



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**ANALISIS KINERJA REKSA DANA SAHAM  
BERDASARKAN MODEL JENSEN ALFA**

**SKRIPSI**

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana**

**APITRI YANSYAH TAYEIR  
1006810675**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM S1 EKSTENSI AKUNTANSI  
DEPOK  
JULI 2012**

## HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

Nama : APITRI YANSYAH TAYEIR

NPM : 1006810675

Tanda Tangan :



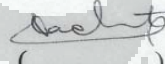
Tanggal : 15 JULI 2012


## HALAMAN PENGESAHAN

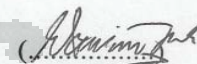
Skripsi ini diajukan oleh :  
Nama : Apitri Yansyah Tayeir  
NPM : 1006810675  
Program Studi : Ekstensi  
Judul Skripsi :  
- Indonesia : Analisis Kinerja Reksa Dana Saham Berdasarkan Model Jensen Alfa  
- Inggris : Performance Analysis of Equity Fund Based on Jensen's Alpha Model

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

### DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Rachman Untung Budiman, S.E.,AK.,MBA,CFA  (.....)

Penguji : Budi Frensidy, S.E.,M.Comm.,Akt  (.....)

Penguji : Eko Wisnu Warsitosunu, S.E.,M.M  (.....)

Ditetapkan di : Depok  
Tanggal : 15 Juli 2012

KPS Ekstensi Akuntansi

**SRI NURHAYATI, MM., S.A.S**  
NIP.: 196003171986022001

## KATA PENGANTAR

Assalamualaikum Warahmatullahi Wabarakaatuh

Alhamdulillah, puji dan syukur penulis panjatkan kehadiran Allah SWT, karena atas rahmat dan karunia-Nya penulis dapat menyelesaikan skripsi ini. Tak lupa shalawat serta salam selalu penulis haturkan kepada Nabi Muhammad SAW.

Penulis menyadari bahwa tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, skripsi ini tidak mungkin terselesaikan dengan baik. Untuk itu penulis ingin mengucapkan terima kasih dan penghormatan setulus-tulusnya kepada:

1. Keluarga besar penulis yang telah memberi dukungan kepada penulis baik secara moril maupun materil, terutama kepada Ayah, Ibu, Kakak Nan, dan Ngeh Minan.
2. Program S1 Ekstensi Akutansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, yang telah memberi kesempatan kepada penulis untuk menimba ilmu dan pengalaman selama masa perkuliahan.
3. Bapak Rachman Untung Budiman sebagai dosen pembimbing skripsi ini atas kesabarannya dalam membimbing dan mengarahkan penulis hingga terselesaikannya skripsi ini.
4. Para dosen beserta staf pengajar yang telah membimbing, mengajar serta mendidik penulis selama menuntut ilmu di Program S1 Ekstensi Akutansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
5. Cindut sayang, yang selalu mendukung selama penulisan skripsi ini baik dalam kondisi suka maupun duka.
6. Fitri, Sita, Anggi dan sahabat-sahabat penulis yang selalu menghibur dan memberikan masukan kepada penulis ketika penulis merasa frustrasi dalam mengerjakan skripsi ini
7. Semua pihak yang telah membantu selama proses pelaksanaan penelitian ini yang tidak mungkin disebutkan satu per satu.

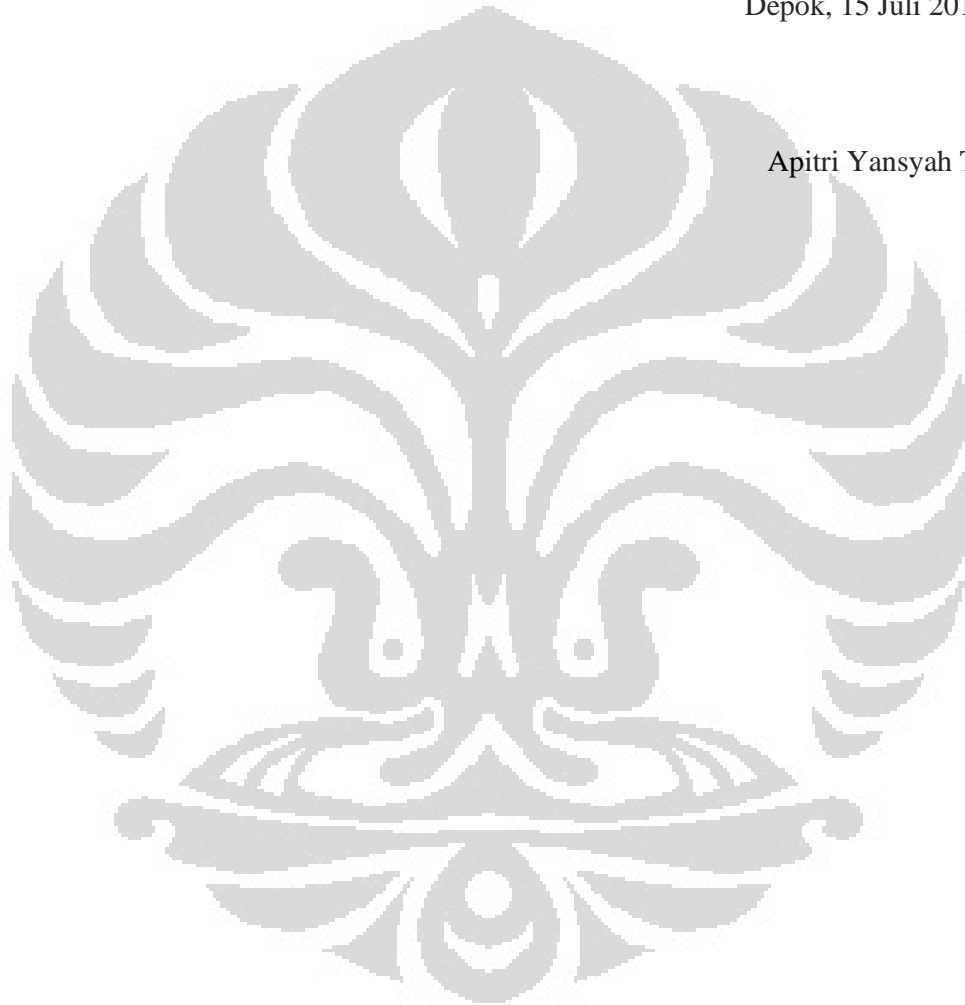
Penulis menyadari bahwa penelitian ini memiliki banyak kekurangan dan masih jauh dari kesempurnaan. Oleh karena itu penulis mengharapkan adanya

kritik serta saran agar penelitian ini dapat memberikan manfaat positif bagi para pembacanya.

Wassalamualaikum warahmatullahi wabarakaatuh

Depok, 15 Juli 2012

Apitri Yansyah T



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

---

---

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

Nama : Apitri Yansyah Tayeir  
NPM : 1006810675  
Program Studi : Ekstensi Akuntansi  
Departemen : Akuntansi  
Fakultas : Ekonomi  
Jenis karya : Skripsi

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

**Analisis Kinerja Reksa Dana Saham Berdasarkan Model Jensen Alfa**

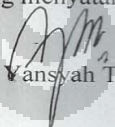
beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/format-kan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan mempublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta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

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Depok

Pada tanggal : 15 Juli 2012

Yang menyatakan

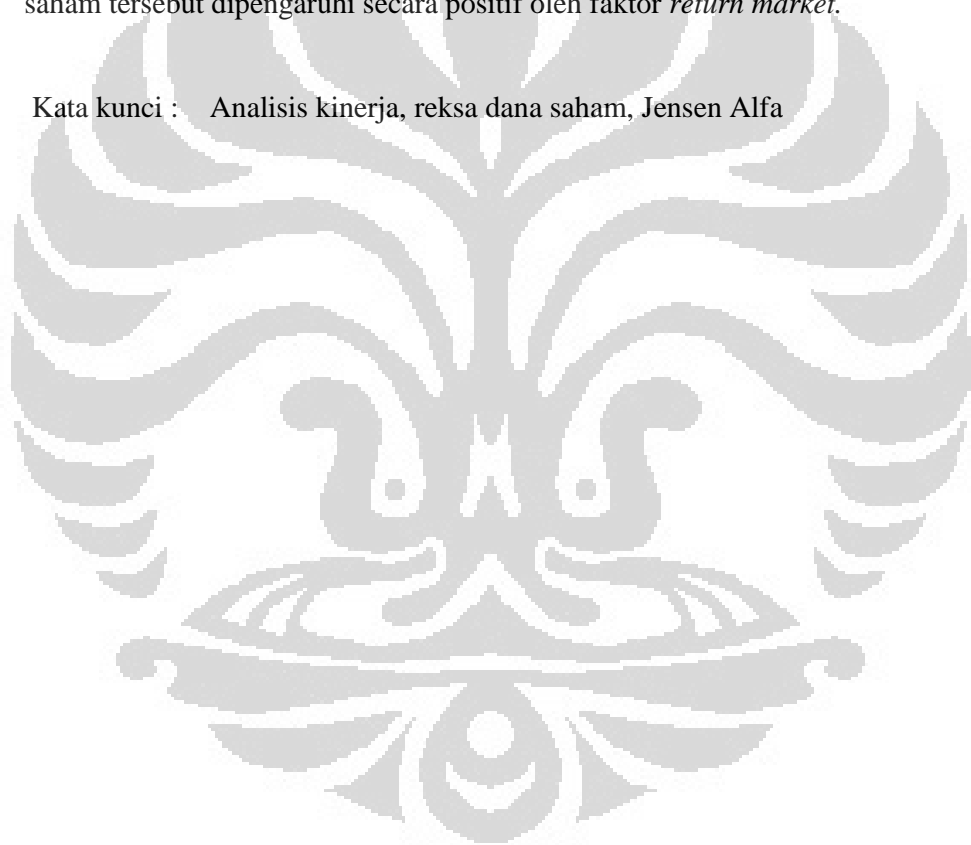
  
(Apitri Yansyah Tayeir)

## ABSTRAK

Nama : Apitri Yansyah Tayeir  
Program Studi : Ekstensi Akuntansi  
Judul : Analisis Kinerja Reksa Dana Saham Berdasarkan Model Jensen Alfa

Tujuan utama penelitian ini adalah untuk menganalisis kinerja reksa dana saham yang tidak mengungguli portofolio pasar sebagai *benchmark* (IHSG) di Indonesia. Sampel penelitian ini menggunakan 23 reksa dana saham di Indonesia periode Juli 2006-Juni 2011. Kinerja reksa dana saham diukur dengan menggunakan model Jensen Alfa. Hasil analisis menunjukkan bahwa 1 dari 23 reksa dana saham berkinerja *underperformance*. Kinerja reksa dana saham tersebut dipengaruhi secara positif oleh faktor *return market*.

