504	0.085657	0.071802	0.001688	1.121661	22.969825	4.744932	-0.191026
Apr-06	0.081268	0.073378	16.303259	3.490234	0.150433	0.008352	0.000161	1.073065	23.063146	4.753590	0.097814
May-06	0.152015	0.004676	17.811483	7.690294	-0.130195	0.011588	0.000023	0.976480	22.960492	4.762174	-0.097560
Jun-06	-0.101714	0.009575	17.957131	6.413484	-0.015738	0.013769	0.000013	1.000000	22.944060	4.770685	-0.016298
Jul-06	0.006312	0.010098	17.964664	6.416174	0.048814	0.015288	0.000023	1.000000	22.981530	4.779123	0.038180
Aug-06	0.083860	0.051467	17.940964	7.746199	0.068981	0.017149	0.000296	2.001734	22.980700	4.787492	-0.000829
Sep-06	0.100869	0.007971	18.170701	6.489761	0.070895	0.018013	0.000011	1.000000	23.037922	4.795791	0.058891
Oct-06	0.101076	0.001611	18.560884	6.492162	0.034676	0.020335	0.000213	1.000073	23.022051	4.804021	-0.015746
Nov-06	0.072727	0.024585	18.570222	6.495428	0.091852	0.017256	0.000891	0.997816	23.283732	4.812184	0.299112
Dec-06	0.116446	0.013079	18.507752	6.473577	0.047990	0.015771	0.002448	1.000000	23.494461	4.820282	0.234578
Jan-07	0.058754	0.041885	19.642095	5.904808	-0.064267	0.016346	0.002121	0.976274	23.603068	4.828314	0.114724
Feb-07	-0.016606	0.008328	15.787133	5.527369	-0.036424	0.017094	0.001293	0.992095	23.667468	4.836282	0.066519
Mar-07	0.001609	0.063387	13.645624	5.518897	0.078905	0.016871	0.001001	0.972717	23.791523	4.844187	0.132078
Apr-07	0.056498	0.075983	13.982506	5.655147	0.138662	0.016709	0.000532	1.028310	23.917441	4.852030	0.134188
May-07	0.121754	0.045353	12.757826	3.538063	0.049229	0.007611	0.001067	0.986261	24.021256	4.859812	0.109396
Jun-07	0.059069	0.005492	15.028380	5.243926	0.061076	0.009098	0.000014	0.970798	24.054601	4.867534	0.033907
Jul-07	0.066130	0.014255	16.189465	5.649069	0.114867	0.009713	0.001054	1.000349	24.191980	4.875197	0.147262
Aug-07	0.066610	0.009254	16.580961	5.204074	-0.137871	0.012275	0.000055	1.012069	24.117762	4.882802	-0.071530

Bahana Infrastruktur

Bulan	Rp-Rf	Cash Ratio	PER	PBV	Expense Ratio	Load Fee	Portfolio turnover	Ln Asset	Asset Growth	Ln Age	PR1mo
Aug-04	0.045445	0.485524	16.055782	1.852652	0.005267	0.000000	0.719141	21.635430	0.000000	4.430817	0.057787
Sep-04	0.038897	0.138368	12.087182	1.125463	0.005983	0.000903	1.000000	21.740014	0.110248	4.442651	0.043418
Oct-04	0.049276	0.217372	13.500414	1.298186	0.006287	0.001251	0.949354	21.880482	0.150812	4.454347	0.054833
Nov-04	0.091375	0.242659	18.382588	2.075938	0.005513	0.003243	0.968217	22.219905	0.404138	4.465908	0.100564
Dec-04	0.033371	0.211220	13.577060	2.146301	0.005806	0.001928	0.952390	22.394206	0.190414	4.477337	0.037420
Jan-05	0.040532	0.521931	7.176910	1.343338	0.001879	0.011295	0.909343	23.832638	3.214080	4.488636	0.040785
Feb-05	-0.005533	0.103731	8.142697	1.887105	0.002195	0.005350	0.960193	24.269503	0.547848	4.499810	-0.004168
Mar-05	-0.014262	0.258660	7.430182	1.563632	0.003272	0.000585	1.146784	24.296432	0.027295	4.510860	-0.012752
Apr-05	-0.091027	0.109755	1.113259	1.113259	0.005869	-0.001897	1.015799	24.122784	-0.159407	4.521789	-0.053103
May-05	0.002458	0.027229	12.420882	1.178860	0.007112	-0.000467	1.011970	24.127687	0.004915	4.532599	0.036189
Jun-05	0.007710	0.065687	13.615009	1.244262	0.009200	-0.002510	1.036110	24.019463	-0.102573	4.543295	0.047609
Jul-05	0.010905	0.345940	12.299306	1.403756	0.014639	-0.007217	1.114806	23.668749	-0.295815	4.553877	0.042979
Aug-05	-0.138512	0.477871	8.918727	1.017920	0.007105	0.000427	1.056004	23.594088	-0.071942	4.564348	-0.098368
Sep-05	-0.132986	0.437457	8.531667	0.960432	0.009082	-0.001583	1.000000	23.503705	-0.086418	4.574711	0.009969
Oct-05	-0.104023	0.028942	10.289667	1.140640	0.011854	-0.002195	0.998558	23.363104	-0.131164	4.584967	-0.004007
Nov-05	-0.118596	0.097934	9.672832	1.313486	0.013637	-0.000236	0.987524	23.342570	-0.020325	4.595120	-0.004935
Dec-05	-0.006517	0.040160	6.680160	1.480707	0.015389	-0.001058	1.010471	23.309338	-0.032686	4.605170	0.035518
Jan-06	0.041632	0.030517	13.121630	2.156028	0.026721	-0.010334	1.188009	22.826943	-0.382697	4.615121	0.042587
Feb-06	0.022991	0.123188	13.152714	2.102100	0.031717	-0.002393	1.061476	22.702212	-0.117266	4.624973	0.023532
Mar-06	0.064750	0.044577	17.734862	3.812846	0.042276	-0.005504	0.932664	22.455738	-0.218448	4.634729	0.068337
Apr-06	0.132554	0.046669	19.178639	3.862434	0.040663	-0.001066	1.030806	22.530179	0.077282	4.644391	0.153854
May-06	-0.047522	0.227917	14.246039	2.840508	0.035901	0.001526	0.984750	22.573201	0.043960	4.653960	-0.062231
Jun-06	-0.003223	0.062665	13.957005	3.027367	0.035961	0.000023	0.994143	22.571535	-0.001664	4.663439	-0.003212
Jul-06	0.070102	0.035410	15.165907	3.009845	0.003909	0.000000	1.005101	22.622937	0.052746	4.672829	0.052745
Aug-06	0.059617	0.011397	14.909354	3.192549	0.003949	-0.000444	0.997045	22.612735	-0.010151	4.682131	0.019161
Sep-06	0.084211	0.306432	16.063210	3.558337	0.007453	-0.002373	0.873977	22.508404	-0.099073	4.691348	0.043468
Oct-06	0.067341	0.065032	12.283129	2.099226	0.008535	0.000363	1.000000	22.556100	0.048852	4.700480	0.023434
Nov-06	0.098463	0.038419	12.134189	3.204189	0.009407	0.000019	1.002376	22.610707	0.056126	4.709530	0.054798
Dec-06	0.097955	0.033903	16.456945	3.399373	0.009227	0.001401	0.954465	22.759185	0.160067	4.718499	0.051717
Jan-07	-0.014225	0.053711	5.078422	3.984123	0.010143	0.001643	0.994754	22.836087	0.079936	4.727388	-0.038338
Feb-07	0.032322	0.099730	12.983566	3.928374	0.009659	0.002161	1.008031	23.004651	0.183504	4.736198	0.013085
Mar-07	0.079031	0.056057	10.702808	3.376391	0.008114	0.003298	0.951177	23.306330	0.352127	4.744932	0.054857
Apr-07	0.085288	0.148962	11.514804	3.475636	0.007931	0.001118	1.000000	23.472923	0.181274	4.753590	0.093241
May-07	0.057061	0.038229	9.349686	3.068902	0.005649	0.005935	0.890009	24.006310	0.704696	4.762174	0.030167
Jun-07	0.028571	0.038229	12.894423	3.676277	0.002140	0.000000	0.890009	24.006310	0.000000	4.770685	0.000000
Jul-07	0.125454	0.180353	9.409206	2.491840	0.002401	0.004395	0.997398	24.454013	0.564714	4.779123	0.106246
Aug-07	-0.042597	0.065192	13.301187	3.447720	0.003243	0.002061	1.018961	24.560119	0.111940	4.787492	-0.040856

Bahana Dana Prima

Bulan	Rp-Rf	Cash Ratio	PER	PBV	Expense Ratio	Load Fee	Portfolio turnover	Ln Asset	Asset Growth	Ln Age	PR1Mo
Aug-04	0.000000	0.238963	11.230224	3.254833	0.009877	0.000000	0.931822	24.417527	0.000000	4.564348	0.029448
Sep-04	0.063975	0.129702	10.299040	3.319223	0.011191	-0.000996	1.018674	24.417790	0.000263	4.574711	0.066688
Oct-04	0.050373	0.217942	10.863393	3.433358	0.011273	0.000715	0.937022	24.518362	0.105803	4.584967	0.053079
Nov-04	0.141130	0.165484	10.166772	3.490889	0.009969	0.001607	0.964194	24.763664	0.278007	4.595120	0.141130
Dec-04	0.091870	0.135592	10.234217	2.778105	0.010554	0.000510	0.954629	24.899181	0.074442	4.605170	0.034569
Jan-05	0.053108	0.154151	10.997595	3.964844	0.011153	0.000319	1.011986	24.911164	0.074637	4.615121	0.051762
Feb-05	0.029223	0.288730	13.380316	3.124343	0.009109	0.003722	0.980697	25.226473	0.370682	4.624973	0.030571
Mar-05	0.007956	0.213897	11.698753	2.582080	0.006981	0.005061	1.020895	25.647359	0.523311	4.634729	0.009302
Apr-05	-0.086594	0.126713	4.050118	4.050118	0.003784	-0.000561	0.980643	25.557617	-0.085833	4.644391	-0.051648
May-05	0.028418	0.076706	10.975704	3.799798	0.004860	-0.000222	0.981499	25.602029	0.045413	4.653960	0.060885
Jun-05	0.000108	0.102226	10.348907	3.404849	0.006077	-0.000628	1.010303	25.598172	-0.003850	4.663439	0.037844
Jul-05	0.026195	0.104857	12.100666	3.714204	0.007587	-0.001559	1.104743	25.554265	-0.042957	4.672829	0.056498
Aug-05	-0.138651	0.116356	11.847461	2.791953	0.008980	0.001648	1.014372	25.554955	0.000690	4.682131	-0.109239
Sep-05	-0.139110	0.083653	10.987916	2.694093	0.011617	-0.002298	1.074370	25.416155	-0.129598	4.691348	0.003748
Oct-05	-0.133764	0.016797	9.250264	2.185801	0.015642	-0.002749	1.003694	25.213506	-0.193435	4.700480	-0.033764
Nov-05	-0.114858	0.090408	10.219585	2.202168	0.018353	-0.001361	0.995433	25.125409	-0.084328	4.709530	-0.001222
Dec-05	0.022537	0.050336	12.627373	2.655083	0.019579	-0.000911	1.000000	25.127891	0.002486	4.718499	0.063353
Jan-06	0.086805	0.070832	15.522712	3.393315	0.028040	-0.007044	1.014150	24.825433	-0.261001	4.727388	0.086020
Feb-06	0.008645	0.123894	14.211101	2.910750	0.027742	0.000672	1.000000	24.879841	0.055916	4.736198	0.008645
Mar-06	0.078382	0.142431	19.162977	4.251400	0.031476	-0.002587	0.931818	24.795459	-0.080920	4.744932	0.077597
Apr-06	0.145652	0.074750	17.903932	4.034120	0.004800	-0.000465	0.993377	24.901625	0.112006	4.753590	0.146438
May-06	-0.071755	0.176281	16.489314	3.676900	0.006654	0.000177	0.991590	24.818521	-0.079745	4.762174	-0.090593
Jun-06	-0.000136	0.183466	16.054324	3.579903	0.007694	0.000469	0.994229	24.850172	0.032158	4.770685	-0.000136
Jul-06	0.053399	0.226219	14.601637	3.207159	0.007475	0.002073	0.988764	25.033713	0.201464	4.779123	0.035399
Aug-06	0.081576	0.198543	17.109586	3.758015	0.007804	0.001250	0.981303	25.160687	0.135388	4.787492	0.040760
Sep-06	0.095024	0.157345	15.031176	3.966038	0.007610	0.001796	0.972226	25.393355	0.195623	4.795791	0.052471
Oct-06	0.081699	0.070311	15.232299	3.178606	0.009666	-0.001947	1.000000	25.253899	-0.081906	4.804021	0.037255
Nov-06	0.098255	0.079480	17.528616	4.003075	0.010685	-0.000531	0.977284	25.269535	0.015759	4.812184	0.051744
Dec-06	0.084226	0.012329	17.182716	3.900639	0.011101	0.000388	1.000000	25.306000	0.062969	4.820282	0.035445
Jan-07	-0.019463	0.310845	13.228858	3.121358	0.009748	0.000878	0.958118	25.583675	0.287979	4.828314	-0.045104
Feb-07	0.015128	0.046808	15.585077	3.732244	0.010941	0.000000	0.944236	25.577639	-0.006017	4.836282	-0.011188
Mar-07	0.094988	0.016832	16.018156	3.685938	0.011625	-0.000330	0.991097	25.621603	0.044944	4.844187	0.067961
Apr-07	0.085024	0.097705	16.305335	4.919623	0.012995	-0.001429	0.984286	25.612200	-0.009359	4.852030	0.085024
May-07	0.073186	0.049221	15.034484	4.698972	0.005786	-0.000762	0.954410	25.607078	-0.005109	4.859812	0.045408
Jun-07	0.067930	0.026181	19.111058	5.035715	0.007074	-0.000748	1.066850	25.597037	-0.009991	4.867534	0.039358
Jul-07	0.147433	0.141179	17.239279	4.542506	0.006663	0.001762	1.001248	25.833578	0.266860	4.875197	0.118021
Aug-07	-0.065629	0.028888	18.180586	4.622034	0.007016	0.002694	0.993214	25.963636	0.138895	4.882802	-0.065629