Kata kunci : Analisis kinerja, reksa dana saham, Jensen Alfa

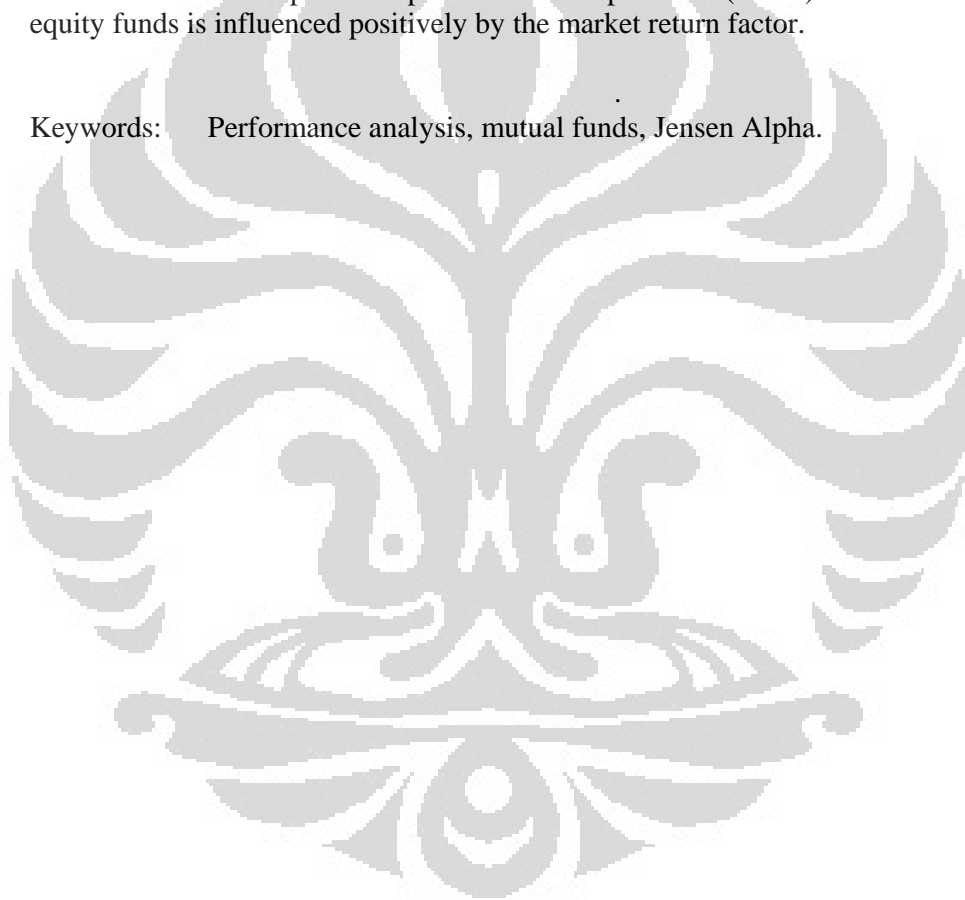


## ABSTRACT

Name : Apitri Yansyah Tayeir  
Program Study : Extension Accounting  
Title : Performance Analysis of Equity Fund Based on Jensen's Alfa Model

The main purpose of this study is to examine the underperformance of equity fund to market portfolio benchmark (IHSG) in Indonesia. The sample of the study using twenty three Indonesia's equity fund in July 2006-June 2011. The equity fund performance measure by Jensen's Alfa model. The analysis shows that 1 of the 23 sample underperformance to portfolio (IHSG). Performance of equity funds is influenced positively by the market return factor.

Keywords: Performance analysis, mutual funds, Jensen Alpha.





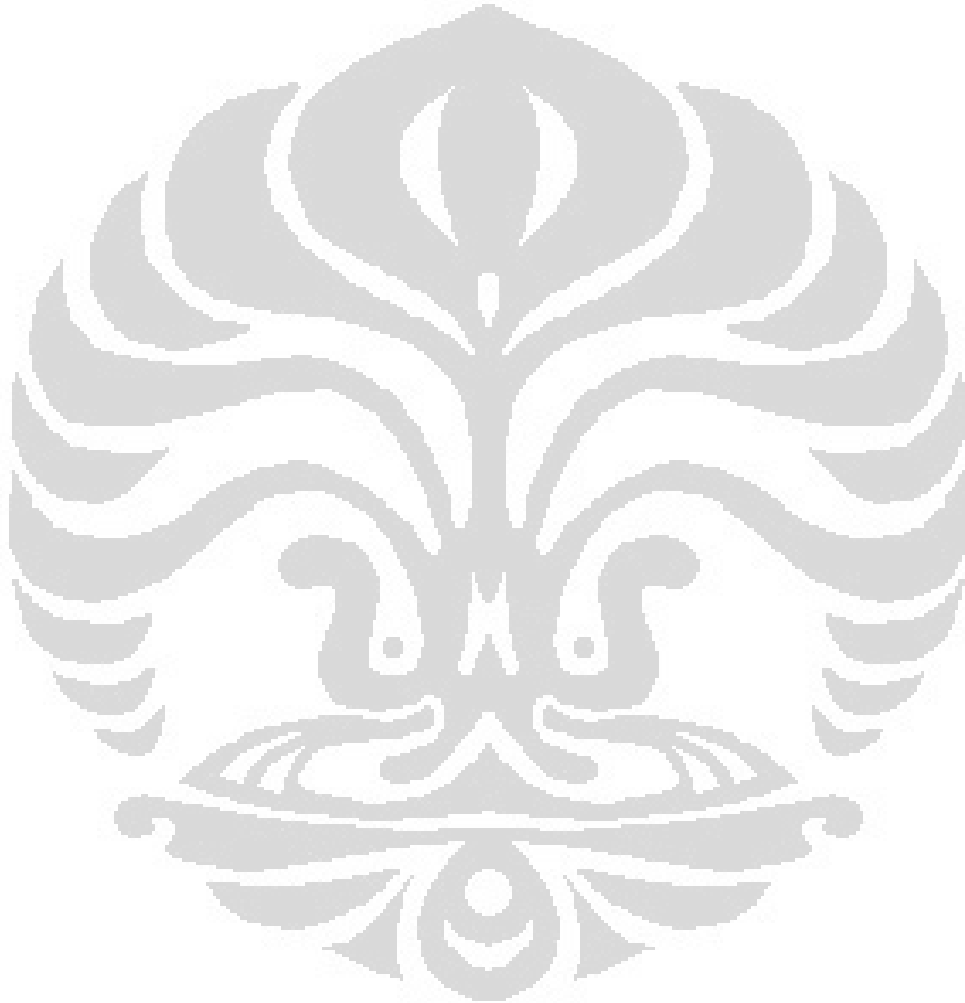
## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
LEMBAR PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR .....	iv
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI.....	vi
ABSTRAK.....	vii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR LAMPIRAN.....	xi
DAFTAR GAMBAR.....	xii
DAFTAR TABEL.....	xiii
<b>BAB 1 PENDAHULUAN .....</b>	<b>1</b>
1.1 Latar Belakang .....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	5
1.3 Tujuan Penelitian.....	6
1.4 Manfaat/Kontribusi Utama Dalam Penelitian .....	6
1.5 Sistematika Penulisan.....	6
<b>BAB 2 TINJAUAN LITERATUR.....</b>	<b>8</b>
2.1 Reksa Dana.....	8
2.2 Unit Penyertaan .....	12
2.3 Manfaat dan Risiko Reksa Dana.....	12
2.4 Hubungan Antara Risiko dan <i>Return</i> .....	15
2.5 Teori Pengukuran Kinerja Reksa Dana.....	16
2.6 Penelitian Sebelumnya.....	18
<b>BAB 3 DATA DAN METODOLOGI.....</b>	<b>19</b>
3.1 Ruang Lingkup Penelitian .....	20
3.2 Pengumpulan Data .....	20
3.2.1 Unit Analisis, Populasi dan Pengambilan Sampel .....	20

3.2.2 Metode Pengumpulan Data .....	21
3.3 Metode Analisis.....	22
3.3.1 Metode Pengukuran Kinerja Reksa Dana .....	22
3.4 Definisi Operasional.....	22
3.4.1 Variabel Dependen.....	22
3.4.2 Variabel Independen .....	23
3.4.2.1 Variabel <i>Excess Return Market</i> .....	23
3.5 Hipotesis Penelitian.....	23
3.6 Pelanggaran Asumsi Dasar Statistik .....	24
3.6.1 Uji Multikolinieritas .....	24
3.6.2 Uji Heterokedastisitas .....	25
3.6.3 Uji Autokorelasi .....	25
<b>BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN .....</b>	<b>27</b>
4.1 Analisis Deskriptif.....	27
4.1.1 Analisis Deskriptif per Reksa Dana Saham .....	27
4.1.2 Analisis Deskriptif per Variabel.....	29
4.2 Pengujian Asumsi Klasik .....	29
4.3 Hasil Pengujian Kinerja Reksa Dana .....	43
4.3.1 Hasil Kinerja Jensen Alfa.....	34
<b>BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN .....</b>	<b>38</b>
5.1 Kesimpulan.....	38
5.2 Keterbatasan Penelitian .....	38
5.3 Saran.....	38
<b>DAFTAR PUSTAKA.....</b>	<b>40</b>

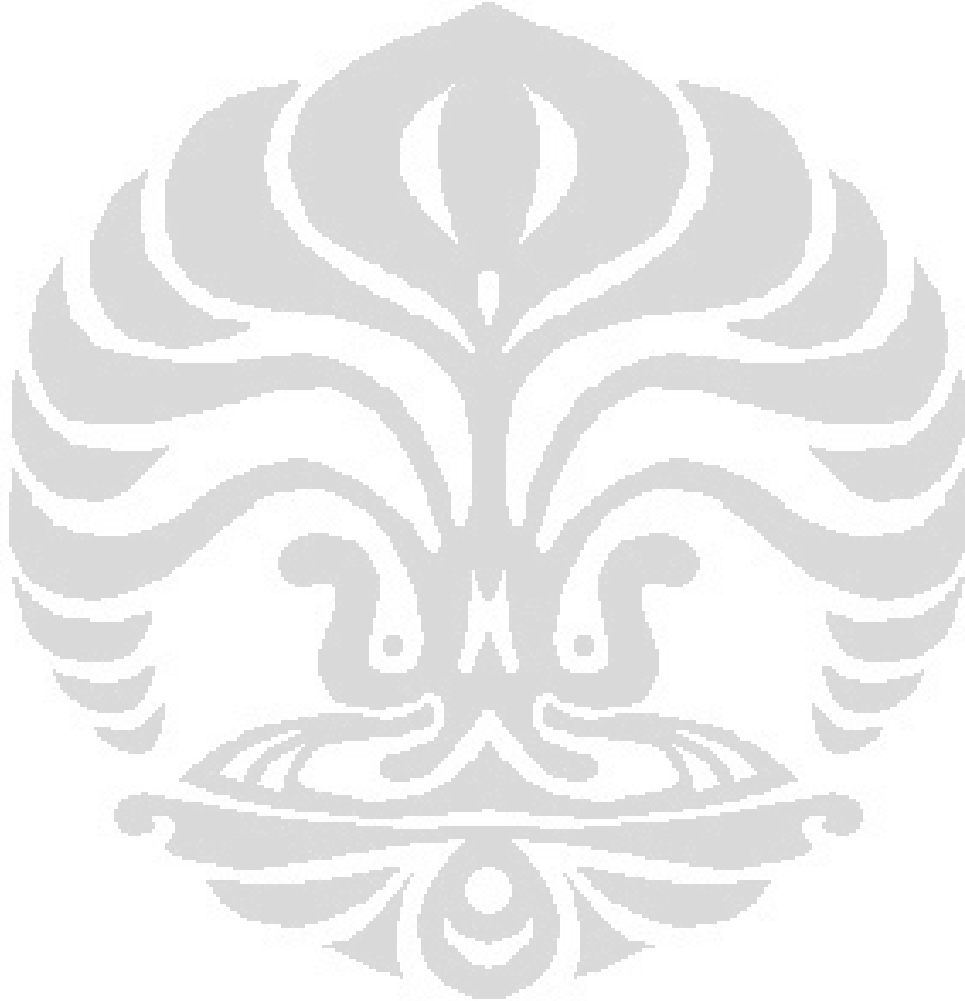
## DAFTAR LAMPIRAN

LAMPIRAN 1: Output Hasil Regresi Jensen Alfa Model.....	41
LAMPIRAN 2: Output Hasil Auto Regressive Jensen Alfa Model .....	52
LAMPIRAN 3: Output Hasil Uji White Heterokedastisitas .....	57
LAMPIRAN 4: Output Uji Heterokedasticity Consistent Coefficient Covariance ....	61



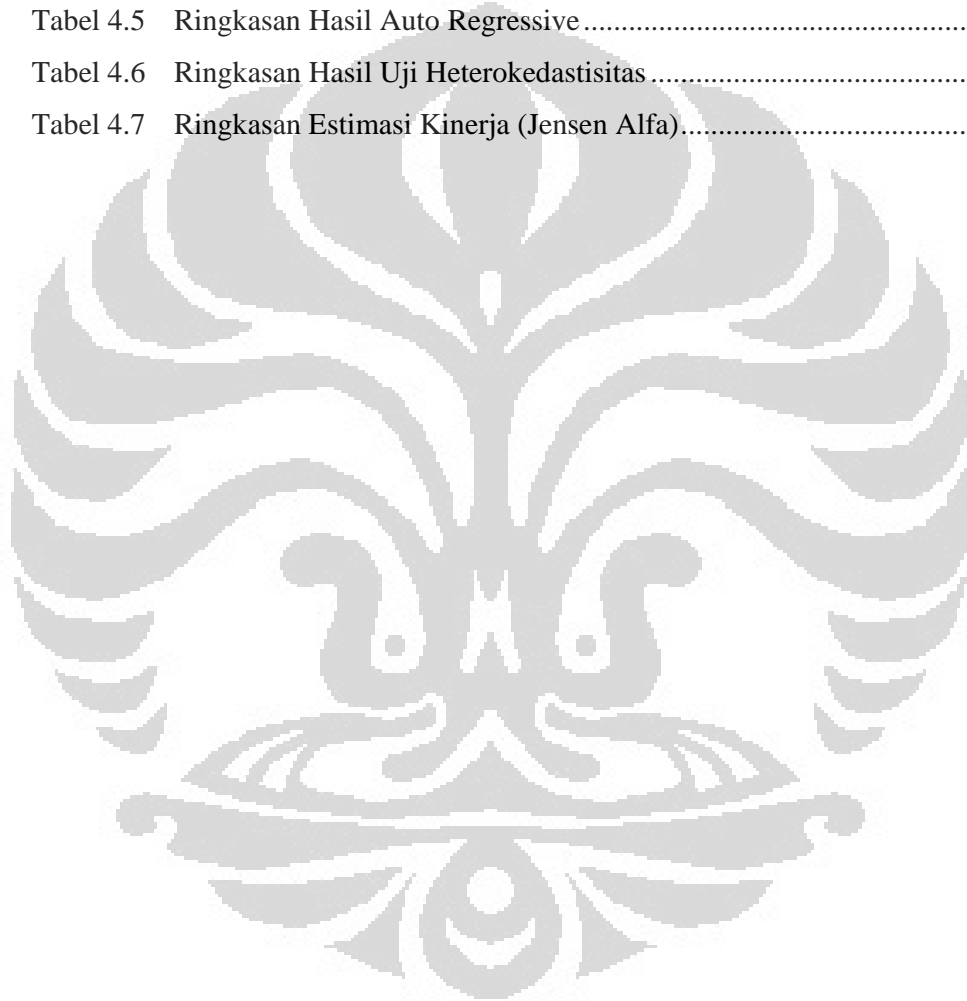
## DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1	Kinerja Historis IHSG.....	1
Gambar 2.1	Mekanisme Reksa Dana Perseroan .....	9
Gambar 2.2	Mekanisme Reksa Dana KKI.....	10
Gambar 2.3	Hubungan Risiko dan <i>Return</i> .....	15
Gambar 3.1	Flow Chart Penelitian.....	19



## DAFTAR TABEL

Tabel 3.1	Sampel Penelitian.....	21
Tabel 4.1	Analisis Deskriptif Per Reksa Dana (Jensen Alfa) .....	28
Tabel 4.2	Analisis Deskriptif Per Variabel (Jensen Alfa).....	29
Tabel 4.3	Durbin Watson .....	30
Tabel 4.4	Ringkasan Hasil Uji Autokorelasi.....	31
Tabel 4.5	Ringkasan Hasil Auto Regressive .....	32
Tabel 4.6	Ringkasan Hasil Uji Heterokedastisitas .....	33
Tabel 4.7	Ringkasan Estimasi Kinerja (Jensen Alfa).....	34



# BAB 1

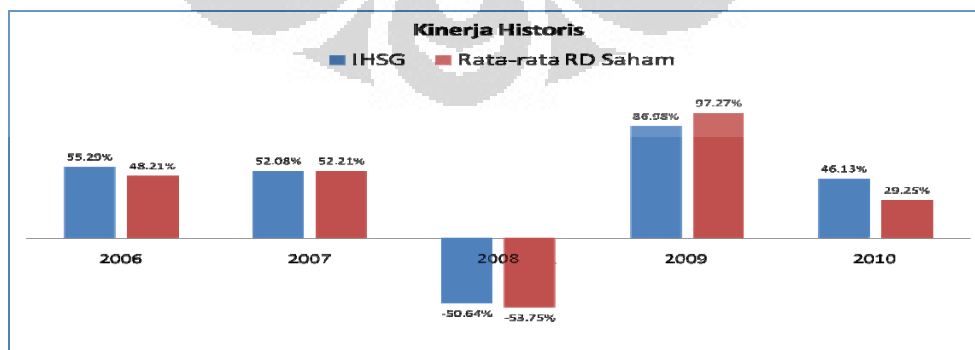
## PENDAHULUAN

### 1.1 latar Belakang

Terjadinya krisis moneter di Amerika Serikat (AS) pada tahun 2008 yang disebut *subprime* menyebabkan perekonomian AS dan dunia terpuruk. Dampak krisis tersebut secara global terlihat dari banyaknya investor dunia yang secara bersamaan menyelamatkan uang mereka dengan menjual saham sehingga bursa saham anjlok. Sejak awal 2008, bursa saham China anjlok 57%, India 52%, Indonesia 14% dan zona eropa 37%.

Dampak resesi ekonomi AS dan Eropa terhadap Indonesia tentunya negatif, tetapi karena net-ekspor hanya menggerakkan sekitar 8% dari produk domestik bruto (PDB) Indonesia, maka dampaknya relatif kecil dibandingkan dengan negara yang ketergantungan ekspornya ke AS besar, misalnya Hong-kong, Singapore dan Malaysia. Namun demikian, krisis finansial global dan lumpuhnya sistem perbankan global yang berlarut akan berdampak sangat negatif terhadap Indonesia, karena pembiayaan kegiatan investasi di Indonesia (baik oleh pengusaha dalam negeri maupun luar negeri) akan terus menciut, penyerapan tenaga kerja melambat, turunnya nilai rupiah, jatuhnya pasar saham dan turunnya daya beli masyarakat yang akhirnya menyebabkan kemampuan masyarakat untuk berinvestasi menjadi berkurang. Dampak resesi tersebut terhadap kinerja IHSG yang anjlok pada tahun 2008 dapat dilihat pada gambar 1.1 di bawah ini.