BIG Nusantara

Bulan	Rp-Rf	PC ratio	PER	PBV	PR1Mo	Expense Ratio	Load Fee	Portfollo turnover	Ln Asset	Asset Growth	Ln Age	PR1Mo
Aug-04	0.000000	0.010737	10.514236	2.986365	0.012853	0.035984	0.000000	1.013476	22.941816	0.000000	4.430817	0.012853
Sep-04	0.046851	0.015647	7.566751	1.625074	0.049565	0.037285	0.000000	1.267177	22.990163	0.049565	4.442651	0.049565
Oct-04	0.031071	0.017180	5.755255	2.084764	0.033777	0.041296	-0.000699	1.282605	22.955794	-0.033785	4.454347	0.033777
Nov-04	0.045653	0.026641	13.691058	3.391475	0.045653	0.043038	-0.000052	1.835682	22.995205	0.040198	4.465908	0.045653
Dec-04	-0.020643	0.007574	11.730939	2.742081	-0.017944	0.052649	-0.000114	1.784953	22.869163	-0.118422	4.477337	-0.017944
Jan-05	0.042327	0.010236	12.781520	3.185431	0.040981	0.002766	-0.000118	2.224212	22.897559	0.028803	4.488636	0.040981
Feb-05	-0.014036	0.008752	14.715706	2.731887	-0.012689	0.005553	-0.000043	1.690095	22.880503	-0.016911	4.499810	-0.012689
Mar-05	-0.076263	0.001063	12.803303	1.916238	-0.074917	0.009259	0.000001	2.199124	22.802684	-0.074868	4.510860	-0.074917
Apr-05	-0.173648	0.008581	11.144452	2.326746	-0.138702	0.014177	-0.000010	1.640686	22.652404	-0.139533	4.521789	-0.138702
May-05	-0.008705	0.019795	15.856626	2.499910	0.023763	0.018341	0.000015	1.761926	22.677414	0.023326	4.532599	0.023763
Jun-05	-0.028697	0.006230	1.452325	1.452325	0.009039	0.025142	0.000012	1.120351	22.687633	0.010272	4.543295	0.009039
Jul-05	-0.041752	0.056420	10.031326	2.452941	-0.011449	0.030871	0.000357	1.910422	22.712461	0.025138	4.553877	-0.011449
Aug-05	-0.149946	0.000567	13.363322	1.503900	-0.120534	0.067911	-0.006384	1.905319	22.090317	-0.463207	4.564348	-0.120534
Sep-05	-0.110755	0.049066	8.020471	1.174486	0.032102	0.073520	-0.000014	1.070611	22.120506	0.030649	4.574711	0.032102
Oct-05	0.065414	0.023769	11.012692	1.071587	0.165414	0.074027	-0.000606	1.122984	22.214756	0.098835	4.584967	0.165414
Nov-05	-0.087204	0.117399	13.089423	2.317087	0.026432	0.079200	-0.000001	1.224290	22.240716	0.026300	4.595120	0.026432
Dec-05	-0.012326	0.003076	21.573790	0.984669	0.028490	0.085531	-0.000044	1.430383	22.264450	0.024018	4.605170	0.028490
Jan-06	-0.005718	0.015807	16.331284	1.272123	-0.006502	0.014342	-0.000717	1.790305	22.188670	-0.072980	4.615121	-0.006502
Feb-06	-0.038085	0.007423	17.595014	1.158412	-0.038085	0.014917	-0.000005	1.000000	22.149387	-0.038521	4.624973	-0.038085
Mar-06	0.000785	0.007423	17.001754	0.758890	0.000000	0.014917	0.000000	1.000000	22.149387	0.000000	4.634729	0.000000
Apr-06	0.068917	0.002068	17.704987	0.712946	0.069702	0.024976	-0.000207	1.345213	22.196285	0.048015	4.644391	0.069702
May-06	-0.123211	0.021761	14.118589	1.663948	-0.142049	0.033899	-0.000035	1.522697	22.037556	-0.146773	4.653960	-0.142049
Jun-06	-0.038293	0.002872	12.604845	4.125429	-0.038293	0.038745	-0.000006	1.079588	21.997923	-0.038857	4.663439	-0.038293
Jul-06	0.079830	0.104160	13.078461	2.472494	0.059830	0.035453	-0.000003	1.202738	22.055775	0.059558	4.672829	0.059830
Aug-06	0.042768	0.005938	12.184821	2.369468	0.001952	0.039955	0.000000	1.338990	22.057733	0.001960	4.682131	0.001952
Sep-06	0.042750	0.005434	9.715076	2.176874	0.000197	0.041807	0.000264	1.464154	22.084678	0.027312	4.691348	0.000197
Oct-06	0.054297	0.018970	14.345907	2.794805	0.009853	0.045276	0.000050	3.205957	22.099513	0.014945	4.700480	0.009853
Nov-06	0.035909	0.004537	12.484378	2.157794	-0.010602	0.051088	-0.000413	1.592270	22.048415	-0.049815	4.709530	-0.010602
Dec-06	0.049076	0.001916	11.398706	1.823616	0.000296	0.053331	0.000031	1.880812	22.053828	0.005428	4.718499	0.000296
Jan-07	0.038506	0.024674	10.673507	1.943241	0.012865	0.003487	-0.000003	1.038248	22.066316	0.012566	4.727388	0.012865
Feb-07	0.029057	0.021584	11.007493	1.394212	0.002741	0.009503	0.000019	1.175830	22.070945	0.004640	4.736198	0.002741
Mar-07	0.032495	0.013451	-3.076370	1.907253	0.005468	0.013969	0.000419	1.000000	22.119239	0.039480	4.744932	0.005468
Apr-07	0.106608	0.015786	-3.256410	2.018873	0.106608	0.018047	0.000232	1.000000	22.244014	0.132893	4.753930	0.106608
May-07	0.135849	0.173866	-0.066691	1.866807	0.108071	0.019911	0.000522	1.084064	22.400203	0.169047	4.762174	0.108071
Jun-07	0.031550	0.048791	0.107066	2.668489	0.002979	0.019483	0.001944	1.065394	22.619338	0.245000	4.770685	0.002979
Jul-07	0.064106	0.013551	0.106190	2.646647	0.034694	0.024737	-0.000451	1.034813	22.609283	-0.010005	4.779123	0.034694
Aug-07	-0.109848	0.007813	12.393200	2.207031	-0.109848	0.032507	0.000010	1.472516	22.493921	-0.108957	4.787492	-0.109848

BNI Berkembang

Bulan	Rp-Rf	PC ratio	PER	PBV	Expense Ratio	Load Fee	Portfolio turnover	Ln Asset	Asset Growth	Ln Age	PR1Mo
Aug-04	0.000000	0.054424	14.831047	4.480413	0.020644	-0.001495	1.037244	24.147548	0.000000	4.564348	0.006363
Sep-04	0.023662	0.428674	9.188279	2.775750	0.034210	-0.001087	1.009868	23.899306	-0.236050	4.574711	0.026375
Oct-04	0.049668	0.033382	17.030209	3.120367	0.041511	0.001793	1.030499	23.767004	-0.131633	4.584967	0.052374
Nov-04	0.134623	0.051884	14.024549	4.015435	0.025814	0.000000	1.205584	24.317378	1.011104	4.595120	0.134623
Dec-04	-0.053477	0.013390	23.184666	4.992285	0.028960	0.000000	1.007886	24.274981	-0.157952	4.605170	-0.050778
Jan-05	0.663953	0.079672	13.418461	4.391821	0.017418	0.001921	1.021459	24.782768	0.647805	4.615121	0.662607
Feb-05	-0.254336	0.044832	13.225377	3.732209	0.047529	0.001311	1.054413	24.975982	0.318254	4.624973	-0.252989
Mar-05	-0.022533	0.092019	10.101280	2.850587	0.066268	0.001124	1.092410	25.259743	0.212003	4.634729	-0.021187
Apr-05	-0.089217	0.112009	8.127311	2.687025	0.084345	-0.000498	1.087817	25.457584	0.328114	4.644491	-0.054271
May-05	0.025353	0.103024	5.655122	1.292023	0.002072	-0.000473	1.226612	25.418838	-0.125029	4.653960	0.057821
Jun-05	0.012158	0.110397	15.060788	3.215640	0.001831	-0.000487	1.014862	25.377152	-0.037107	4.663439	0.049894
Jul-05	0.025250	0.169631	16.296640	2.785440	0.001763	0.002225	1.000910	25.338265	0.058701	4.672829	0.055553
Aug-05	-0.157069	0.191059	16.160667	3.499620	0.001800	0.001327	1.094955	25.790387	0.532847	4.682131	-0.127657
Sep-05	-0.139710	0.449761	4.844357	0.748642	0.001750	-0.000244	1.155605	26.101971	0.265212	4.691348	0.003147
Oct-05	-0.120570	0.118028	9.555424	1.738114	0.002003	-0.000295	1.425202	26.033621	0.066318	4.700480	-0.020570
Nov-05	-0.107350	0.084060	17.293326	1.522186	0.001828	-0.001036	1.132915	25.982655	-0.065614	4.709530	0.006287
Dec-05	0.020284	0.153231	14.380471	2.225272	0.001960	-0.000995	1.122962	25.853709	-0.102666	4.718499	0.061100
Jan-06	0.071304	0.082883	17.325842	3.614470	0.001937	-0.000517	1.314008	25.740444	-0.049518	4.727388	0.070520
Feb-06	0.029916	0.045493	15.406851	3.214136	0.001874	-0.001987	1.301959	25.671585	-0.124695	4.736198	0.029916
Mar-06	0.075760	0.040847	19.825699	3.807602	0.002187	-0.000238	1.244948	25.409275	-0.219156	4.744932	0.074975
Apr-06	0.092306	0.204824	31.192183	4.425147	0.001800	0.000387	1.804823	25.451814	0.445162	4.753590	0.093091
May-06	-0.056493	0.053675	21.537889	4.048029	0.002171	-0.000211	1.194791	25.454072	-0.228278	4.762174	-0.075331
Jun-06	-0.008155	0.063091	18.883733	4.874239	0.001774	0.000138	1.217373	25.473932	-0.048937	4.770685	-0.008155
Jul-06	0.063416	0.104651	13.531714	3.947600	0.001913	-0.000435	1.495282	25.475112	0.130789	4.779123	0.043416
Aug-06	0.104753	0.008677	20.384591	4.343109	0.001961	-0.000188	1.251917	25.463700	-0.119453	4.787492	0.063936
Sep-06	0.094505	0.004437	16.275585	3.446217	0.001801	-0.000161	1.486089	25.467477	0.104560	4.795791	0.051952
Oct-06	0.054480	0.111231	15.514849	3.563686	0.001985	-0.000621	1.381167	25.445823	-0.018254	4.804021	0.010036
Nov-06	0.061906	0.123220	16.431271	3.697324	0.002029	-0.000012	1.223941	25.343973	-0.127099	4.812184	0.015395
Dec-06	0.093034	0.006068	17.018204	4.204153	0.001709	0.000315	1.173993	25.384938	-0.011333	4.820282	0.044254
Jan-07	-0.013226	0.088079	18.219089	4.871870	0.001880	-0.001164	1.456417	25.410429	0.106882	4.828314	-0.038867
Feb-07	0.017030	0.088232	18.468345	3.787144	0.002192	-0.000424	1.437914	25.191853	-0.114009	4.836282	-0.009286
Mar-07	0.059443	0.050217	18.122432	4.183890	0.002029	-0.000794	1.246588	25.142281	-0.147702	4.844187	0.032416
Apr-07	0.084274	0.043374	17.659441	4.672609	0.002051	-0.000192	1.202972	25.075775	-0.1137904	4.852030	0.084274
May-07	0.044634	0.088952	13.172564	3.047465	0.001793	-0.000688	1.180755	25.054734	-0.073460	4.859812	0.016856
Jun-07	0.036736	0.020049	13.970291	3.058458	0.001956	-0.000595	1.204580	24.934021	-0.121273	4.867534	0.008164
Jul-07	0.100671	0.044404	15.483191	3.389671	0.001955	0.001459	1.144862	24.890507	-0.010916	4.875197	0.071259
Aug-07	-0.074718	0.169923	14.421968	3.253800	0.001649	-0.000424	1.184547	25.157757	0.298171	4.882802	-0.074718