Gambar 1.1 Kinerja Historis IHSG



Sumber : Rudianto.blog.kontan.co.id

Namun pada akhir tahun 2009 berita baik datang dari kondisi pasar modal Indonesia. Catatan BEI sampai 11 Desember 2009 Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) telah bertengger di level 2.519,10 atau tumbuh 85,86 persen dibandingkan penutupan 2008 dititik 1.355,41. Pertumbuhan IHSG sebesar itu sekaligus menempatkan BEI diperingkat pertama sebagai bursa efek yang mencatat prestasi atau *return* tertinggi di dunia.

Optimistisnya PT Bursa Efek Indonesia (BEI) akan potensi pasar modal Indonesia pada tahun 2011 dan 2012 yang masih dapat tumbuh secara positif dipicu oleh mulai kondusifnya krisis hutang di Amerika Serikat (AS) dan Eropa saat ini. Optimistisnya BEI didukung dengan masih terus mengalirnya dana asing yang masuk ke Indonesia sejak dua tahun terakhir, tercatat pada tahun 2010 aliran dana asing tercatat surplus Rp. 21 triliun sementara sepanjang tahun 2011 nilai dana asing yang masuk sudah mendekati Rp.18 triliun.

Degan kondisi pasar modal yang terus tumbuh positif membuat keyakinan para investor untuk melakukan investasi pada berbagai instrumen pasar modal terus meningkat. Secara umum dalam melakukan investasi di pasar modal para investor memiliki dua cara berinvestasi yaitu *direct* dan *indirect investing*. *Direct investing* atau investasi langsung berarti investor menentukan dan mengelola sendiri produk yang menjadi sasaran investasinya, sedangkan *indirect investing* atau investasi tidak langsung berarti investor membeli saham melalui unit penyertaan pada perusahaan investasi. Dana unit penyertaan tersebut dikelola manajer investasi dalam portofolio perusahaan investasi. Salah satu contoh produk *indirect investing* adalah reksa dana.

Keberadaan reksa dana saat ini sudah tidak asing lagi, reksa dana sudah menjadi instrumen investasi bagi para investor di Indonesia. Di Indonesia sendiri, reksa dana pertama kali muncul saat pemerintah mendirikan PT. Danareksa pada tahun 1976. Pada saat itu PT. Danareksa menerbitkan reksa dana yang disebut dengan sertifikasi reksa dana. Pada tahun 1995, pemerintah mengeluarkan peraturan tentang pasar modal yang mencakup peraturan mengenai reksa dana melalui Undang-Undang No. 8 tahun 1995 mengenai pasar modal. Adanya UU tersebut menjadi momentum munculnya reksa dana di Indonesia yang diawali

dengan diterbitkannya reksa dana tertutup oleh PT. BDNI Reksa Dana yang mendapat pernyataan efektif dari BAPEPAM pada tanggal 7 September 1995.

Dalam Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 tentang pasar modal, reksa dana didefinisikan sebagai wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi, sedangkan Reilly dan Brown (2006) menjelaskan reksa dana adalah kumpulan sejumlah uang investor yang diinvestasikan dalam aset financial yang dikelola oleh manajer investasi ke dalam portofolio investasi, baik berupa saham, pasar uang ataupun sekuritas lainnya.

Dari kedua definisi diatas, terdapat tiga unsur penting dalam pengertian reksa dana yaitu:

1. Adanya kumpulan dana masyarakat, baik individu maupun institusi
2. Investasi bersama dalam bentuk suatu portofolio efek yang telah terdiversifikasi; dan
3. Manajer investasi dipercaya sebagai pengelola dana yang akan menginvestasikan dana yang berhasil dihimpun ke dalam portofolio efek, baik efek pasar modal maupun efek pasar uang, dimana komposisi portofolio efek antara keduanya disesuaikan dengan kebijakan investasi reksa dana sebagaimana peraturan yang berlaku.

Berdasarkan karakteristiknya reksa dana dapat digolongkan sebagai reksa dana tertutup dan terbuka. Reksa dana tertutup adalah reksa dana yang tidak dapat dijual kembali kepada perusahaan manajemen investasi yang menerbitkannya, sedangkan reksa dana terbuka adalah reksa dana yang dapat dijual kembali kepada perusahaan manajemen investasi yang menerbitkannya melalui mekanisme perdagangan di BEI. Harga jual biasanya sama dengan Nilai Aktiva Bersih (NAB). Dimana NAB merupakan salah satu tolak ukur dalam memantau hasil dari suatu reksa dana. NAB per saham/unit penyertaan adalah harga wajar dari portofolio suatu reksa dana setelah dikurangi biaya operasional kemudian dibagi jumlah saham/unit penyertaan yang telah beredar (dimiliki investor) pada saat tersebut.

Saat ini terdapat enam jenis reksa dana yang diperdagangkan di Indonesia yaitu reksa dana pasar uang, reksa dana pendapatan tetap, reksa dana saham, reksa



dana campuran, reksa dana terproteksi, dan *exchange trade fund* (ETF). Reksa dana saham yang portofolionya sebagian besar terdiri dari saham yang didiversifikasikan oleh manajer investasi merupakan reksa dana yang memiliki risiko paling tinggi namun juga menawarkan *return* yang paling tinggi diantara jenis reksa dana lainnya.

Tingkat *return* yang diharapkan oleh setiap investor tidak dapat dilepaskan dari potensi risiko yang harus dihadapi oleh para investor. Investasi dan risiko adalah dua hal yang tidak dapat dipisahkan, semakin tinggi potensi keuntungan yang dapat diraih semakin besar pula risiko hilangnya nilai investasi tersebut. Banyak investor yang menghindari risiko tapi banyak pula yang berani mengambil risiko. Sebetulnya ada banyak cara untuk mengoptimalkan keuntungan dan meminimalkan risiko, salah satunya adalah dengan mendiversifikasikan dana dan memperhatikan jangka waktu investasi atau horison investasi.

Ada beberapa risiko yang akan investor hadapi jika berinvestasi dalam reksa dana, berikut ini beberapa risiko tersebut:

1. Risiko Pasar, risiko menurunnya NAB (Nilai Aktiva Bersih) unit penyertaan

Walaupun produk reksa dana merupakan produk diversifikasi, tidak menutup kemungkinan bahwa nilai unit penyertaannya akan turun. Penurunan ini disebabkan oleh harga pasar dari instrumen investasi yang dimasukkan dalam portofolio reksadana tersebut mengalami penurunan dibandingkan dari harga pembelian awal. Risiko pasar yang terjadi secara tidak langsung akan mengakibatkan NAB (Nilai Aktiva Bersih) yang ada pada unit penyertaan reksa dana akan mengalami penurunan.

2. Risiko likuiditas reksa dana terbuka

Potensi risiko likuiditas ini bisa saja terjadi apabila pemegang unit penyertaan reksa dana pada salah satu manajer investasi tertentu ternyata melakukan penarikan dana dalam jumlah yang besar pada hari dan waktu yang sama.

### 3. Risiko wanprestasi

Risiko wanprestasi ini dapat terjadi ketika pihak-pihak terkait pasar modal seperti emiten, bank kustodian, broker gagal memenuhi kewajibannya.

### 4. Risiko yang berhubungan dengan peraturan

Reksa dana memiliki batasan-batasan yang dimaksudkan untuk melindungi investor namun batasan-batasan ini dapat menjadi batu sandungan bagi investor itu sendiri. Contoh batasan tersebut seperti: dengan tidak dibolehkannya membeli efek di luar negeri dan membeli efek yang diterbitkan oleh perusahaan melebihi 10% dari nilai aktiva reksa dana pada saat pembelian. Batasan-batasan ini sangat dirasakan ketika pasar modal Indonesia turun tajam, pengelola reksa dana tidak dapat memindahkan dananya ke pasar modal luar negeri yang lebih bergairah. Pengelola reksa dana pun tidak dapat membeli saham lebih dari 10% NABnya bagaimanapun potensialnya saham tersebut.

Keempat risiko diatas akan tetap ada dalam setiap portofolio reksa dana walaupun telah dilakukan diversifikasi. Maka, untuk memperoleh reksa dana yang sesuai dengan *return* yang diharapkan, investor harus memahami cara mengukur kinerja reksa dana serta agar keempat risiko yang tidak terdiversifikasi diatas bisa direduksi dalam portofolio rekasa dana.

## 1.2 Perumusan Masalah

Reksa dana sebagai salah satu alat investasi tentu memiliki tingkat imbas hasil (*return*) dan tingkat risiko (*risk*). Untuk itu investor harus mengetahui faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi kinerja reksa dana. Melihat permasalahan diatas, maka penulis melakukan studi empiris terhadap reksa dana saham. Adapun yang menjadi perumusannya adalah:

1. Apakah kinerja reksa dana saham *outperformed* atau *underperformed*?
2. Dengan perhitungan kinerja menggunakan model Jensen alfa dengan variabel *return market* sebagai variabel independen. Apakah variabel *return market* mampu mendeterminasi *return* setiap reksa dana?

### **1.3 Tujuan Penelitian**

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui *outperformed* dan *underperformed* dari kinerja reksa dana saham yang diobservasi serta melihat konsistensi pengukuran kinerja.
2. Untuk mengetahui apakah variabel *return market* mampu mendeterminasi *return* setiap reksa dana yang menjadi sampel.

### **1.4. Manfaat/Kontribusi utama dalam penelitian**

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat dan kontribusi untuk:

1. Bagi investor  
Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan bagi investor dan calon investor dalam melakukan investasi pada instrumen reksa dana serta memberikan pemahaman mengenai seluk-beluk berinvestasi dalam reksa dana baik dari segi manfaat hingga risiko yang mungkin timbul
2. Bagi manajer investasi  
Hasil penelitian ini akan memberikan informasi mengenai kinerja yang telah mereka lakukan dalam mengelola reksa dana saham.
3. Bagi Akademisi  
Dapat menjadi acuan bagi para akademisi yang berminat dalam memantau serta mengulas kinerja reksa dana melalui penjelasan mengenai metode pengukuran kinerja.

### **1.5 Sistematika Penulisan**

Sistematika penulisan pada karya akhir ini adalah sebagai berikut:

#### **BAB 1 PENDAHULUAN**

Bab ini berisi uraian mengenai latar belakang penelitian, rumusan masalah, ruang lingkup penelitian, tujuan dan manfaat penelitian serta sistematika penelitian.

**BAB II LANDASAN TEORI**

Bab ini berisi uraian mengenai landasan teori yang digunakan dalam penelitian ini yaitu, penelitian-penelitian sebelumnya mengenai analisis kinerja reksa dana serta kerangka konseptual yang berisi kesimpulan dari telaah literatur yang dipergunakan untuk menyusun asumsi atau hipotesis.

**BAB III METODOLOGI PENELITIAN**

Bab ini berisi uraian mengenai pengembangan hipotesis, model penelitian, operasionalisasi variabel, prosedur pengumpulan data, populasi dan sampel serta teknik dalam menganalisis data.

**BAB IV ANALISIS DAN HASIL PENELITIAN**

Bab ini merupakan uraian temuan penelitian yang terdiri dari statistik deskriptif serta pengujian hipotesis yang berisi proses dan hasil data pengujian hipotesis.

**BAB V KESIMPULAN DAN SARAN**

Bab ini terdiri dari kesimpulan hasil pengujian hipotesis, implikasi dari hasil penelitian, keterbatasan dalam penelitian serta rekomendasi atau saran yang diberikan oleh penulis, baik bagi perusahaan, investor maupun masyarakat.

## BAB 2

### TINJAUAN LITERATUR

Bab ini membahas landasan teori mengenai reksa dana mulai dari pengertian dasar, komponen-komponen yang terkandung didalamnya, dan teori-teori terkait pengukuran kinerja reksa dana yang digunakan dalam penelitian ini.

#### 2.1 Reksa Dana

Menurut Undang-Undang Pasar Modal No.8 Tahun 1995 pasal 1 ayat (27) reksa dana (disebut juga *investment funds* atau *mutual funds*) didefinisikan sebagai wadah yang digunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi. Yang dimaksud dengan portofolio efek adalah kumpulan (kombinasi) surat berharga yang dikelola. Sedangkan manajer investasi adalah pihak yang bertindak mewakili kepentingan perusahaan efek untuk kegiatan yang bersangkutan dengan pengelolaan portofolio efek untuk para nasabah atau mengelola portofolio investasi kolektif untuk sekelompok nasabah.

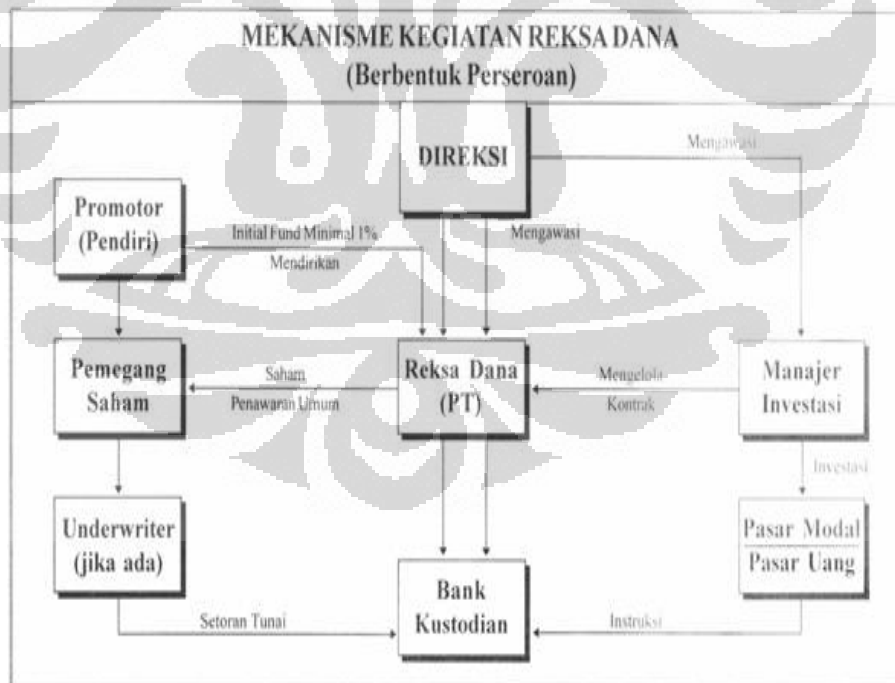
Harga per unit reksa dana dinyatakan dalam Nilai Aktiva Bersih (NAB) per unit, dimana NAB per unit adalah total seluruh dana kelolaan nasabah yang telah dikurangi kewajiban-kewajiban tidak langsung seperti biaya pengelolaan investasi, biaya bank kustodian, biaya akuntan publik, biaya transaksi dan broker, biaya pajak dan biaya-biaya yang berkaitan dengan pengelolaan investasi. Pembebanan ini selalu dikurangkan dari reksa dana setiap hari sehingga NAB per unit berubah-ubah setiap hari. Sementara itu bagi investor juga dikenakan biaya langsung seperti biaya pembelian atau berlangganan (*selling fee/subscription cost*) yang dikenakan saat pertama kali investor membeli unit penyertaan reksa dana dan biaya penjualan kembali (*redemption fee*) yang dibebankan saat investor hendak menjual kembali unit penyertaan pada manajer investasi.

Menurut Siamat (2001) dalam Doede (2006) reksa dana dapat dibedakan ke dalam berbagai jenis, misalnya berdasarkan bentuk hukumnya reksa dana dapat digolongkan sebagai :

### 1. Reksa dana berbentuk perseroan (*Corporate Type*)

Pendirian reksa dana perseroan dilakukan dengan terlebih dahulu pendiri reksa dana mendirikan badan hukum perseroan (PT). Reksa dana perseroan tersebut selanjutnya dapat menghimpun dana dari masyarakat dengan cara menjual sahamnya sendiri di bursa efek, selanjutnya dana tersebut diinvestasikan pada berbagai efek yang diperdagangkan di pasar modal maupun di pasar uang. Reksa dana perseroan dapat dibagi menjadi reksa dana perseroan tertutup dan reksa dana perseroan terbuka. Ciri-ciri reksa dana perseroan adalah bentuk hukumnya adalah perseroan terbatas; pengelolaan kekayaan reksa dana didasarkan pada kontrak antara direksi perusahaan dengan manajer investasi yang ditunjuk dan penyimpanan kekayaan reksa dana didasarkan atas kontrak manajer investasi dengan bank kustodian. Adapun mekanisme kerja reksa dana perseroan dapat dilihat pada gambar 2.1.

**Gambar 2.1: Mekanisme Reksa Dana Perseroan**

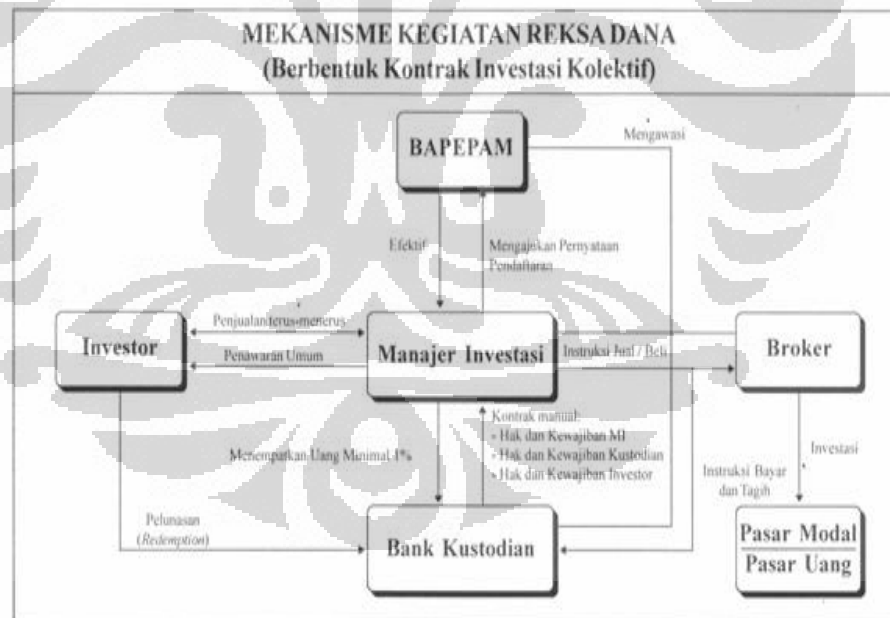


Sumber: Bapepam

## 2. Reksa Dana berbentuk Kontrak Investasi Kolektif (*Contractual Type*)

Reksa dana berbentuk Kontrak Investasi Kolektif (KIK) ini pada prinsipnya bukanlah badan hukum sendiri. Reksa dana KIK merupakan kontrak antara manajer investasi dengan bank kustodian yang mengikat pemegang unit penyertaan, dimana manajer investasi diberi kewenangan untuk mengelola portofolio investasi kolektif dan bank kustodian diberi kewenangan untuk melakukan penitipan kolektif. Bentuk reksa dana ini adalah bentuk yang paling populer dan lebih banyak di Indonesia. Ciri-ciri reksa dana berbentuk KIK adalah bentuk hukumnya kontrak investasi kolektif; pengelolaan reksa dana dilakukan oleh manajer investasi berdasarkan kontrak dan penyimpanan kekayaan investasi kolektif dilaksanakan oleh bank kustodian berdasarkan kontrak. Adapun mekanisme kerja reksa dana KIK dapat dilihat pada gambar 2.2.