Dana Sentosa

Bulan	Rp-Rf	PC ratio	PER	PBV	Expense Ratio	Load Fee	Portfolio turnover	Ln Asset	Asset Growth	Ln Age	PR1Mo
Aug-04	0.000000	0.199947	9.217758	1.980478	0.011706	0.000000	1.015027	22.699713	0.000000	2.484907	0.021629
Sep-04	0.042499	0.461615	18.552897	2.168827	0.012702	-0.000111	0.922465	22.721989	0.120869	2.564949	0.052213
Oct-04	0.017379	0.218073	19.654541	1.877080	0.014280	-0.000233	0.869779	22.696326	0.069956	2.639057	0.020085
Nov-04	0.087521	0.168716	14.136413	0.789383	0.015055	-0.000269	1.198054	22.727778	-0.095479	2.708050	0.087521
Dec-04	0.019490	0.027711	25.791376	2.375761	0.022298	-0.001979	1.027500	22.416286	-0.337401	2.772589	0.022190
Jan-05	0.069545	0.000000	21.209546	1.799953	0.001202	0.000985	0.678355	22.701579	2.029522	2.833213	0.068199
Feb-05	-0.015801	0.093854	12.204201	1.791072	0.002271	0.000562	1.062280	22.806344	-0.501856	2.890372	-0.014454
Mar-05	-0.002399	0.158805	23.885669	1.773077	0.003790	-0.000349	0.924191	22.737730	-0.056234	2.944439	-0.001053
Apr-05	-0.119891	0.061680	18.973040	0.801063	0.006814	-0.001572	1.081932	22.375583	-0.341731	2.995732	-0.084945
May-05	0.024736	0.044589	19.636012	1.395947	0.007756	0.000004	1.163382	22.432095	0.058824	3.044522	0.057204
Jun-05	-0.030600	0.079195	18.418079	1.373501	0.008990	-0.000007	0.994652	22.437844	0.096817	3.091042	0.007136
Jul-05	-0.013799	0.052851	12.825375	0.992644	0.010098	-0.000014	1.184886	22.451458	-0.031531	3.135494	0.016504
Aug-05	-0.160151	0.237174	5.843228	0.753464	0.013163	0.000000	1.125004	22.311342	-0.163587	3.178054	-0.107339
Sep-05	-0.162838	0.333998	7.600242	1.043839	0.014992	-0.000077	1.000000	22.275817	-0.034710	3.218876	-0.019981
Oct-05	-0.108049	0.049946	14.558706	1.309563	0.015114	0.000000	1.124697	22.267731	-0.007858	3.258097	-0.008049
Nov-05	-0.117381	0.077464	9.613016	0.768124	0.017899	-0.000017	1.000187	22.260564	-0.006844	3.295837	-0.003744
Dec-05	0.038316	0.069428	14.796241	2.323997	0.019722	-0.000524	0.979709	22.297093	0.001821	3.332205	0.079132
Jan-06	0.057215	0.092604	7.325221	1.073547	0.001348	0.000000	1.000000	22.291989	0.030301	3.367296	0.056431
Feb-06	0.007539	0.250110	4.863063	0.786515	0.002653	0.000000	1.044521	22.299497	0.03780	3.401197	0.007539
Mar-06	0.030701	0.067493	5.221252	0.777728	0.003945	-0.000094	1.195107	22.310352	-0.076927	3.433987	0.029916
Apr-06	0.058820	0.385932	2.494251	1.364663	0.005126	-0.000104	0.957457	22.347571	0.131997	3.465736	0.059605
May-06	-0.057615	0.121160	10.240981	1.529645	0.007054	0.000051	0.962432	22.278369	-0.112182	3.496508	-0.076454
Jun-06	-0.033341	0.084191	15.381114	2.140719	0.008653	-0.000001	0.988203	22.244185	-0.016914	3.526361	-0.033341
Jul-06	0.059380	0.096222	10.720704	1.577676	0.009697	0.000000	1.105190	22.282811	0.021390	3.553348	0.039380
Aug-06	0.073684	0.100040	9.620898	1.786873	0.010782	0.000000	1.036681	22.315056	0.096414	3.583519	0.032868
Sep-06	0.097215	0.261270	6.434255	0.765106	0.013144	-0.000746	1.025194	22.229132	-0.049666	3.610918	0.054662
Oct-06	0.055934	0.112146	8.583449	1.751742	0.014450	0.000000	1.000000	22.240557	-0.112999	3.637586	0.011490
Nov-06	0.049759	0.408692	5.225865	1.166145	0.015771	-0.000000	1.076597	22.249800	0.197138	3.663562	0.003248
Dec-06	0.099743	0.170026	11.763330	2.846583	0.016362	-0.000036	1.000000	22.286413	-0.125421	3.688879	0.050962
Jan-07	-0.015024	0.099004	28.546633	2.675934	0.001409	0.000074	1.000000	22.259750	-0.025780	3.713572	-0.040665
Feb-07	-0.001784	0.128023	24.357405	2.050287	0.002757	-0.000006	1.030758	22.230089	0.034775	3.737670	-0.028100
Mar-07	0.038233	0.221726	25.307565	2.215810	0.004088	0.000000	0.878729	22.241233	0.077590	3.761200	0.011206
Apr-07	0.125365	0.201567	23.185969	1.818927	0.005005	-0.000077	0.983857	22.343971	0.083014	3.784190	0.125365
May-07	0.114302	0.126445	21.181609	2.458759	0.005865	0.000065	1.057047	22.439944	0.145710	3.808662	0.086525
Jun-07	0.027351	0.065706	21.805447	2.419742	0.007248	-0.000072	1.031658	22.424498	-0.129635	3.828641	-0.001221
Jul-07	0.093537	0.063496	20.269941	2.249347	0.008177	-0.000001	1.108198	22.486538	0.474874	3.850148	0.064125
Aug-07	-0.076498	0.115624	17.442454	1.708146	0.010198	0.000000	0.997198	22.406956	-0.154915	3.871201	-0.076498

Danareksa Mawar

Bulan	Rp-Rf	PC ratio	PER	PBV	Expense Ratio	Load Fee	Portfolio turnover	Ln Asset	Asset Growth	Ln Age	PR1Mo
Aug-04	0.000000	0.261783	14.813108	3.936611	0.075919	0.000000	1.070896	24.331310	0.000000	4.564348	0.108408
Sep-04	0.052912	0.142109	13.146771	5.037296	0.099141	-0.003541	1.000000	24.082343	-0.220395	4.574711	0.055626
Oct-04	0.051581	0.214036	13.346829	4.803376	0.107534	0.001230	0.971583	24.019246	-0.061147	4.584967	0.054288
Nov-04	0.141831	0.233750	14.988423	3.744498	0.102283	0.000269	1.000000	24.179113	0.173954	4.595120	0.141831
Dec-04	0.036008	0.109389	17.832803	4.850861	0.108468	0.000441	1.098782	24.262156	0.086589	4.605170	0.038707
Jan-05	0.044362	0.101493	13.374408	4.684874	0.001086	0.002545	1.018894	24.597974	0.399085	4.615121	0.043017
Feb-05	0.027795	0.166107	15.246920	4.631415	0.001811	0.001487	1.000000	24.787662	0.208873	4.624973	0.029143
Mar-05	0.003386	0.173146	12.455096	5.124744	0.003897	0.002251	0.989720	25.047374	0.296556	4.634729	0.004732
Apr-05	-0.060717	0.133762	11.467041	3.157360	0.011934	-0.001923	1.083605	24.845388	-0.182894	4.644391	-0.025771
May-05	0.017829	0.171365	10.274352	3.498048	0.014977	-0.000076	1.000000	24.853990	0.042372	4.653960	0.050296
Jun-05	-0.012534	0.082559	9.871742	3.360974	0.037277	-0.000896	1.013653	24.825990	-0.059079	4.663439	0.025202
Jul-05	0.030860	0.143527	9.868806	3.406141	0.050788	0.000898	1.000000	24.979444	0.165854	4.672829	0.061163
Aug-05	-0.120890	0.176921	10.121523	3.157360	0.049703	0.001484	1.035814	25.044110	0.066803	4.682131	-0.091478
Sep-05	-0.129397	0.041057	11.853212	3.844739	0.051091	-0.000113	1.000000	25.046234	0.002126	4.691348	0.013460
Oct-05	-0.099530	0.026976	11.372383	3.683776	0.055925	-0.000254	1.000000	25.021579	-0.024353	4.700480	0.000470
Nov-05	-0.094339	0.137939	12.455096	2.499609	0.073734	-0.002241	1.014603	24.838503	-0.167295	4.709530	0.019297
Dec-05	0.005294	0.027034	11.467041	2.258344	0.080807	-0.000925	1.000000	24.795079	-0.042494	4.718499	0.046130
Jan-06	0.057980	0.067173	16.934179	3.936611	0.000671	-0.001283	1.009545	24.730019	-0.062989	4.727388	0.057195
Feb-06	0.003224	0.058756	19.746577	5.037296	0.001544	-0.000718	1.000000	24.663895	-0.063985	4.736198	0.003224
Mar-06	0.051639	0.044883	18.286798	4.803376	0.002813	-0.002209	1.009739	24.513939	-0.139254	4.744932	0.050854
Apr-06	0.140681	0.053918	18.658912	3.744498	0.009944	-0.003644	1.004336	24.335521	-0.163407	4.753590	0.141467
May-06	-0.051344	0.205269	14.813108	4.850861	0.014715	0.000910	0.956072	24.358190	0.022928	4.762174	-0.070182
Jun-06	-0.015660	0.166064	13.146771	4.684874	0.035974	0.000228	1.000000	24.365452	0.007289	4.770685	-0.015660
Jul-06	0.063704	0.185309	13.346829	4.631415	0.048269	0.000004	0.988970	24.430463	0.044100	4.779123	0.043704
Aug-06	0.088245	0.112278	14.988423	5.124744	0.049426	-0.000248	0.989923	24.430463	0.044100	4.787492	0.047429
Sep-06	0.086896	0.010270	17.832803	5.012899	0.050087	-0.000395	1.029237	24.435121	0.022095	4.795791	0.044343
Oct-06	0.068260	0.159591	13.374408	4.663558	0.053640	0.000051	0.947941	24.463741	0.029034	4.804021	0.023816
Nov-06	0.117497	0.158519	15.246920	4.873992	0.047887	0.000986	0.991631	24.636142	0.188154	4.812184	0.070985
Dec-06	0.092466	0.164814	16.518862	5.280594	0.002482	0.001068	0.922112	24.791843	0.168477	4.820282	0.043685
Jan-07	-0.022814	0.317177	14.043338	5.362737	0.007000	0.002510	0.903755	25.031144	0.270361	4.828314	-0.048455
Feb-07	0.009705	0.187706	13.804309	4.676639	0.001402	0.000268	1.005651	25.041597	0.010508	4.836282	-0.016611
Mar-07	0.088412	0.097686	14.492391	5.370075	0.001532	0.000487	0.990971	25.151072	0.115692	4.844187	0.061385
Apr-07	0.077558	0.051980	16.166927	5.484309	0.004154	-0.001760	1.012243	25.063690	-0.083673	4.852030	0.077558
May-07	0.060056	0.077899	17.324217	5.404985	0.003590	-0.000069	1.009789	25.088611	0.025235	4.859812	0.032279
Jun-07	0.074272	0.077212	16.032712	5.526917	0.030680	0.000160	0.992513	25.149435	0.062712	4.867534	0.045701
Jul-07	0.117241	0.163083	14.656018	5.052333	0.023760	0.001713	0.989554	25.421494	0.312664	4.875197	0.087829
Aug-07	-0.055564	0.165360	15.132909	5.574940	0.030200	0.001122	1.000000	25.483327	0.063785	4.882802	-0.055564

Fortis Ekuitas

Bulan	Rp-Rf	PC ratio	PER	PBV	Expense		Load		Portfolio		Asset		PR1Mo
					Ratio	Fee	turnover	Ln Asset	Growth	Ln Age			
Aug-04	0.000000	0.038324	15.698710	3.088223	0.021163	0.000000	0.000000	1.00684394	23.808885	0.000000	3.58351894	0.044696	
Sep-04	0.087071	0.039604	15.689049	3.086322	0.022170	-0.002171	0.002171	1.00279657	23.825005	0.016251	3.61091791	0.089784	
Oct-04	0.051646	0.034397	14.532230	2.964665	0.021809	0.000643	0.000643	1	23.899610	0.077458	3.63758616	0.054352	
Nov-04	0.157330	0.132802	22.070531	2.917725	0.017585	0.003772	0.003772	0.79292864	24.180108	0.323790	3.663556165	0.157330	
Dec-04	0.019251	0.031185	23.589839	3.079744	0.019104	-0.000723	0.019104	1.01543077	24.178008	-0.002098	3.68887945	0.021950	
Jan-05	0.053461	0.089363	13.204027	3.249004	0.018964	0.001369	0.001369	0.99769617	24.275523	0.102428	3.71357207	0.052115	
Feb-05	0.044716	0.104529	13.434654	3.448039	0.018655	0.001485	0.001485	0.9944129	24.370514	0.099759	3.73766962	0.046063	
Mar-05	0.002301	0.150067	12.732225	3.185460	0.010271	0.015912	0.015912	0.94501056	25.088415	1.049920	3.76120012	0.003647	
Apr-05	-0.066401	0.104932	12.638498	3.162011	0.011225	0.003036	0.003036	1.0084542	25.163148	0.077597	3.78418963	-0.031455	
May-05	0.020832	0.173416	12.105613	2.388458	0.005181	0.002429	0.002429	0.95126591	25.299520	0.146108	3.80666249	0.053299	
Jun-05	0.024537	0.207140	11.949031	2.276645	0.005558	0.004623	0.004623	0.86591645	25.527290	0.255796	3.8286414	0.062273	
Jul-05	0.040356	0.067531	11.978304	2.425367	0.005214	0.007712	0.007712	1.00804807	25.892723	0.441139	3.8501476	0.070659	
Aug-05	-0.111172	0.181284	10.999277	2.321184	0.005352	0.009963	0.009963	0.93699356	26.211058	0.374836	3.87120101	-0.081760	
Sep-05	-0.123274	0.101304	13.300162	3.746974	0.006837	0.000091	0.000091	1	26.233493	0.022689	3.8918203	0.019583	
Oct-05	-0.091422	0.133294	12.768764	3.597267	0.008601	-0.000853	0.000853	1	26.213995	-0.019309	3.91202301	0.008578	
Nov-05	-0.077289	0.124614	13.218898	3.724080	0.010260	-0.001232	0.001232	1	26.207519	-0.006455	3.93182563	0.036348	
Dec-05	0.022405	0.108872	14.277280	3.971002	0.014073	-0.008331	0.008331	1	26.023773	-0.167853	3.95124372	0.063221	
Jan-06	0.057564	0.169146	17.336782	4.502947	0.017284	-0.005047	0.005047	0.98095114	25.923513	-0.095398	3.97029191	0.056779	
Feb-06	0.017257	0.139679	17.229911	4.759976	0.017521	0.001616	0.001616	0.98113817	25.995976	0.075153	3.98898405	0.017257	
Mar-06	0.065599	0.035571	18.286008	4.019116	0.020419	-0.004142	0.004142	1.00100895	25.929443	-0.064368	4.00733319	0.064814	
Apr-06	0.115673	0.054990	17.906009	3.935596	0.005984	-0.000620	0.000620	1.00466984	26.019151	0.093855	4.02535169	0.116458	
May-06	-0.064394	0.121431	16.729296	3.676963	0.007582	0.003449	0.003449	1	26.054385	0.035862	4.04305127	-0.083232	
Jun-06	-0.003402	0.004756	15.990397	4.417545	0.008442	0.002705	0.002705	1	26.145475	0.095368	4.06044301	-0.003402	
Jul-06	0.067859	0.014366	16.215598	3.401114	0.009032	0.002183	0.002183	0.99133975	26.267791	0.130112	4.07753744	0.047859	
Aug-06	0.102828	0.004945	20.848741	3.862870	0.008142	0.001281	0.001281	0.99528473	26.371584	0.109370	4.09434456	0.062012	
Sep-06	0.094701	0.008963	19.500051	3.983961	0.009856	0.002772	0.002772	0.99243759	26.519366	0.159260	4.11087386	0.052147	
Oct-06	0.090796	0.016527	19.312321	3.945607	0.010544	0.001608	0.001608	1.00988724	26.619754	0.105600	4.12713499	0.046351	
Nov-06	0.128390	0.026798	16.071844	3.871685	0.010005	0.003607	0.003607	0.95294937	26.826571	0.229757	4.14313473	0.081879	
Dec-06	0.086021	0.004136	16.110104	3.950494	0.009884	0.003568	0.003568	0.96901295	26.969748	0.177246	4.15888308	0.037241	
Jan-07	-0.003865	0.018024	12.540659	3.766791	0.009550	0.006546	0.006546	0.98998163	27.205967	0.241375	4.17438727	-0.029506	
Feb-07	0.045368	0.034461	12.895632	3.873549	0.009607	0.003754	0.003754	0.98066372	27.358541	0.164828	4.18965474	0.019052	
Mar-07	0.088024	0.017764	12.759682	3.768200	0.008911	0.005303	0.005303	1.00237028	27.612246	0.288792	4.20469262	0.060997	
Apr-07	0.102230	0.009788	14.916165	4.456565	0.009900	-0.000877	0.000877	1	27.680758	0.070914	4.21950771	0.102230	
May-07	0.116655	0.022630	19.844771	4.098840	0.005399	0.003526	0.003526	0.99331428	27.890939	0.233901	4.2341065	0.088877	
Jun-07	0.074286	0.054922	16.987666	3.150397	0.004945	0.008311	0.008311	0.99377535	28.260015	0.446397	4.24849524	0.045715	
Jul-07	0.143066	0.141248	12.272862	3.724337	0.004335	0.009176	0.009176	0.84293713	28.732768	0.604404	4.26267988	0.113654	
Aug-07	-0.049032	0.054014	16.897592	4.474337	0.004706	0.008243	0.008243	0.93283583	29.003736	0.311234	4.27666612	-0.049032	

Maestro Dinamis

Bulan	Rp-Rf	PC ratio	PER	PBV	PR1Mo	Expense Ratio	Load Fee	Portfolio turnover	Ln Asset	Asset Growth	Ln Age	PR1Mo
Aug-04	0.000000	0.164293	10.963021	3.076527	0.039215	0.089147	0.000000	1.000000	21.019811	0.000000	4.430817	0.039215
Sep-04	0.057792	0.143016	17.445034	3.056759	0.060506	0.089385	0.000000	1.000000	21.078554	0.017870	4.442651	0.060506
Oct-04	0.028540	0.114751	17.797359	3.107991	0.031247	0.092269	-0.000123	1.000000	21.103179	0.010260	4.454347	0.031247
Nov-04	0.122081	0.122263	17.582308	3.080812	0.122081	0.088017	-0.000185	1.000000	21.209158	0.114331	4.465908	0.122081
Dec-04	0.015187	0.181144	17.249830	3.092234	0.017886	0.091266	-0.000010	1.000000	21.226408	0.021221	4.477337	0.017886
Jan-05	0.056481	0.170158	17.524345	4.000482	0.055135	0.091528	-0.000049	1.000000	21.277632	0.054997	4.488636	0.055135
Feb-05	0.001343	0.109625	16.854110	3.680192	0.002691	0.060654	0.007350	0.684680	21.277632	0.991849	4.499810	0.002691
Mar-05	0.030257	0.223524	16.526247	3.676875	0.031603	0.062004	0.000072	0.970286	21.773119	-0.159817	4.510860	0.031603
Apr-05	-0.071057	0.196049	14.915369	3.708986	-0.036111	0.093318	-0.009014	1.006587	21.364299	-0.343625	4.521789	-0.036111
May-05	0.028548	0.339707	16.517812	3.353288	0.061016	0.028164	0.001880	0.855642	21.522233	0.335588	4.532599	0.061016
Jun-05	-0.004059	0.193911	16.886702	3.407547	0.033676	0.022991	0.000000	1.000000	21.555355	-0.105342	4.543295	0.033676
Jul-05	0.011566	0.185818	17.156951	3.462080	0.041869	0.024311	-0.000201	1.000000	21.586361	0.032879	4.553877	0.041869
Aug-05	-0.108713	0.260915	15.935193	3.215543	-0.079302	0.028177	0.000381	1.000000	21.522973	-0.027237	4.564348	-0.079302
Sep-05	-0.115577	0.233267	13.948511	3.831307	0.027280	0.029754	0.000356	0.962553	21.567836	0.048717	4.574711	0.027280
Oct-05	-0.091120	0.172378	18.008958	3.698441	0.008880	0.035150	-0.000346	1.000000	21.559515	-0.053516	4.584967	0.008880
Nov-05	-0.066868	0.191861	13.963452	3.835411	0.046768	0.034358	0.001470	1.000000	21.681582	0.129508	4.595120	0.046768
Dec-05	-0.000598	0.157464	15.746806	4.325254	0.040219	0.045548	-0.000596	1.000000	21.686804	0.006160	4.605170	0.040219
Jan-06	0.069853	0.065547	19.049801	5.140408	0.069068	0.045548	-0.000567	1.000000	21.755626	0.040142	4.615121	0.069068
Feb-06	0.069018	0.051181	16.525719	4.027118	0.009018	0.053320	-0.002659	1.000000	21.609785	-0.107651	4.624973	0.009018
Mar-06	0.046073	0.045490	16.386622	3.993222	0.045288	0.053243	-0.000064	1.000000	21.650881	0.042139	4.634729	0.045288
Apr-06	0.091068	0.046476	18.495763	4.231844	0.091854	0.030315	-0.000240	1.000000	21.726855	0.076836	4.644391	0.091854
May-06	-0.067591	0.071368	16.210126	4.537476	-0.086429	0.036227	0.000000	0.989903	21.636461	-0.074002	4.653960	-0.086429
Jun-06	-0.007455	0.180496	14.669175	4.183219	-0.007455	0.036167	0.001139	1.000000	21.687628	0.040311	4.663439	-0.007455
Jul-06	0.056746	0.092164	15.584206	4.277576	0.036746	0.038425	-0.000739	1.000000	21.687437	0.038160	4.672829	0.036746
Aug-06	0.103895	0.082136	17.092835	4.891255	0.063079	0.038893	-0.000319	0.983483	21.732756	0.026944	4.682131	0.063079
Sep-06	0.094515	0.075882	18.196066	5.058294	0.051962	0.038898	0.000000	0.990086	21.783416	0.054445	4.691348	0.051962
Oct-06	0.069703	0.084682	16.860779	4.687100	0.025259	0.008497	0.000671	1.000000	21.842500	0.036745	4.700480	0.025259
Nov-06	0.113451	0.108801	16.038424	4.458495	0.066940	0.009938	-0.000190	1.018551	21.897827	0.066693	4.709530	0.066940
Dec-06	0.082834	0.108461	16.244067	4.515661	0.034054	0.011329	0.000060	1.000000	21.877149	0.027821	4.718499	0.034054
Jan-07	-0.014552	0.129708	13.797845	5.028679	-0.040193	0.014076	0.000123	1.000000	21.934311	-0.045072	4.727388	-0.040193
Feb-07	0.002871	0.106127	13.891908	5.062961	-0.023445	0.016211	0.000050	1.013706	21.865916	-0.019834	4.736198	-0.023445
Mar-07	0.082708	0.087766	14.441832	5.263383	0.055681	0.017248	-0.000011	1.003984	21.919564	0.051139	4.744932	0.055681
Apr-07	0.084704	0.020038	16.019406	5.838396	0.084704	0.017861	-0.000095	0.995899	21.996125	0.084829	4.753590	0.084704
May-07	0.044917	0.098056	15.696710	5.441094	0.017139	0.019627	-0.000116	1.009877	22.007357	0.012210	4.762174	0.017139
Jun-07	0.049202	0.081201	15.775051	5.468250	0.020630	0.019186	0.000012	1.011888	22.027192	0.013881	4.770685	0.020630
Jul-07	0.123444	0.143442	14.922537	5.172735	0.094032	0.017176	0.002088	1.005633	22.227350	0.230182	4.779123	0.094032
Aug-07	-0.041186	0.111812	15.362522	5.896230	-0.041186	0.019703	0.000027	0.983729	22.186664	-0.029885	4.787492	-0.041186

Manulife Dana Saham

Bulan	Rp-Rf	PC ratio	PER	PBV	Expense Ratio	Load Fee	Portfolio turnover	Ln Asset	Asset Growth	Ln Age	PR1Mo
Aug-04	0.000000	-0.091463	11.774300	3.667270	-0.059424	-0.002539	1.046752	24.067342	0.000000	2.484907	0.037649
Sep-04	0.070405	0.033364	9.940709	3.545186	-0.067054	0.002201	0.987962	23.953010	-0.108038	2.564949	0.073119
Oct-04	0.063883	-0.141817	12.889578	3.350967	-0.053668	0.005413	0.895191	24.211161	0.294534	2.639057	0.066589
Nov-04	0.146100	-0.013896	10.367707	2.887106	-0.036971	0.005774	0.831700	24.914938	1.021373	2.708050	0.146100
Dec-04	0.026028	0.014313	9.999105	2.839892	-0.031193	0.002580	0.977855	25.563078	0.911982	2.772589	0.026028
Jan-05	0.044807	0.006987	15.223489	2.969634	-0.024536	0.001683	0.987534	25.836779	0.314821	2.833213	0.044807
Feb-05	0.040923	0.004781	15.612122	3.017604	-0.021086	0.005057	0.973801	26.022746	0.204383	2.890372	0.042271
Mar-05	0.013313	0.009961	9.458572	2.919788	-0.013972	0.001086	0.964786	26.555714	0.703982	2.944439	0.014659
Apr-05	-0.069097	0.018323	9.376679	2.621298	-0.008644	0.000406	0.998787	26.611817	0.057706	2.995732	-0.034150
May-05	0.027202	0.002925	8.88973	2.430934	-0.008798	-0.000408	0.973506	26.702761	0.095207	3.044522	0.059669
Jun-05	0.007568	0.004644	8.869578	2.382337	-0.035167	0.000535	0.988601	26.714979	0.012293	3.091042	0.045304
Jul-05	0.042604	0.012530	10.228808	2.350708	-0.049231	0.003064	0.988994	26.829083	0.120869	3.135494	0.072907
Aug-05	-0.106038	0.003988	11.510351	2.635857	-0.044183	0.000113	1.133148	27.030602	0.223259	3.178054	-0.076627
Sep-05	-0.116940	0.028885	11.064546	2.52542	-0.045878	-0.000729	1.128597	27.065295	0.035303	3.218876	0.025917
Oct-05	-0.111766	0.008623	11.377360	2.604141	-0.054908	-0.000123	1.005735	26.995742	-0.068257	3.258097	-0.111766
Nov-05	-0.083553	0.006729	11.593821	2.699753	-0.059629	-0.003515	0.993458	27.016599	0.020056	3.295837	0.030084
Dec-05	0.012439	0.010819	12.173434	2.834723	-0.075565	-0.003293	1.006979	26.820681	-0.177920	3.332205	0.053255
Jan-06	0.077976	0.005621	16.595166	4.361483	-0.089951	-0.000207	1.001039	26.661205	-0.147410	3.367296	0.077192
Feb-06	0.015282	-0.002051	16.361735	4.329113	-0.090780	-0.002241	1.005784	26.659915	-0.001289	3.401197	0.015282
Mar-06	0.057450	0.003784	16.305039	4.593172	-0.102379	0.000388	1.001818	26.550098	-0.104002	3.433987	0.056665
Apr-06	0.125820	0.013405	15.694320	4.221626	-0.006431	0.001996	1.000000	26.700847	0.162705	3.465736	0.126605
May-06	-0.042759	0.007840	14.922289	4.065044	-0.012426	0.001437	0.962319	26.811235	0.115712	3.496508	-0.061598
Jun-06	-0.016188	0.006597	13.173626	3.532113	-0.034055	0.000487	0.979506	26.916999	0.111559	3.526361	-0.016188
Jul-06	0.058207	0.002223	15.324181	4.174525	-0.045144	-0.000743	0.989334	26.994255	0.080319	3.555348	0.038207
Aug-06	0.095114	0.004242	16.335074	4.449907	-0.047073	0.000349	1.002724	26.989368	-0.004876	3.583519	0.054298
Sep-06	0.092355	0.002971	16.290700	4.315544	-0.045486	0.000681	0.997835	27.066253	0.079918	3.610918	0.049802
Oct-06	0.081802	0.002148	17.683075	4.046846	-0.046425	0.001781	0.971946	27.158936	0.097114	3.637586	0.037358
Nov-06	0.120427	0.003621	17.430541	3.989053	0.000000	0.001769	0.970245	27.383962	0.252355	3.663562	0.073915
Dec-06	0.091848	0.002885	17.402590	3.751749	-0.034076	0.002670	0.965941	27.578740	0.215041	3.688879	0.043067
Jan-07	-0.005314	0.002523	15.810769	4.090319	-0.028485	0.000966	0.996264	27.787627	0.232307	3.713572	-0.030955
Feb-07	0.010156	0.002945	15.282988	4.306176	-0.027600	0.000929	0.961341	27.851731	0.066203	3.737670	-0.016160
Mar-07	0.080299	0.004209	15.371019	4.514987	-0.025181	-0.001598	0.989769	27.980868	0.137846	3.761200	0.053272
Apr-07	0.086282	0.005850	15.593587	4.393691	-0.034709	0.000825	1.022238	27.943348	-0.036825	3.784190	0.086282
May-07	0.078580	0.002831	13.709700	4.297318	-0.043393	0.000927	0.993506	28.061204	0.125082	3.806662	0.050802
Jun-07	0.056538	0.000327	16.031050	6.152816	-0.032492	0.001237	0.974881	28.165824	0.110289	3.828641	0.027966
Jul-07	0.149188	0.000278	15.777422	6.055472	-0.031605	0.002427	0.952100	28.383130	0.242725	3.850148	0.119776
Aug-07	-0.067739	0.000106	16.495600	5.862756	-0.030225	0.002427	0.954070	28.528850	0.156872	3.871201	-0.067739