**Gambar 2.2 : Mekanisme Reksa Dana Kontrak Investasi Kolektif**



Sumber : Bapepam

Berdasarkan sifat operasionalnya, reksa dana dapat dibedakan dalam dua jenis yaitu Siamat (2001) dalam Doede (2006):

1. Reksa dana tertutup (*closed-end investment funds*)

Reksa dana bersifat tertutup adalah reksa dana yang tidak dapat membeli kembali saham-saham yang telah dijual kepada pemodal. Artinya pemegang saham tidak dapat menjual kembali sahamnya kepada manajer investasi. Jika pemilik saham hendak menjual sahamnya, hal ini harus dilakukan melalui bursa efek tempat saham reksa dana tersebut di catatkan. Reksa dana bersifat tertutup mengeluarkan saham kepada pemodal dengan cara penawaran umum saham perdana dan dana yang didapat dari proses penawaran umum saham perdana tersebut digunakan untuk membentuk portofolio efek. Harga saham reksa dana tertutup berubah-ubah dipengaruhi oleh kekuatan permintaan dan penawaran, seperti halnya fluktuasi harga saham perusahaan publik lainnya. Harga pasar ini tidak selalu sama dengan NAB persahamnya. Ada kalanya lebih besar dari NAB persaham atau *at premium*, atau lebih kecil dari NAB persaham atau *at discount*.

2. Reksa dana terbuka (*open-end investment funds*)

Reksa dana terbuka adalah reksa dana yang menawarkan dan membeli kembali saham-sahamnya dari investor sejumlah modal yang sudah dikeluarkan. Pemegang saham jenis ini dapat menjual kembali saham/unit penyertaan setiap saat apabila diinginkan. Manajer investasi reksa dana, melalui bank kustodian, wajib membeli sesuai dengan NAB per saham/unit pada saat tersebut.

Berdasarkan peraturan BAPEPAM No.IV.C.3, reksa dana dapat dibedakan menjadi 4, yaitu reksa dana pasar uang, reksa dana pendapatan tetap, reksa dana saham dan reksa dana campuran.

1. Reksa Dana Pasar Uang (*Money Market Funds*)

Reksa dana pasar uang adalah reksa dana yang hanya melakukan investasi pada efek bersifat utang dengan jatuh tempo kurang dari 1 (satu) tahun. Tujuannya adalah untuk menjaga likuiditas dan pemeliharaan modal.



## 2. Reksa Dana Pendapatan Tetap (*Fixed Income Funds*)

Reksa dana pendapatan tetap adalah reksa dana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% (delapan puluh perseratus) dari aktivitya dalam bentuk efek bersifat utang. Reksa dana ini memiliki tingkat risiko relatif lebih tinggi dibandingkan reksa dana pasar uang. Tujuan adalah untuk menghasilkan tingkat pengembalian yang stabil.

## 3. Reksa Dana Saham (*Equity Funds*)

Reksa dana saham adalah reksa dana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% (delapan puluh perseratus) dari aktivitya dalam efek bersifat ekuitas. Reksa dana ini memiliki risiko yang relatif lebih besar dari dua reksa dana sebelumnya namun menghasilkan tingkat pengembalian yang tinggi.

## 4. Reksa Dana Campuran (*Discretionary Funds*)

Reksa dana campuran adalah reksa dana yang melakukan investasi dalam efek bersifat ekuitas dan efek bersifat utang yang perbandingannya tidak termaksud dalam kategori reksa dana pendapatan tetap dan reksa dana saham.

## 2.2 Unit Penyertaan

Unit penyertaan adalah bukti yang dimiliki seseorang investor ketika membeli suatu produk reksa dana, dengan adanya bukti unit penyertaan investor dapat dengan mudah menjual kembali reksa dananya dan dapat meminta laporan pertumbuhan hasil pendapatan atas investasi potofolio reksa dana yang dilakukan oleh manajer investasi.

## 2.3 Manfaat dan Risiko Reksa Dana

Sebagai salah satu instrumen investasi, reksa dana memiliki beberapa manfaat dan keunggulan dibandingkan instrumen investasi lainnya. Manfaat tersebut diantaranya adalah (Bodie & Kane, 2006):

### 1. Pencatatan dan administrasi

*Investment Companies* memberikan laporan periodik kepada pemegang saham/unit penyertaan yang memuat status, distribusi *capital*

*gain*, dividen, investasi dan *redemption*, administrasi reinvestasi dividen dan pendapatan bunga bagi pemegang saham/unit penyertaan.

2. Dikelola oleh manajemen profesional

Pengelolaan portofolio suatu reksa dana dilakukan oleh manajer investasi yang memang mengkhususkan keahliannya dalam hal pengelolaan dana, dimana manajer investasi akan berusaha mendapatkan hasil terbaik dari investasinya. Peran manajer investasi sangat penting mengingat pemodal individu pada umumnya mempunyai keterbatasan waktu, sehingga tidak dapat melakukan riset secara langsung dalam menganalisis harga efek serta mengakses informasi ke pasar modal.

3. Diversifikasi investasi

Diversifikasi atau penyebaran investasi yang terwujud dalam portofolio akan mengurangi risiko (tetapi tidak dapat menghilangkan), karena dana atau kekayaan reksa dana diinvestasikan pada berbagai jenis efek sehingga risikonya pun juga tersebar. Dengan kata lain, risikonya tidak sebesar risiko bila seseorang membeli satu atau dua jenis saham atau efek secara individu.

4. Transparansi informasi

Reksa dana wajib memberikan informasi atas perkembangan portofolionya dan biayanya secara berkelanjutan sehingga pemegang unit penyertaan dapat memantau keuntungan, biaya, dan risiko setiap saat. Pengelola reksa dana wajib mengumumkan NAB setiap hari di surat kabar serta menerbitkan laporan keuangan tengah tahunan dan tahunan serta prospektus secara teratur sehingga investor dapat memonitor perkembangan investasinya secara rutin.

5. Likuiditas yang tinggi

Agar investasi yang dilakukan berhasil, setiap instrumen investasi harus mempunyai tingkat likuiditas yang cukup tinggi. Dengan demikian, pemodal dapat mencairkan kembali unit penyertaannya setiap saat sesuai ketepatan yang dibuat masing-masing reksa dana sehingga memudahkan investor mengelola kasnya. Reksa dana terbuka wajib membeli kembali unit penyertaannya sehingga sifatnya sangat *liquid*.

## 6. Biaya rendah

Karena reksa dana merupakan kumpulan dana dari banyak pemodal dan kemudian dikelola secara profesional, maka sejalan dengan besarnya kemampuan untuk melakukan investasi tersebut akan menghasilkan pula efisiensi biaya transaksi.

Selain memberikan manfaat dan keuntungan yang besar, reksa dana juga mengandung risiko yang harus dipertimbangkan oleh investor. Semakin tinggi hasil pengembalian yang diharapkan, semakin tinggi pula risikonya. Risiko reksa dana diantaranya:

### 1. Risiko menurunnya unit penyertaan/NAB

Berkurangnya jumlah unit penyertaan sebuah reksa dana terjadi karena harga pasar dari instrumen investasi yang dimaksudkan dalam portofolio reksa dana tersebut mengalami penurunan dibandingkan dari harga pembelian awal. Penurunan harga tersebut disebabkan salah satunya karena kinerja bursa saham yang memburuk, kinerja emiten yang memburuk, serta situasi politik dan ekonomi yang tidak menentu.

### 2. Risiko *Default*

Risiko *default* ialah risiko yang timbul pada efek utang dan instrumen pasar uang karena penerbit utang-utang tersebut tidak mampu untuk memenuhi kewajiban dalam membayar utang, atau yang disebut dengan wanprestasi. Risiko ini hendaknya dihindari dengan cara memilih manajer investasi yang menerapkan strategi pembelian portofolio investasi secara ketat.

### 3. Risiko likuiditas

Risiko likuiditas adalah risiko dimana manajer investasi tidak dapat dengan segera melunasi transaksi penjualan kembali unit penyertaan reksa dana investor. Untuk mengurangi risiko ini Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) telah mengatur bahwa manajer investasi harus melunasi transaksi penjualan kembali paling lambat 7 hari bursa dari transaksi investor.

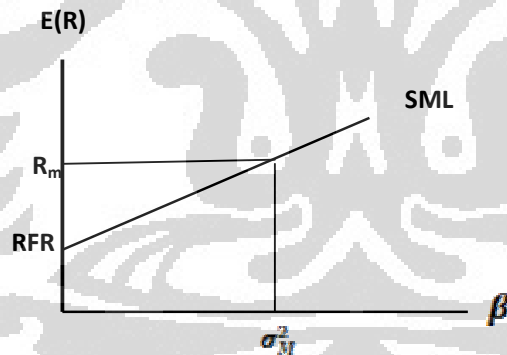
#### 4. Risiko Pasar

Risiko ini terjadi ketika harga instrumen investasi mengalami penurunan yang disebabkan oleh menurunnya kinerja pasar. Maksudnya adalah pasar sedang dalam keadaan *bearish*, yaitu harga-harga saham atau instrumen investasi lainnya mengalami penurunan harga yang sangat drastis. Oleh karena itu, apabila ingin membeli jenis reksa dana tertentu, investor harus bisa memperhatikan tren pasar dari instrumen portofolio reksa dana itu sendiri.

#### 2.4 Hubungan Antara Risiko dan Return

Investor akan menaikkan tingkat pengembalian yang diinginkan (*expected return*) seiring dengan naiknya persepsi atas ketidakpastian/risiko. Garis yang menggambarkan hubungan antara risiko dan tingkat pengembalian atas suatu investasi disebut dengan *Security Market Line* (SML) (Reilly dan Brown, 2006)

Gambar 2.3 Hubungan Risiko dan Return



Sumber :Reilly and Brown, 2006

Hubungan antara risiko dan tingkat pengembalian dapat dilihat melalui tiga cara, yaitu :

1. Pergerakan sepanjang *Security Market Line* (SML)

Menunjukkan perubahan pada karakteristik risiko suatu instrumen investasi yang spesifik, contohnya adalah perubahan risiko usaha, *financial* atau risiko sistematis (Beta)

## 2. Perubahan Kemiringan (*Slope*) *Security Market Line*

Perubahan ini terjadi karena adanya perubahan sikap investor pada suatu risiko, perubahan ini menjelaskan bahwa investor bersedia menerima tingkat pengembalian yang lebih tinggi atau rendah atas risiko yang sama.

## 3. Perpindahan pada *Security Market Line*

Merefleksikan adanya perubahan pada tingkat pertumbuhan yang diperkirakan dan perubahan pada kondisi *market* atau inflasi.