Nikko Saham Nusantara

Bulan	Rp-Rf	PC ratio	PER	PBV	Expense Ratio	Load Fee	Portfolio turnover	Ln Asset	Asset Growth	Ln Age	PR1Mo
Aug-04	0.00000	0.010737	10.514236	2.949473	0.035984	0.000000	1.499572	22.941816	0.000000	4.430817	0.008164
Sep-04	0.046851	0.015647	15.378956	1.582754	0.037285	0.000000	1.005291	22.990163	0.049535	4.442651	0.049565
Oct-04	0.031071	0.017180	12.699805	2.047453	0.041296	-0.000350	1.007289	22.955794	-0.033785	4.454347	0.033777
Nov-04	0.045653	0.026641	20.697033	3.375478	0.043038	-0.000026	0.992775	22.995205	0.040198	4.465908	0.045653
Dec-04	-0.020643	0.007574	18.272044	2.762288	0.052649	-0.000570	1.043171	22.869163	-0.118422	4.477337	-0.017944
Jan-05	0.211254	0.228711	94.693958	1.339521	0.149097	4.391435	1.000000	22.187137	-0.494408	4.488636	0.209908
Feb-05	0.063216	0.493559	65.176055	0.884250	0.142202	0.274885	0.983195	22.247566	0.062292	4.499810	0.064564
Mar-05	-0.019884	0.347199	75.679826	1.439242	0.054763	0.094252	0.982625	22.268265	0.020914	4.510860	-0.018538
Apr-05	-0.058801	0.458041	56.927619	1.004344	0.035791	1.684909	1.000671	22.798541	0.600437	4.521789	-0.023855
May-05	0.008213	0.381413	62.465700	1.118713	0.036375	0.182039	1.023035	22.778269	0.040528	4.532599	0.040681
Jun-05	-0.030258	0.467566	54.206062	3.313050	0.037448	0.069193	1.000000	22.793073	0.014914	4.543295	0.007478
Jul-05	-0.017168	0.159764	66.429074	1.631043	0.000000	0.080231	0.926682	22.810034	0.017106	4.553877	0.0013135
Aug-05	-0.124327	0.271495	59.932380	0.774402	0.044948	-4.824367	1.185322	22.698053	-0.105939	4.564348	-0.094916
Sep-05	-0.131891	0.045754	7.294382	5.884071	0.075109	-0.003220	1.000000	22.211821	-0.385061	4.574711	0.010966
Oct-05	-0.101684	0.241316	75.242588	1.176218	0.077106	0.000000	1.027044	22.210138	-0.001682	4.584967	-0.001684
Nov-05	-0.139602	0.282625	74.642491	1.166837	0.080988	0.000000	1.000000	22.383833	-0.075961	4.595120	-0.025965
Dec-05	0.013087	0.333074	75.589529	1.117425	0.000013	0.000000	0.963810	22.238840	0.056547	4.605170	0.053904
Jan-06	0.042732	0.192321	7.482993	0.911416	0.081126	-0.000024	1.000000	22.275233	0.037064	4.615121	0.041948
Feb-06	-0.004377	0.141238	9.690740	1.092589	0.003784	-0.000238	1.000000	22.224433	-0.049531	4.624973	-0.004377
Mar-06	0.059968	0.196431	11.057270	1.087247	0.005324	0.000000	0.908351	22.281932	0.059184	4.634729	0.059184
Apr-06	0.069953	0.148879	6.817968	0.966933	0.006781	-0.000030	1.199411	22.344270	0.064322	4.644391	0.070738
May-06	-0.062950	0.174519	10.681416	1.172452	0.010118	-0.000202	1.000000	22.219420	-0.117371	4.653960	-0.081788
Jun-06	-0.047822	0.184669	8.391977	1.413343	0.012517	0.000000	1.000000	22.170418	-0.047821	4.663439	-0.047822
Jul-06	0.060194	0.092851	8.659386	1.412658	0.013932	-0.000002	1.000000	22.209403	0.039755	4.672829	0.040194
Aug-06	0.112143	0.103462	6.564956	1.604663	0.015139	-0.000077	0.958341	22.262960	0.055017	4.682131	0.071327
Sep-06	0.161181	0.059929	7.269562	1.582089	0.015207	-0.000004	1.000000	22.374219	0.117684	4.691348	0.118628
Oct-06	0.080601	0.203996	5.574238	1.292818	0.016570	-0.000029	1.000760	22.404027	0.030257	4.700480	0.036157
Nov-06	0.030696	0.185504	6.705920	2.215320	0.018662	0.000021	1.000000	22.392299	-0.011659	4.709530	-0.015816
Dec-06	0.125604	0.074298	8.687582	2.655910	0.021289	-0.000642	1.021144	22.345445	-0.045774	4.718489	0.076823
Jan-07	-0.033596	0.188156	20.771193	2.480522	0.023819	0.000192	1.000000	22.323564	-0.021643	4.727388	-0.059237
Feb-07	0.027303	0.228692	20.565180	2.395141	0.025443	0.000010	0.971494	22.326534	0.002975	4.736198	0.000987
Mar-07	0.052577	0.148566	12.508817	2.563192	0.026856	-0.000053	1.000000	22.341123	0.014695	4.744932	0.025550
Apr-07	0.053607	0.070557	18.152945	3.230664	0.027578	-0.000003	0.987819	22.392653	0.052881	4.753590	0.053607
May-07	0.081232	0.337599	6.760396	2.197907	0.028451	-0.000014	1.000000	22.441896	0.050476	4.762174	0.053454
Jun-07	0.007503	0.318125	8.112855	2.637612	0.035309	0.000005	0.888544	22.421515	-0.020175	4.770685	-0.021068
Jul-07	0.068196	0.269512	7.448112	2.421494	0.036149	0.000004	1.000000	22.460268	0.039514	4.779123	0.038784
Aug-07	-0.077251	0.293806	8.133944	3.605030	0.041241	0.000006	1.000000	22.381106	-0.076109	4.787492	-0.077251

Panin Dana Maksima

Bulan	Rp-Rf	PC ratio	PER	PBV	Expense Ratio	Load Fee	Portfolio turnover	Ln Asset	Asset Growth	Ln Age	PR1Mo
Aug-04	0.000000	0.006505	6.381795	2.154569	0.010194	0.000000	1.016687	24.367198	0.000000	4.430817	0.012583
Sep-04	0.059395	0.009437	10.230816	3.430872	0.010253	0.000539	1.000000	24.482874	0.122633	4.442651	0.062109
Oct-04	0.048849	0.027846	9.269242	3.198234	0.009967	0.000847	0.990229	24.621658	0.148876	4.454347	0.051555
Nov-04	0.147616	0.025996	10.245514	2.889610	0.010295	-0.000525	0.995726	24.708141	0.090332	4.465908	0.147616
Dec-04	0.018813	0.171208	9.524341	2.814220	0.012591	-0.001279	1.030553	24.609107	-0.094288	4.477337	0.021512
Jan-05	0.058231	0.010965	9.749764	3.674846	0.012939	0.000201	0.962712	24.684740	0.078566	4.488636	0.056885
Feb-05	0.042268	0.056358	15.581142	3.344811	0.012868	0.000473	0.976875	24.775878	0.095420	4.499810	0.043615
Mar-05	0.055955	0.028289	13.054948	2.518957	0.011462	0.001509	1.045681	24.995091	0.245097	4.510860	0.057201
Apr-05	-0.062837	0.011853	13.422493	1.433003	0.004129	0.000092	0.987363	24.975996	-0.018914	4.521789	-0.027891
May-05	0.011703	0.015889	14.243048	1.291730	0.005267	-0.000149	0.990426	25.004468	0.028881	4.532599	0.044171
Jun-05	-0.022130	0.032913	15.406829	1.491692	0.006832	-0.000767	0.993086	24.946038	-0.056755	4.543295	0.015606
Jul-05	0.009465	0.045386	14.001897	1.514312	0.008211	-0.000658	1.091524	24.921334	-0.024402	4.553877	0.039769
Aug-05	-0.144771	0.022677	13.563406	1.076570	0.009848	0.000772	1.005761	24.879064	-0.041388	4.564348	-0.115359
Sep-05	-0.113593	0.031131	12.426030	1.407465	0.010548	0.000271	1.007076	24.935352	0.057902	4.574711	0.023264
Oct-05	-0.070911	0.012078	14.766817	1.701894	0.011540	-0.000083	0.972133	24.955809	0.020668	4.584967	0.029089
Nov-05	-0.078554	0.059457	14.923734	1.742932	0.012100	0.000183	1.026409	25.008773	0.054392	4.595120	0.035082
Dec-05	0.003810	0.004427	10.010403	1.912783	0.012915	-0.000181	0.987688	25.034509	-0.014508	4.615121	0.070483
Jan-06	0.071267	0.039005	14.703180	2.384585	0.034972	-0.000862	1.000000	25.019895	-0.048005	4.624973	0.036986
Feb-06	0.036986	0.012735	13.125329	1.954623	0.017020	-0.000454	0.989735	25.011858	-0.068005	4.634729	0.078795
Mar-06	0.079580	0.012334	13.202139	2.144629	0.017730	-0.000024	1.011256	25.085320	0.076227	4.644391	0.090172
Apr-06	0.089386	0.005854	24.146767	9.896486	0.007230	-0.000543	0.988235	25.118798	0.034045	4.653960	-0.064681
May-06	-0.045843	0.016638	13.988139	2.548929	0.009349	0.000864	0.985290	25.142246	0.023725	4.663439	-0.001716
Jun-06	-0.001716	0.028756	13.756017	2.506631	0.010526	0.000854	0.981479	25.229752	0.091449	4.672829	0.038288
Jul-06	0.058288	0.012828	14.803638	3.005756	0.012150	0.000069	0.984064	25.274271	0.045524	4.672829	0.038288
Aug-06	0.102488	0.010493	17.234694	2.964887	0.014040	-0.000442	0.981560	25.290838	0.016705	4.682131	0.061672
Sep-06	0.103961	0.011037	15.087767	3.284342	0.015031	0.000119	1.009667	25.362454	0.074242	4.691348	0.061407
Oct-06	0.082482	0.007004	14.028883	4.005249	0.014905	0.001116	0.946067	25.518118	0.168433	4.700480	0.038037
Nov-06	0.116364	0.013864	14.349677	3.690456	0.015324	0.000419	1.030949	25.628444	0.116642	4.709530	0.069852
Dec-06	0.124330	0.032908	13.625560	3.003578	0.015238	0.001234	0.914274	25.832937	0.269003	4.718499	0.075550
Jan-07	0.062425	0.004925	13.479250	3.438471	0.010100	0.004308	1.002053	26.432639	0.821575	4.727388	0.036784
Feb-07	0.008595	0.026424	-0.440428	3.871027	0.010285	0.001701	0.968332	26.601234	0.183641	4.736198	-0.017720
Mar-07	0.040340	0.004419	0.169707	3.456985	0.010919	0.001149	1.000344	26.736484	0.144823	4.744932	0.013313
Apr-07	0.078153	0.010406	-1.365538	2.971073	0.012958	-0.000712	1.009254	26.742977	0.006514	4.753590	0.078153
May-07	0.081649	0.002818	-0.078224	3.051647	0.008617	-0.000191	1.002901	26.776518	0.034109	4.762174	0.053872
Jun-07	0.075384	0.045193	-0.440428	3.871027	0.008878	0.001283	0.995154	26.959627	0.200946	4.770685	0.046812
Jul-07	0.103064	0.018949	-1.653295	2.832433	0.008860	0.001520	0.964801	27.195542	0.266067	4.779123	0.073652
Aug-07	-0.054512	0.010076	5.056566	2.803733	0.010255	0.001111	1.023406	27.257218	0.063618	4.787492	-0.054512