### 2.5 Teori Pengukuran Kinerja Reksa Dana

Pengukuran kinerja reksa dana tercermin dari perubahan nilai aset bersih atau NAB (*Net Asset Value*; NAV) yang dapat dirumuskan sebagai berikut (Husnan, 2001) :

$$NAV_t = \frac{MVA_t - LIAB_t}{NSO_t} \quad (2.1)$$

Dimana :

$NAV_t$  : Nilai aktiva bersih pada waktu t

$MVA_t$  : Nilai pasar dari aset pada waktu t

$LIAB_t$  : Kewajiban reksa dana pada waktu t

$NSO_t$  : Jumlah  $\frac{\text{saham}}{\text{unit}}$  penyertaan yang beredar pada waktu t

Sedangkan tingkat pengembalian dari investasi di reksa dana dihitung dari proporsi peningkatan atau penurunan nilai aktiva bersih tersebut ditambah distribusi pendapatan yang diterima oleh reksa dana yang berasal dari dividen dan keuntungan modal (*capital gain*) terhadap nilai aktiva bersih pada saat awal periode investasi. Tingkat pengembalian dari reksa dana dapat dirumuskan sebagai berikut (Ming & Siok, 2010):

$$R_t = \frac{NAV_1 - NAV_0 + D_t}{NAV_0}$$

(2.2)

Dimana:

$NAV_i$  : Nilai aktiva bersih pada waktu 1

$NAV_0$  : Nilai aktiva bersih pada waktu 0 (pada saat awal periode investasi)

$D_t$  : Distribusi pendapatan dan keuntungan modal (*Capital Gain*)

Pengukuran kinerja reksa dana banyak menggunakan pendekatan faktor atau ukuran tertentu yang telah disesuaikan dengan risiko. Beberapa metode pengukuran kinerja tersebut adalah:

### 1. Single Factor Model (CAPM)

Model ini hanya menggunakan satu aset pasif yakni kelebihan tingkat pengembalian dari portofolio pasar. *Single factor* CAPM ini dirumuskan sebagai berikut (Sharpe, 1964) dalam (Reilly & Brown, 2006):

$$R_i = \alpha_i + \beta_i RMT_t + \epsilon_i \quad (2.3)$$

Dimana :

$R_i$  = *Require rate of return* sekuritas atau portofolio i dalam periode t

$RMT_t$  = *Realize return* pasar dalam periode t

$\alpha_i$  = *alpha, (the performance measure)*

$\epsilon_i$  = *Error term*

### 2. Model Alfa Jensen (Jensen's alpha Measure)

Jensen memperkenalkan pengukuran untuk mengevaluasi kinerja reksa dana menggunakan pendekatan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang dikembangkan oleh Sharpe-Linther 1964. Dalam model ini apabila nilai dari alfa Jensen positif berarti reksa dana tersebut memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan kinerja pasar. Sedangkan apabila nilai alfa Jensen negatif berarti reksa dana tersebut memiliki kinerja yang lebih buruk dari kinerja pasar. Dengan persamaan sebagai berikut (Jensen, 1968) :

$$R_i - RFR_t = \alpha_i + \beta_i (RMT_t - RFR_t) + \epsilon_i \quad (2.4)$$

dimana :

$RFR_t$  = Risk free rate atau return dari risk free asset dalam periode t

$R_t - RFR_t$  = Excess return of the portfolio

$RMT_t - RFR_t$  = Excess return of the market portfolio

## 2.6 Penelitian Sebelumnya

Penelitian yang telah dilakukan dan dipublikasikan sebelumnya meliputi penelitian tentang pengukuran kinerja reksa dana.

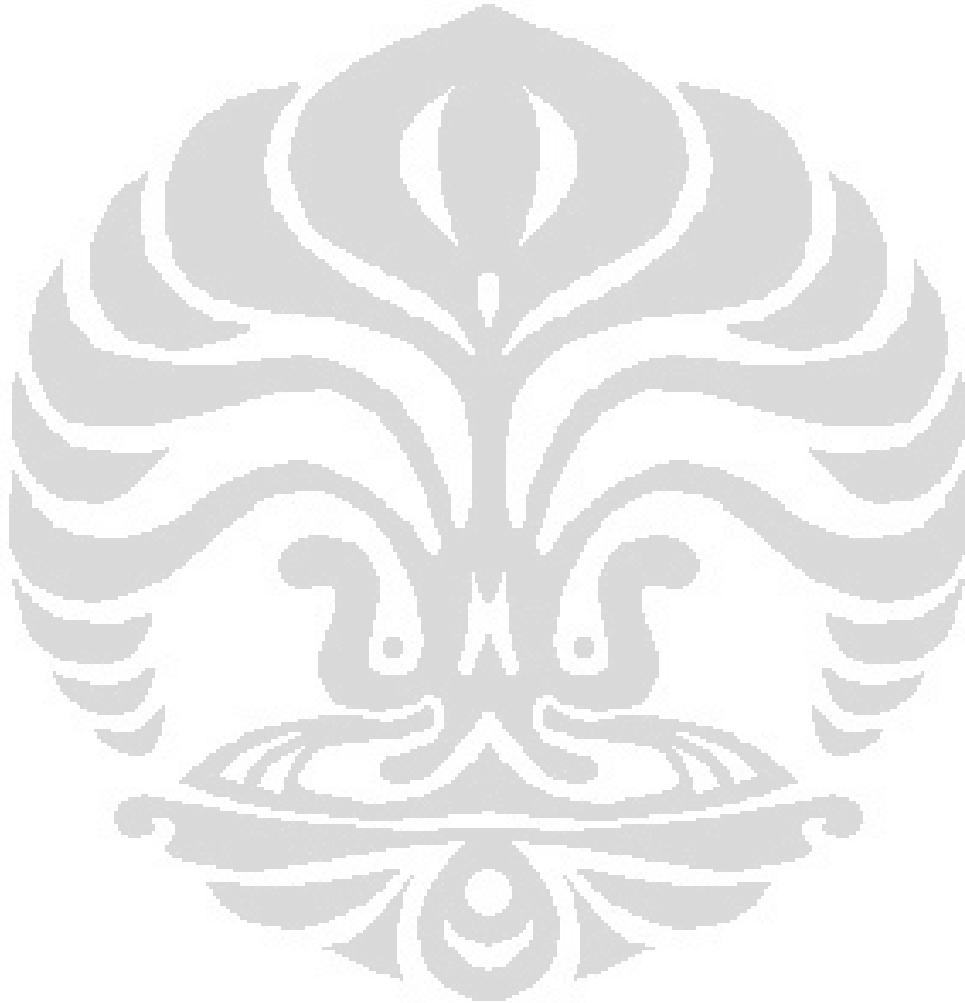
(Wardani, 2002) menemukan bahwa masih banyak kinerja reksa dana yang lebih buruk dari pada indeks pasar (*underperform*) meskipun telah menggunakan strategi pasif sebagai akibat dari besarnya biaya transaksi yang harus dikeluarkan reksa dana tersebut. Dalam penelitiannya pengukuran kinerja menggunakan model Alfa Jensen dan model empat faktor model.

(Jensen, 1968) dalam Doede (2006) menemukan bahwa kinerja 115 reksa dana saham yang dipilih secara acak setelah memperhitungkan faktor biaya dan risiko yang sama selama periode 1945-1964 ternyata lebih buruk (*inferior*) ketimbang kinerja portofolio tertentu atau hanya 33.9% reksa dana yang mampu menghasilkan tingkat pengembalian yang positif relatif terhadap pasar. Apabila perhitungan tidak melibatkan faktor biaya, Jensen menemukan bahwa tingkat pengembalian (*return*) reksa dana terbesar secara acak berada pada *market line* CAPM dan manajer investasi ternyata tidak menguasai informasi publik yang relevan.

Adityawarman (2002) meneliti 21 buah reksa dana saham dan 38 buah reksa dana pendapatan tetap dengan menggunakan metode pengukuran *risk adjusted return* yaitu Jensen, Treynor, Sharpe dan *Appraisal ratio* selama periode Januari 1997-Maret 2001 berdasarkan data harian. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kinerja portofolio reksa dana saham secara langsung dipengaruhi oleh faktor pergerakan IHSG, risiko sistematis atau volatilitas reksa dana saham terhadap pasar, tingkat bunga bebas risiko dan secara langsung juga dipengaruhi oleh ukuran diversifikasi portofolio dan *return* setiap reksa dana saham. Sementara itu kinerja reksa dana pendapatan tetap sangat dipengaruhi oleh perubahan tingkat bunga deposito berjangka pada bank.

Assan (2010), melakukan penelitian atas 10 reksa dana saham di Indonesia dengan menggunakan model *risk-adjusted measure* yaitu *Treynor*, *Sharpe Ratio*,

*Jensen Alfa* dan *Information ratio*. Hasil penelitiannya menggunakan model Jensen ialah tidak terdapat satupun dari sepuluh reksa dana melebihi kinerja pasar dengan 3 reksa dana memiliki koefisien alfa negatif.