Phinisi Dana Saham

Bulan	Rp-Rf	PC-ratio	PER	PBV	Expense Ratio	Load Fee	Portfolio turnover	Ln Asset	Asset Growth	Ln Age	PRIMO
Aug-04	0.000000	0.002025	16.078620	3.895590	0.022019	-0.000015	1.018257	24.389531	0.000000	4.430817	0.016735
Sep-04	0.063300	0.002084	11.906251	3.762951	0.023230	-0.000005	1.007655	24.452443	0.064933	4.442651	0.066014
Oct-04	0.067202	0.006051	10.595577	2.821527	0.024160	-0.000001	1.003514	24.519468	0.059323	4.454347	0.069909
Nov-04	0.157676	-0.132893	9.726921	2.831719	0.023412	0.001174	0.908467	24.665763	0.157537	4.465908	0.157676
Dec-04	0.023392	0.002180	9.916155	2.887693	0.022633	-0.000015	1.000000	24.816350	0.162516	4.477337	0.026091
Jan-05	0.050487	0.003796	15.672528	2.903844	0.024279	-0.001396	1.000000	24.862854	0.047602	4.488636	0.049141
Feb-05	0.045646	0.002174	15.531595	3.016841	0.028794	0.002278	1.000000	24.778080	-0.081280	4.499810	0.046994
Mar-05	0.017477	0.008816	10.014332	3.147946	0.024060	0.001039	0.968945	25.055210	0.319338	4.510860	0.018823
Apr-05	-0.072916	0.001497	10.039632	3.155899	0.008213	0.000000	1.000000	25.126184	0.073554	4.521789	-0.037970
May-05	0.028261	0.003309	10.000634	3.861555	0.010349	-0.000003	0.923483	25.185142	0.060730	4.532599	0.060728
Jun-05	0.005408	0.000107	10.260484	2.500152	0.012403	-0.000017	0.995023	25.227129	0.042882	4.543295	0.043144
Jul-05	0.035847	0.002634	11.349836	2.807127	0.013989	-0.000001	0.987715	25.289497	0.064354	4.553877	0.066150
Aug-05	-0.124407	0.003530	10.176510	2.484733	0.018346	-0.000017	0.998452	25.191832	-0.093047	4.564348	-0.092996
Sep-05	-0.119827	0.089021	12.627549	2.896566	0.020426	-0.000001	1.020910	25.212926	0.021318	4.574711	0.023030
Oct-05	-0.116719	0.001941	11.565746	2.888359	0.023454	0.000000	1.000301	25.195961	-0.016822	4.584967	-0.016719
Nov-05	-0.083810	0.003576	13.144902	3.024949	0.025223	-0.000001	0.991085	25.225351	0.029827	4.595120	0.029826
Dec-05	0.021597	0.001309	12.827819	2.951981	0.026194	-0.000004	1.000000	25.285832	0.062347	4.605170	0.062414
Jan-06	0.078796	0.001585	16.976167	4.459506	0.026945	0.000000	0.994137	25.360580	0.077612	4.615121	0.078012
Feb-06	0.066547	0.002422	15.824462	4.437214	0.028321	-0.000959	1.012796	25.378385	0.017965	4.624973	0.017997
Mar-06	0.120801	0.452939	12.827819	2.951981	0.015976	-0.000028	0.967494	25.483393	0.111325	4.634729	0.065762
Apr-06	-0.050221	0.001897	15.179968	4.543696	0.020196	-0.000009	1.240721	24.925983	-0.427622	4.644391	0.121587
May-06	-0.015971	0.002631	15.757150	4.796152	0.023052	-0.001182	1.003996	24.851582	-0.071700	4.653960	-0.069059
Jun-06	0.061220	0.003397	15.810303	4.604152	0.027554	0.000000	0.996447	24.834597	-0.016842	4.663439	-0.015971
Aug-06	0.099389	0.002919	15.865256	4.620155	0.028625	-0.000001	0.996303	24.763295	-0.068819	4.672829	0.041220
Sep-06	0.095225	0.002317	16.355880	4.332811	0.029607	0.000000	1.000000	24.820177	0.058531	4.682131	0.058573
Oct-06	0.080359	0.001482	16.380653	4.393733	0.031208	-0.000003	1.002741	24.871437	0.052597	4.691348	0.052671
Nov-06	0.115759	0.002215	17.302556	4.071417	0.031645	-0.000004	1.003267	24.906722	0.035515	4.700480	0.035915
Dec-06	0.084624	0.002228	17.175280	4.041458	0.032872	0.000000	1.000000	24.973333	0.068880	4.709530	0.069248
Jan-07	-0.009225	0.001745	15.510812	4.619340	0.036961	0.000000	0.995148	25.008103	0.035381	4.718499	0.035843
Feb-07	0.026316	0.001745	15.510812	4.619340	0.036961	-0.000001	1.009385	24.972674	-0.034809	4.727388	-0.034866
Mar-07	0.008339	0.001767	14.721099	4.366782	0.040070	-0.000002	1.009385	24.972674	0.000000	4.736198	0.000000
Apr-07	0.162380	0.000961	12.882419	4.572745	0.039249	-0.000005	1.000000	24.953672	-0.018823	4.744932	-0.018688
May-07	0.051085	0.001509	12.598837	4.278332	0.011552	0.000000	1.000000	25.103949	0.162157	4.753590	0.162380
Jun-07	0.058206	0.000946	13.493680	4.652349	0.013633	-0.000000	0.997228	25.126536	0.022844	4.762174	0.023307
Jul-07	0.123053	0.001782	13.510183	4.668051	0.015094	-0.000007	0.998893	25.155696	0.029589	4.770685	0.029589
Aug-07	-0.056878	0.001540	15.185811	4.446679	0.018556	-0.000007	1.010727	25.244325	0.092675	4.779123	0.093641
							0.999947	25.185085	-0.057520	4.787492	-0.056878

Platinum Saham

Bulan	Rp-Rf	Pc ratio	PER	PBV	Expense Ratio	Load Fee	Portfolio turnover	Ln Asset	Asset Growth	Ln Age	PR1Mo
Aug-04	0.000000	0.068594	10.728331	3.361218	0.011296	0.000000	1.072987	23.002533	0.000000	2.484907	0.060957
Sep-04	0.085220	0.010602	11.044375	3.317722	0.012004	0.000000	1.071569	23.088806	0.087926	2.564949	0.087933
Oct-04	0.034171	0.055094	13.606731	4.161298	0.010096	0.002432	0.937244	23.401683	0.370090	2.639057	0.036877
Nov-04	0.209342	0.130938	13.081830	3.946963	0.008836	0.001104	0.811995	23.708785	0.359480	2.708050	0.209342
Dec-04	0.035977	0.007783	13.606731	4.161298	0.008671	0.001678	1.024453	23.930457	0.248162	2.772589	0.038676
Jan-05	0.095267	0.018726	21.983225	2.134600	0.007025	0.002916	0.998384	24.365012	0.544276	2.833213	0.093921
Feb-05	0.113539	0.048065	20.169965	2.636287	0.005052	0.003594	0.934957	24.919155	0.740449	2.890372	0.114887
Mar-05	0.040657	0.006490	15.429846	2.381120	0.006077	0.001081	1.013434	25.074665	0.168254	2.944439	0.042003
Apr-05	-0.083921	0.088997	15.349215	2.234337	0.007685	0.001033	1.044656	25.133498	0.060598	2.995732	-0.048975
May-05	0.044305	0.044201	16.103156	2.249088	0.006210	0.000394	0.981908	25.247698	0.120977	3.044522	0.076773
Jun-05	0.008989	0.105778	15.009341	2.167342	0.007179	0.000514	0.9593463	25.346151	0.103462	3.091042	0.046725
Jul-05	0.008816	0.104645	14.044540	2.028025	0.007132	0.001683	0.922834	25.568788	0.249367	3.135494	0.039119
Aug-05	-0.154799	0.035547	14.773417	2.049019	0.008891	0.001394	1.105729	25.584894	0.016236	3.178054	-0.125388
Sep-05	-0.104895	0.062351	15.463272	2.122612	0.011900	-0.001873	1.067233	25.450497	-0.125757	3.218876	0.037962
Oct-05	-0.098779	0.019953	16.081303	2.207448	0.015496	-0.001592	1.008583	25.304010	-0.136263	3.258097	0.001221
Nov-05	-0.098249	0.006216	16.102089	2.210301	0.016797	0.000039	1.023898	25.323195	0.019370	3.295837	0.015387
Dec-05	0.059794	0.003499	10.665004	2.561984	0.020081	-0.002062	1.076633	25.231571	-0.087551	3.332205	0.100610
Jan-06	0.049357	0.046688	15.537960	2.782010	0.025586	-0.002872	1.018596	25.026571	-0.185353	3.367296	0.048573
Feb-06	0.075554	0.088510	11.187968	2.738341	0.028496	-0.000870	0.976151	25.015981	-0.010534	3.401197	0.075554
Mar-06	0.134232	0.112244	7.563377	1.588055	0.025034	0.000710	1.013621	25.214932	0.220123	3.433987	0.133447
Apr-06	0.100333	0.066317	13.282010	3.316796	0.021028	0.003472	0.906402	25.470453	0.291134	3.465736	0.101119
May-06	-0.049272	0.056515	13.687878	3.499179	0.048305	0.002713	1.000193	25.716452	0.278898	3.496508	-0.068110
Jun-06	-0.029877	0.030621	11.000286	2.899567	0.007831	-0.000148	1.008842	25.671493	-0.044021	3.526361	-0.029877
Jul-06	0.052493	0.025000	10.835499	2.989291	0.008593	0.000987	1.025255	25.807371	0.145611	3.555348	0.032493
Aug-06	0.104629	0.022968	10.769842	3.005537	0.009988	-0.000092	0.993187	25.860030	0.054070	3.583519	0.063813
Sep-06	0.082274	0.017241	10.408690	2.904751	0.011232	0.000089	0.996338	25.907953	0.049090	3.610918	0.039721
Oct-06	0.066266	0.017556	14.106261	2.417287	0.012637	0.000207	1.005454	25.950488	0.043453	3.637586	0.021822
Nov-06	0.112848	0.047010	15.640144	2.714815	0.012314	0.000944	0.992326	26.113862	0.177476	3.663562	0.066336
Dec-06	0.102352	0.010608	14.917065	2.452411	0.010888	0.001930	1.050758	26.380518	0.305591	3.688879	0.053571
Jan-07	-0.023735	0.033220	18.113732	3.118277	0.013356	0.000083	0.981773	26.338225	-0.041411	3.713572	-0.049376
Feb-07	0.006941	0.036211	21.289006	3.079625	0.015241	0.000027	0.945389	26.321361	-0.016722	3.737670	-0.019375
Mar-07	0.042969	0.014009	18.083090	2.667471	0.016449	0.000193	1.027608	26.356653	0.035922	3.761200	0.015942
Apr-07	0.097969	0.072583	12.247454	2.662759	0.019856	-0.001962	0.999002	26.271000	-0.082087	3.784190	0.097969
May-07	0.114400	0.056597	21.587430	2.260120	0.009659	-0.001401	0.973492	26.222966	-0.046899	3.806662	0.086623
Jun-07	0.027342	0.148425	18.917265	1.980564	0.012297	-0.000837	1.075757	26.141333	-0.078389	3.828641	-0.001230
Jul-07	0.137903	0.008189	21.699081	2.271810	0.022635	-0.008506	1.020218	25.628852	-0.400993	3.850148	0.108492
Aug-07	-0.087073	0.011461	25.290749	2.753459	0.025904	0.000262	1.006276	25.564294	-0.062518	3.871201	-0.087073

Rencana Cerdas

Bulan	Rp-Rf	PC ratio	PER	PBV	Expense Ratio	Load Fee	Portfolio turnover	Ln Asset	Asset Growth	Ln Age	PR1Mo
Aug-04	0.000000	0.005993	11.477999	3.832177	0.017250	0.000000	1.003238	23.763015	0.000000	4.094345	0.045726
Sep-04	0.057724	0.005035	11.809737	2.928986	0.018480	-0.000086	0.992720	23.821697	0.073932	4.110874	0.069512
Oct-04	0.045123	0.074872	11.794205	2.905698	0.019754	0.000062	1.000000	23.868418	0.034757	4.127134	0.041332
Nov-04	0.151396	0.091227	12.255358	2.942070	0.019349	0.000122	0.969973	24.009393	0.183517	4.143135	0.137381
Dec-04	0.078943	0.088489	10.862594	2.867205	0.019987	0.000090	0.999333	24.087873	0.060362	4.158883	0.071942
Jan-05	0.051703	0.006451	13.320410	3.765505	0.021312	0.000068	1.004085	24.137003	0.061019	4.174387	0.043253
Feb-05	-0.004126	0.140776	12.470779	3.392997	0.023383	-0.000501	0.905932	24.134220	0.109656	4.189655	0.047145
Mar-05	0.157135	0.052164	11.638465	3.166545	0.022226	0.001402	0.955801	24.281330	0.080936	4.204693	-0.003968
Apr-05	0.056235	0.008119	9.365844	8.143029	0.022415	0.001041	0.978445	24.368591	0.059860	4.219508	-0.022395
May-05	0.176283	0.004166	10.308241	2.544831	0.008042	0.001169	0.977501	24.558178	0.196126	4.234107	0.067463
Jun-05	-0.014472	0.010777	10.582379	2.621158	0.009946	-0.000248	1.000000	24.581175	0.005906	4.248495	0.048646
Jul-05	0.100038	0.008990	11.799548	2.784828	0.010582	0.000481	0.920146	24.703694	0.201890	4.262680	0.075994
Aug-05	-0.112864	0.006562	12.425623	4.042191	0.014031	0.000153	1.041147	24.616553	-0.087335	4.276666	-0.097439
Sep-05	-0.170055	0.013444	12.739042	4.079684	0.016596	-0.000541	1.023365	24.588979	-0.079124	4.290459	0.025426
Oct-05	-0.159904	0.002358	12.571424	3.994929	0.019976	-0.000673	1.000000	24.527205	-0.061834	4.304065	0.003369
Nov-05	-0.117203	0.003829	13.208031	4.197230	0.022245	-0.000481	1.007885	24.523632	-0.003721	4.317488	0.044334
Dec-05	-0.306355	0.017979	12.022944	2.998210	0.032675	-0.004151	1.003743	24.215014	-0.263000	4.330733	0.099335
Jan-06	-0.038821	0.003300	13.453300	3.928920	0.036473	-0.001217	1.000000	24.174604	-0.038323	4.343805	0.077299
Feb-06	-0.006530	0.003425	14.902600	4.293877	0.038854	-0.000289	1.000000	24.168052	-0.009174	4.356709	0.022231
Mar-06	0.077612	0.014816	15.470960	5.354914	0.038135	-0.000074	1.000000	24.242072	0.086090	4.369448	0.084836
Apr-06	-0.028322	0.125379	16.561033	5.294225	0.041490	-0.001364	1.058948	24.214149	0.110771	4.382027	0.105090
May-06	-0.052715	-0.030032	13.621152	3.645132	0.047172	0.000292	1.008267	24.139907	-0.102580	4.394449	-0.098642
Jun-06	-0.036561	0.110186	12.204903	4.323208	0.051068	-0.000272	0.921145	24.102661	-0.022395	4.406719	-0.030333
Jul-06	0.057942	0.000223	14.513102	4.198111	0.015919	0.000050	1.000025	24.139901	-0.083382	4.418841	0.032756
Aug-06	0.066570	-0.029032	14.933747	4.319788	0.017722	-0.000102	1.000229	24.165329	0.066087	4.430817	0.036169
Sep-06	0.112185	0.003168	15.279312	3.152069	0.018550	0.000018	1.000000	24.232643	0.029737	4.442651	0.067746
Oct-06	0.082265	0.002222	15.468638	4.457961	0.020096	-0.000018	0.982127	24.269766	0.058484	4.454347	0.039735
Nov-06	0.117252	0.007454	15.398821	4.290382	0.020727	-0.000050	1.007099	24.398116	0.070868	4.465908	0.076081
Dec-06	0.183060	0.003932	14.635331	4.217807	0.019895	0.000760	1.000000	24.464114	0.111519	4.477337	0.048050
Jan-07	0.008147	0.020627	17.987750	6.374202	0.022564	0.000270	0.985948	24.446464	0.010822	4.488636	-0.044039
Feb-07	-0.179439	0.009381	21.206506	6.154616	0.030698	-0.0002154	1.000000	24.216101	-0.224586	4.499810	-0.034684
Mar-07	0.060221	0.019941	20.237453	5.873375	0.031718	-0.000060	1.005046	24.248756	0.054602	4.510860	0.039407
Apr-07	-0.056675	0.006247	20.565899	5.968698	0.035791	-0.001485	1.004870	24.190412	-0.045024	4.521789	0.083394
May-07	0.237476	0.002411	19.527707	5.887410	0.031612	0.001229	0.999635	24.380783	0.198586	4.532599	0.060984
Jun-07	0.228341	0.001866	20.847488	3.726432	0.009990	0.001175	1.000000	24.562913	0.187828	4.543295	0.058780
Jul-07	0.103394	0.016241	22.265776	3.979947	0.011469	0.000137	1.017995	24.634286	0.098356	4.553877	0.059217
Aug-07	-0.029349	0.001580	19.067908	3.212598	0.013879	0.000498	0.941119	24.604497	-0.003367	4.564348	-0.077732

Schroeder Prestasi Plus

Bulan	Rp-Rf	PC ratio	PER	PBV	Expense Ratio	Lead Fee	Portfolio turnover	Ln Asset	Asset Growth	Ln Age	PR1Mo
Aug-04	0.000000	0.043693	8.673163	2.552967	0.006819	0.000000	0.974981	27.011007	0.000000	3.871201	0.070702
Sep-04	0.059197	0.018852	8.926613	2.627571	0.006502	0.003608	0.973403	27.270016	0.295647	3.891820	0.061910
Oct-04	0.045568	0.052722	16.473935	2.517900	0.006613	0.003264	0.991851	27.495310	0.252691	3.912023	0.048274
Nov-04	0.143413	0.083428	18.018098	2.645093	0.006429	0.002575	0.938884	27.767149	0.312375	3.931826	0.143413
Dec-04	0.026974	0.055276	10.198781	2.767314	0.007121	0.002072	0.977591	27.905775	0.148695	3.951244	0.029674
Jan-05	0.045239	0.031583	11.388147	3.345305	0.007842	0.001666	1.006438	28.035700	0.138743	3.970292	0.043893
Feb-05	0.029035	0.050998	10.581485	2.659264	0.007876	0.002921	0.989160	28.223492	0.206582	3.988984	0.030383
Mar-05	0.021016	0.083750	10.422595	2.587226	0.007174	0.005092	0.950039	28.539416	0.371526	4.007333	0.022362
Apr-05	-0.077726	0.039546	10.426630	2.818109	0.005046	0.000620	1.001479	28.527179	-0.012163	4.025352	-0.042779
May-05	0.033195	0.079442	9.976683	2.197334	0.006112	0.000938	0.963730	28.638817	0.118108	4.043051	0.065663
Jun-05	0.005936	0.047272	10.327888	2.274686	0.007610	-0.000600	1.000238	28.651991	0.013261	4.060443	0.043672
Jul-05	0.028642	0.028648	10.446480	2.217487	0.008717	-0.000074	1.008925	28.705576	0.055046	4.077537	0.058945
Aug-05	-0.130771	0.038513	9.821417	2.084804	0.010360	0.002310	1.076211	28.721434	0.015985	4.094345	-0.101359
Sep-05	-0.134675	0.017128	10.257160	2.177300	0.012052	-0.000567	0.987176	28.701644	-0.019596	4.110874	0.008182
Oct-05	-0.128762	0.002173	11.152698	3.183551	0.014498	-0.000825	1.000000	28.632015	-0.07260	4.1127134	-0.028762
Nov-05	-0.080529	0.017806	11.204726	3.198402	0.016245	-0.001040	1.017985	28.613879	-0.017973	4.143135	0.033107
Dec-05	0.009276	0.005299	12.404129	3.540773	0.019099	-0.002735	0.952676	28.534566	-0.076249	4.158883	0.050092
Jan-06	0.054718	0.028100	18.343486	3.981822	0.023665	-0.004236	1.000419	28.394999	-0.130265	4.174387	0.053934
Feb-06	-0.004073	0.044423	17.112526	4.503343	0.026027	-0.000684	1.015636	28.357298	-0.036999	4.189655	-0.004073
Mar-06	0.083654	0.064777	18.752532	4.942549	0.029953	-0.003640	1.013225	28.269712	-0.083860	4.204693	0.082869
Apr-06	0.107959	0.018207	18.634118	4.937463	0.006074	-0.000803	0.996409	28.333571	0.085942	4.219508	0.108744
May-06	-0.065889	0.070208	15.500340	4.270394	0.007888	0.001306	0.995205	28.312581	0.059451	4.234107	-0.084728
Jun-06	0.000339	0.109356	17.112526	4.503343	0.008635	0.001292	0.979999	28.379727	0.069451	4.248495	0.000339
Jul-06	0.053551	0.034394	18.407124	4.871128	0.009690	0.000377	0.991513	28.431751	0.053401	4.262680	0.033551
Aug-06	0.105537	0.035807	21.010468	4.701597	0.010853	-0.000512	0.997349	28.469173	0.038132	4.276666	0.064721
Sep-06	0.103685	0.036342	20.184368	4.474258	0.011362	0.000498	0.998444	28.553721	0.088225	4.290459	0.061132
Oct-06	0.080138	0.007627	16.995288	4.396138	0.012265	0.000435	1.004340	28.610789	0.058727	4.304065	0.035694
Nov-06	0.122820	0.061457	19.857955	4.729549	0.012082	0.001240	0.964983	28.748344	0.147465	4.317488	0.076308
Dec-06	0.097553	0.021907	22.042715	4.715295	0.011890	0.001613	0.979504	28.880072	0.140798	4.330733	0.048773
Jan-07	-0.019295	0.037252	16.851098	4.649800	0.012381	0.002657	0.994033	28.976611	0.101353	4.343805	-0.044936
Feb-07	0.008074	0.018212	15.731071	4.662831	0.013485	0.000805	1.003691	28.999309	0.022957	4.356709	-0.018242
Mar-07	0.073600	0.007591	15.772946	5.002140	0.013503	0.000644	1.002381	29.077581	0.081417	4.369448	0.046573
Apr-07	0.074310	0.015338	17.261182	5.043697	0.016036	-0.002353	1.002978	29.038048	-0.038762	4.382027	0.074310
May-07	0.083017	0.030955	14.593460	4.810266	0.017008	-0.000413	1.002978	29.071379	0.033893	4.394449	0.055240
Jun-07	0.073043	0.044378	13.659207	4.742558	0.007683	0.001238	0.986121	29.178795	0.113398	4.406719	0.044472
Jul-07	0.137734	0.076101	13.326462	4.627027	0.007312	0.002862	0.942406	29.436057	0.293393	4.418841	0.108323
Aug-07	-0.044892	0.041200	14.333220	4.759209	0.007865	0.003076	1.003836	29.557154	0.128734	4.430817	-0.044892

Si Dana Saham

Bulan	Rp	PC ratio	PER	PBV	Expense Ratio	Load Fee	Portfolio turnover	Ln Asset	Asset Growth	Ln Age	PRIMo
Aug-04	0.000000	0.053760	10.035522	2.549632	0.016428	0.000000	0.996964	23.244668	0.000000	4.564348	0.083480
Sep-04	0.078029	0.040483	12.779828	3.640732	0.022987	-0.017327	1.000000	23.028367	-0.194507	4.574711	0.084633
Oct-04	0.056157	0.038299	10.069482	3.460638	0.019837	0.008591	0.97266	23.274699	0.279324	4.584967	0.059498
Nov-04	0.126304	0.093398	9.165444	3.241517	0.012317	0.018966	0.906260	23.886669	0.844061	4.595120	0.144563
Dec-04	0.034000	0.072027	9.989262	4.041580	0.010938	0.014181	0.931483	24.254805	0.445039	4.605170	0.035196
Jan-05	0.063376	0.043348	15.802653	4.284768	0.010976	0.004780	1.005248	24.420773	0.180535	4.615121	0.057665
Feb-05	0.025640	0.037453	11.128368	4.229431	0.009467	0.012819	0.978089	24.742980	0.380170	4.624973	0.026315
Mar-05	0.000146	0.027040	11.348368	4.048145	0.007829	0.018168	1.039931	25.194675	0.570973	4.634729	0.000146
Apr-05	-0.023488	0.038031	11.439069	3.536333	0.004906	0.008055	0.977943	25.347129	0.164689	4.644391	-0.022949
May-05	0.000000	0.038031	10.921483	3.856377	0.004906	0.000000	0.977943	25.347129	0.000000	4.653960	0.000000
Jun-05	0.094922	0.098438	11.439069	3.556333	0.011114	-0.022036	0.952627	25.081714	-0.233113	4.663439	0.104877
Jul-05	0.057538	0.041311	14.142128	4.518755	0.011715	0.002329	0.965830	25.188663	0.112878	4.672829	0.061051
Aug-05	-0.11070	0.001620	13.959339	4.509215	0.013229	0.007229	1.106581	25.239491	0.052142	4.682131	-0.099966
Sep-05	0.017629	0.129024	12.006403	3.296222	0.015357	-0.001888	1.037171	25.220222	-0.019085	4.691348	0.017945
Oct-05	-0.000392	0.014368	9.080229	2.475150	0.018467	-0.003651	0.974569	25.149358	-0.068411	4.700480	-0.000392
Nov-05	0.040792	0.015046	12.986754	3.466886	0.018071	0.003843	1.051218	25.270976	0.129323	4.709530	0.042527
Dec-05	0.058449	0.066187	11.378599	3.397712	0.025287	-0.018441	0.862205	25.017261	-0.224087	4.718499	0.062078
Jan-06	0.084856	0.021452	12.942602	3.068167	0.038121	-0.026828	1.016901	24.676384	-0.288853	4.727388	0.092724
Feb-06	0.041441	0.021774	14.021187	3.407057	0.025151	0.017333	0.981165	25.144351	0.596744	4.736198	0.043232
Mar-06	0.083684	0.006379	15.330947	3.793917	0.021033	0.007795	0.930264	25.401236	0.292896	4.744932	0.091327
Apr-06	0.114445	0.001939	13.653033	3.026300	0.005132	0.001115	1.071189	25.545333	0.154997	4.753590	0.129235
May-06	-0.086515	0.006937	15.730422	2.924824	0.005698	0.016005	1.046392	25.848159	0.353679	4.762174	-0.079627
Jun-06	-0.037314	0.002592	15.044861	3.395810	0.007079	0.005302	0.992649	25.923628	0.078390	4.770685	-0.035972
Jul-06	0.000000	0.002592	15.044861	3.835810	0.009221	0.000000	0.948633	26.054575	0.139907	4.779123	0.000000
Aug-06	0.054865	0.046326	13.653033	3.026300	0.008089	0.003591	0.986633	26.054575	0.139907	4.787492	0.058050
Sep-06	0.030056	0.008580	16.525563	3.363570	0.009129	0.003955	1.005731	26.167495	0.119543	4.795791	0.030988
Oct-06	0.036389	0.026014	17.902941	3.972313	0.017059	-0.019805	0.941405	25.870881	-0.256669	4.804021	0.037763
Nov-06	0.027809	0.045899	14.771500	3.716203	0.022138	-0.010114	1.020501	25.714869	-0.144451	4.812184	0.028605
Dec-06	0.049577	0.009399	16.491809	3.498937	0.023856	-0.002410	1.011246	25.718651	0.003788	4.820282	0.052164
Jan-07	-0.036972	0.016278	20.494509	3.970231	0.025985	0.001882	0.983902	25.720708	0.002059	4.828314	-0.035654
Feb-07	-0.009362	0.021333	17.834498	3.760484	0.028316	-0.000479	0.999163	25.701849	-0.018682	4.836282	-0.009275
Mar-07	0.044925	0.024266	16.688088	5.740215	0.030133	-0.002073	0.996842	25.707193	0.005359	4.844187	0.047038
Apr-07	0.074175	0.016434	16.517782	3.820129	0.032459	-0.004527	0.012705	25.697599	-0.009548	4.852030	0.080118
May-07	0.043174	0.027080	17.286952	3.824889	0.009956	-0.002283	0.040440	25.697087	-0.000512	4.859812	0.045122
Jun-07	0.019339	0.029695	14.800742	3.809028	0.011786	-0.000818	0.012283	25.700393	0.003312	4.867534	0.019720
Jul-07	0.097600	0.029669	14.078449	3.623143	0.013548	-0.004014	-0.020613	25.725873	0.025807	4.875197	0.108156
Aug-07	-0.081876	0.023764	15.200803	2.986982	0.016298	0.000954	-0.014160	25.666432	-0.057709	4.882802	-0.075680

Trimegah Kapital

Bulan	Rp-Rf	PC ratio	PER	PBV	Expense Ratio	Load Fee	Portfolio turnover	Ln Asset	Asset Growth	Ln Age	PRiMo
Aug-04	0.000000	0.164597	13.643610	1.372529	0.028142	0.000000	1.138872	22.452311	0.000000	4.564348	0.030981
Sep-04	-0.070964	0.087210	19.778393	2.719597	0.035187	0.000000	0.97017	22.381043	-0.068798	4.574711	-0.068250
Oct-04	0.180127	0.150568	9.496563	2.480530	0.037966	-0.002308	1.020988	22.439406	0.060099	4.584967	0.182834
Nov-04	0.750110	0.070327	9.443106	2.799621	0.024378	0.000000	0.994720	22.999442	0.750736	4.595120	0.750110
Dec-04	-0.309941	0.235225	18.423424	2.801714	0.014247	0.012323	0.765068	23.678186	0.971400	4.605170	-0.307242
Jan-05	0.055301	0.099658	13.871278	4.008694	0.013176	0.003433	0.990997	23.882682	0.226906	4.615121	0.053995
Feb-05	0.043179	0.116530	11.415337	2.868822	0.011757	0.003415	1.005205	24.116293	0.263154	4.624973	0.044526
Mar-05	-0.005222	0.067964	8.722700	1.993787	0.006550	0.010793	1.007861	24.888175	1.163834	4.634729	-0.003876
Apr-05	-0.059311	0.001923	9.736353	2.624376	0.007997	-0.000640	1.013034	24.832024	-0.054604	4.644391	-0.024365
May-05	0.044079	0.028380	11.228925	2.523493	0.001163	-0.000303	1.026284	24.890733	0.060467	4.653960	0.076546
Jun-05	0.025848	0.061613	11.366265	2.543959	0.001128	-0.001094	1.015443	24.899112	0.008414	4.663439	0.063584
Jul-05	0.038582	0.028794	16.695282	2.702739	0.000367	0.003909	0.950097	25.183184	0.328528	4.672829	0.068885
Aug-05	-0.121101	0.047858	14.075769	2.986769	0.001526	0.008845	0.990816	25.670865	0.628536	4.682131	-0.091689
Sep-05	-0.121306	0.089924	13.408716	2.909629	0.001539	0.000368	1.013056	25.710737	0.040678	4.691348	0.021551
Oct-05	-0.094223	0.028621	14.763299	3.069069	0.001649	-0.001380	1.044429	25.649763	-0.059153	4.700480	0.005777
Nov-05	-0.057934	0.023899	14.525650	3.218006	0.001658	-0.001658	1.109412	25.622479	-0.026915	4.709530	0.055702
Dec-05	0.019033	0.023933	19.348216	3.219763	0.001666	-0.006657	0.992647	25.395527	-0.203041	4.718499	0.059849
Jan-06	0.095618	0.045862	20.628780	3.998208	0.001722	-0.005722	1.004154	25.234500	-0.148731	4.727388	0.094834
Feb-06	0.025218	0.063782	18.761115	4.345548	0.001413	0.002116	0.987174	25.371219	0.146506	4.736198	0.025218
Mar-06	0.082440	0.056022	19.097590	4.171008	0.001459	0.001165	0.975012	25.509705	0.148534	4.744932	0.081655
Apr-06	0.144278	0.109465	21.441887	4.332248	0.001410	0.000793	0.964010	25.685632	0.192351	4.753590	0.145064
May-06	-0.045377	0.064254	20.291966	3.984422	0.001616	0.004948	0.989376	25.903513	0.243440	4.762174	-0.064215
Jun-06	-0.007302	0.016430	20.957773	4.234435	0.001446	0.001989	0.983482	26.000921	0.102310	4.770685	-0.007302
Jul-06	0.058774	0.000995	16.781485	4.143700	0.001564	0.000948	1.008156	26.087502	0.090440	4.779123	0.038774
Aug-06	0.103756	0.038698	22.681436	3.996635	0.001553	0.000819	0.982178	26.190363	0.108337	4.787492	0.062940
Sep-06	0.098547	0.023023	23.376127	3.852999	0.001893	0.001349	1.041507	26.314665	0.132358	4.795791	0.055994
Oct-06	0.084320	0.035819	20.409340	3.867378	0.002034	0.001647	0.975583	26.439731	0.133223	4.804021	0.039876
Nov-06	0.118624	0.013699	19.112035	4.072323	0.002278	0.002865	0.890691	26.663958	0.251355	4.812184	0.072112
Dec-06	0.086450	0.010332	21.842474	4.050494	0.002497	0.003018	1.023470	26.864500	0.222065	4.820282	0.037669
Jan-07	-0.011470	0.035793	18.556566	4.254762	0.002761	0.003932	0.971984	27.045595	0.198529	4.828314	-0.037111
Feb-07	-0.008465	0.018478	18.834162	4.900672	0.002789	0.000719	0.987793	27.046813	0.001219	4.836282	-0.034781
Mar-07	0.085291	0.010135	15.005935	4.207196	0.002786	0.001648	1.000672	27.189412	0.153266	4.844187	0.058264
Apr-07	0.099077	0.058448	16.086855	4.225540	0.003249	-0.004045	1.045426	27.098871	-0.086563	4.852030	0.099077
May-07	0.100332	0.008961	22.914560	3.390247	0.002959	-0.001818	0.998174	27.081926	-0.016802	4.859812	0.072554
Jun-07	0.080875	0.050974	32.162354	2.914305	0.002653	0.000326	0.968906	27.149331	0.069728	4.867534	0.052304
Jul-07	0.145890	0.055246	32.239321	2.921279	0.002805	0.001521	0.964152	27.338595	0.208361	4.875197	0.116478
Aug-07	-0.093142	0.014940	23.119410	2.846453	0.002780	0.003167	0.997325	27.413220	0.077480	4.882802	-0.093142

Indeks Sektoral

Bulan	Agriculture	Mining	Basic Industri	Misc. Industry	Consumer good	property	Infrastruktur	Finance	Trade & Service	Manufacturing
Aug-04	243.917	345.857	60.433	141.926	208.956	55.882	255.275	93.302	141.696	142.679
Sep-04	249.277	414.961	68.781	150.136	216.882	59.463	272.498	104.444	148.721	151.304
Oct-04	281.881	436.844	73.277	164.927	217.547	61.162	289.01	109.758	155.435	157.061
Nov-04	327.714	494.943	84.49	185.287	235.498	66.946	336.669	127.948	164.862	174.25
Dec-04	304.663	491.157	98.33	192.01	233.322	68.215	332.539	133.724	171.143	180.23
Jan-05	299.56	562.379	104.95	201.988	261.5	73.587	337.844	132.588	181.287	196.828
Feb-05	314.687	579.528	107.431	217.785	266.824	76.057	318.863	142.396	187.856	203.7
Mar-05	387.884	549.703	102.609	217.195	297.142	84.895	312.858	138.244	188.446	213.789
Apr-05	373.595	535.147	95.841	213.873	286.682	76.611	299.999	129.461	179.903	205.942
May-05	378.595	540.147	100.841	218.873	291.682	81.611	304.959	134.461	184.903	210.942
Jun-05	403.244	622.154	111.12	249.31	279.696	78.533	350.189	137.64	194.479	219.236
Jul-05	418.545	608.296	113.276	257.369	291.205	78.639	384.484	146.597	209.587	226.271
Aug-05	399.512	602.433	92.827	210.136	264.818	62.854	360.373	125.862	187.446	194.063
Sep-05	483.401	647.021	96.459	204.525	259.289	62.86	381.909	128.214	191.182	192.441
Oct-05	519.305	606.761	99.472	197.607	265.505	60.949	401.418	118.559	185.362	194.109
Nov-05	529.366	567.261	96.832	193.833	271.046	60.689	451.35	120.558	186.594	193.613
Dec-05	493.451	604.568	104.235	204.666	280.828	64.12	472.87	131.477	196.18	203.615
Jan-06	500.232	680.274	110.428	208.732	288.583	70.484	512.561	138.548	199.45	210.483
Feb-06	599.63	694.033	117.789	199.998	292.458	71.33	521.96	132.007	193.869	213.157
Mar-06	645.806	746.746	122.466	220.674	293.905	79.331	561.501	145.343	213.176	221.612
Apr-06	680.151	852.451	132.039	231.478	328.354	88.956	627.159	161.134	233.633	241.102
May-06	678.573	762.614	110.485	195.115	294.929	81.352	594.069	145.034	218.784	208.994
Jun-06	661.25	729.645	111.451	192.425	299.316	77.433	585.958	142.393	212.68	210.255
Jul-06	830.837	770.235	113.19	190.48	313.201	77.942	596.298	146.868	212.732	215.338
Aug-06	886.143	758.14	115.679	213.028	331.074	78.985	633.991	159.375	226.552	228.77
Sep-06	857.531	760.044	122.562	234.466	343.543	83.775	666.506	180.302	247.546	242.286
Oct-06	904.159	819.097	127.377	248.267	349.721	90.316	651.07	188.904	266.21	250.6
Nov-06	1057.84	846.039	133.93	284.209	373.922	103.964	655.382	204.214	266.112	271.946
Dec-06	1218.45	933.213	147.101	284.121	392.459	122.918	731.507	206.566	275.082	284.829
Jan-07	1182.43	995.172	145.285	273.111	390.251	123.101	705.832	201.118	289.137	280.143
Feb-07	1195.18	1128.17	149.951	272.741	385.22	136.185	675.613	189.109	292.726	280.388
Mar-07	1221.73	1346.415	145.587	257.496	385.827	143.243	729.736	197.42	304.258	274.513
Apr-07	1661.52	1494.034	155.931	279.731	391.795	168.687	788.215	213.778	340.832	288.02
May-07	1772.36	1529.374	170.274	313.37	411.99	201.037	753.213	226.403	374.682	311.562
Jun-07	1680.12	1647.039	196.103	324.964	437.008	211.718	750.432	223.136	387.38	336.381
Jul-07	1834.96	1821.513	214.353	362.468	453.843	247.47	862.164	249.49	398.736	362.423
Aug-07	1686.61	1649.772	198.348	342.86	415.462	225.648	806.308	234.418	352.41	336.148

DAFTAR RIWAYAT HIDUP

DATA PRIBADI

Nama : Ari Purwanti
Tempat Tanggal Lahir : Yogyakarta, 18 Desember 1977
Alamat : Jalan Bangun Nusa III No.18 Cengkareng
Jakarta Barat – 11730
No Telp : 021-5402773 / 081210481949 / 021-68728783
Email : r.purwanti@gmail.com

RIWAYAT PENDIDIKAN

1. SD Bunda Hati Kudus, 1984 - 1989
2. SMP Takaranita , 1989 - 1991
3. SMA Al-Azhar , 1991 - 1994
4. TRISAKTI , 1994 - 1997

PENGALAMAN KERJA

1. 1998 – 2000, Banking Officer, Citibank.N.a
2. 2000 – 2005, Samuel Aset Manajemen, Fund Admin Head
3. 2006 – 2008, Manulife Asset Manajemen, Assistant Fund Manager

DAFTAR PENELITIAN

1. Kebijakan Dividen Terhadap Harga Saham Pada PT Sofyan Hotel Tbk.
2. Analisis Determinasi Kinerja Reksadana Saham Sebagai Salah Satu Instrumen Investasi