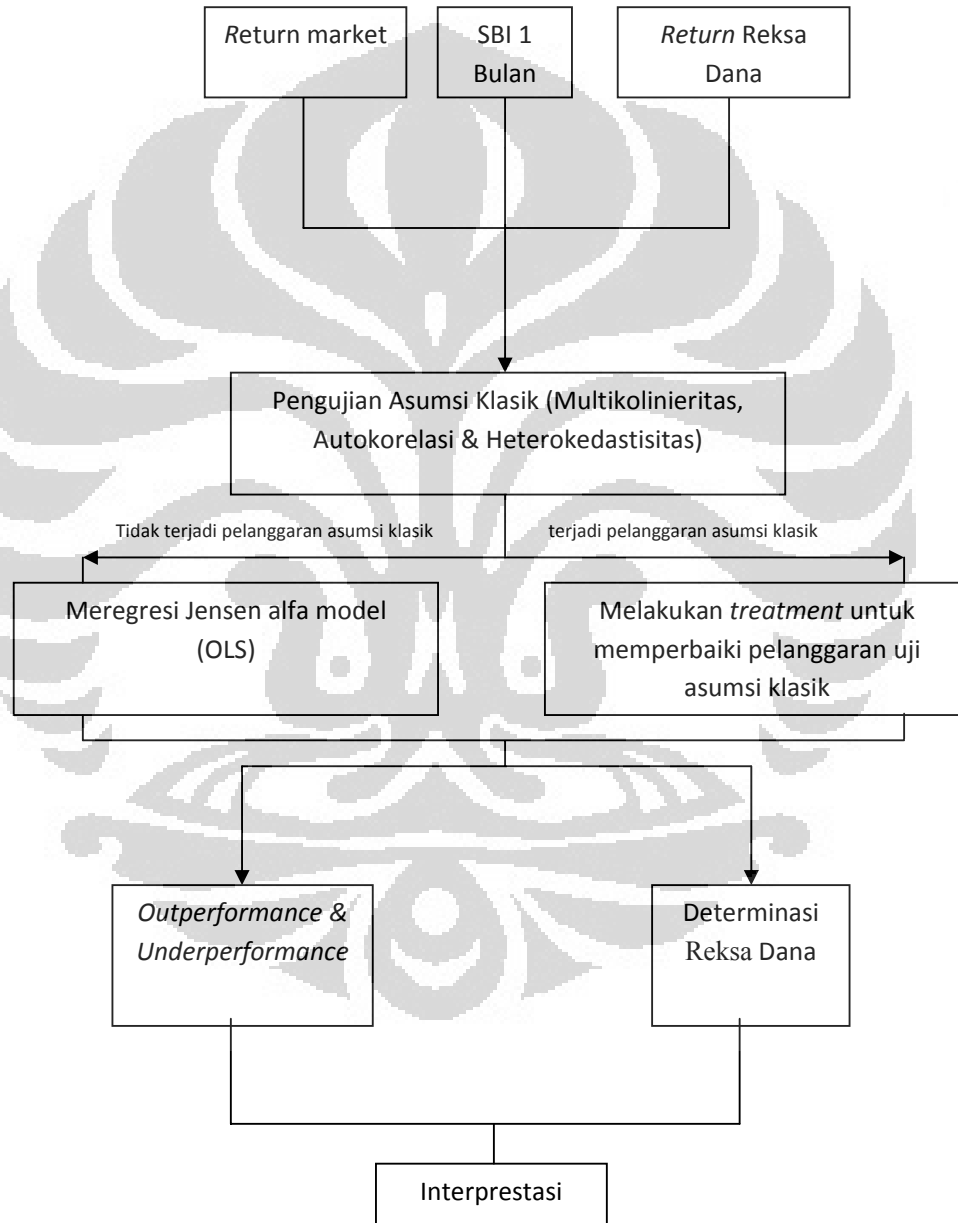




**BAB 3**  
**DATA DAN METODOLOGI**

Keseluruhan proses penelitian, tercermin dalam skema gambar 3.1 berikut:

**Gambar 3.1 Flow Chart Penelitian**



Penelitian ini disusun dengan isu sentral mengenai analisis deskriptif tentang kinerja reksa dana saham periode Juli 2006 hingga Juni 2011 berdasarkan model pengukuran Jensen Alfa. Selain itu dalam rangka memperkaya pemahaman mengenai penelitian ini, maka penulis mengumpulkan berbagai sumber akademik, yakni buku, jurnal, *working paper*, dan artikel terkait sehingga pada akhirnya mampu menghasilkan kesimpulan yang bermanfaat, serta dapat digunakan untuk membantu penelitian-penelitian selanjutnya dengan isu yang sama. Keseluruhan proses penelitian akan dijelaskan secara lebih rinci sebagai berikut.

### **3.1 Ruang Lingkup Penelitian**

Ruang lingkup penelitian ini berfokus pada reksa dana saham yang aktif dan masih melakukan kegiatan pada periode penelitian. Periode data yang digunakan dalam penelitian ini adalah periode bulanan, dengan total periode penelitian 60 bulan. Adapun variabel-variabel yang terkait dengan penelitian ini adalah *excess return* reksa dana saham dan *excess return market*.

### **3.2 Pengumpulan Data**

#### **3.2.1 Unit Analisis, Populasi dan Pengambilan Sampel**

Unit analisis penelitian ini adalah reksa dana. Populasinya adalah reksa dana yang minimum 80% asetnya harus diinvestasikan pada saham atau biasa disebut reksa dana saham. Populasi penelitian ini adalah seluruh reksa dana saham yang ada dari bulan Juli 2006 sampai dengan Juni 2011.

Rentang waktu dari bulan Juli 2006 sampai dengan Juni 2011 dipilih untuk melihat kinerja reksa dana pada kondisi perekonomian sebelum dan sesudah krisis di Amerika Serikat dan Eropa, dimana krisis tersebut terjadi pada tahun 2008-2009 dan adanya keterbatasan penulis dalam mengumpulkan data yang dibutuhkan. Disamping itu rentang waktu ini dipilih berdasarkan pertimbangan cukup banyaknya reksa dana saham yang dapat dijadikan sampel oleh penulis.

Dalam penelitian ini yang dijadikan sampel adalah 23 reksa dana saham yang sudah berdiri sejak awal tahun 2006 hingga 2011. Sampel reksa dana yang digunakan dalam penelitian ini terlampir dalam Tabel 3.1 Sampel Penelitian.

**Table 3.1 Sampel Penelitian**

<b>No.</b>	<b>Name Reksa Dana</b>	<b>Tanggal Aktif</b>
1	EMCO MANTAP	8/18/2005
2	TRIM KAPITAL	3/19/1997
3	BNI BERKEMBANG	9/30/1996
4	BNP PARIBAS EKUITAS	3/1/2001
5	PRATAMA EKUITAS	2/12/2004
6	MANULIFE PHINISI DANA SAHAM	8/1/1998
7	BNP PARIBAS PESONA	10/10/1997
8	BNP PARIBAS SPEKTRA	6/14/2005
9	SCHRODER DANA ISTIMEWA	12/27/2004
10	SCHRODER-DANA PRESTASI	5/29/1997
11	FIRST STATE INDOEQUITY SECTO	1/18/2005
12	MANULIFE DANA SAHAM	8/1/2003
13	BAHANA TCW DANA PRIMA	8/1/1996
14	RENCANA CERDAS	7/9/1999
15	BATAVIA DANA SAHAM	12/9/1996
16	AXA CITRADINAMIS	8/5/1997
17	MANDIRI INVESTA ATRAKTIF	8/30/2005
18	FIRST STATE INDOEQUITY DIV	8/18/2005
19	PANIN DANA MAKSIMA	4/1/1997
20	BATAVIA DANA DINAMIS	6/3/2002
21	SCHRODER DANA PRESTASI PLUS	9/25/2000
22	CIMB-PRINCIPAL EQUITY AGG	7/1/2005
23	DANA EKUITAS ANDALAN	12/5/2005

### 3.2.2 Metode Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data harian dengan periode pengamatan dari Juli 2006 sampai dengan Juni 2011. Data yang digunakan adalah Indeks IHSG harian, Nilai Aktiva Bersih per unit (NAB/unit atau NAV/unit) harian reksa dana saham masing-masing sampel, dan tingkat suku bunga SBI 30 hari yang merupakan proksi dari *risk free rate*.

Data NAB/unit harian reksa dana diambil dari *website* blommberg ([www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)). Sedangkan Data Indeks IHSG harian diambil dari Pusat Data Ekonomi dan Bisnis Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia (PDEB FEUI) dan data SBI 30 hari diambil dari *website* Bank Indonesia dan PDEB FEUI.

### 3.3 Metode Analisis

#### 3.3.1 Model Pengukuran Kinerja Reksa Dana

Dalam penelitian ini pengukuran kinerja reksa dana mengadaptasi model faktor yakni Jensen Alfa model yang dirumuskan sebagai berikut :

##### 1. Model Alfa Jensen (Jensen's alpha measure)

$$R_t - RFR_t = \alpha_t + \beta_t(RMT_t - RFR_t) + \epsilon_t \quad 3.1$$

Keterangan :

$R_t$  = *Require rate of return* sekuritas atau portofolio i dalam periode t

$RMT_t$  = *Realize return* pasar dalam periode t

$\alpha_t$  = *alpha, (the performance measure)*

$\epsilon_t$  = *Error term*

$B_t$  = *Slope* (koefisien regresi)

$RFR_t$  = *Risk free rate* atau *return* dari *risk free asset* dalam periode t

#### 3.4 Definisi Operasional

Sebelum melakukan estimasi maupun pengujian hipotesis, perlu dijelaskan terlebih dahulu mengenai seluruh variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Adapun variabel-variabel yang digunakan adalah sebagai berikut :

##### 3.4.1 Variabel Dependen

Dalam penelitian ini yang menjadi variabel terikat adalah *excess return* reksa dana atau kelebihan tingkat pengembalian dari reksa dana-i pada hari-t yang merupakan selisih antara tingkat pengembalian (*return*) reksa dana i dengan tingkat pengembalian *return* aset bebas risiko yang diproksi dengan tingkat suku

bunga SBI 1 bulan. Kemudian tingkat pengembalian (*excess return*) reksa dana-i pada periode-t terhadap tingkat suku bunga SBI 1 bulan ( $R_{it}-RFR_{it}$ ) dirumuskan:

$$R_t = \frac{NAV_t - NAV_{t-1}}{NAV_{t-1}} \quad RFR_t = \frac{SBI \ 1 \ bulan}{12 \ bulan}$$

### 3.5

Keterangan :

NAV yang digunakan adalah NAV hari terakhir bulan yang bersangkutan.

$R_t$  : *Return* reksa dana i

$RFR_t$  : *Return* aset bebas risiko yang diproksi dengan SBI

$NAV_t$  : Nilai aktiva bersih harian dari reksa dana i pada hari t

$NAV_{t-1}$  : Nilai aktiva bersih harian dari reksa dana i pada hari t-1

### 3.4.2 Variabel Independen

#### 3.4.2.1 Variabel *Excess Return Market*

Merupakan variabel tingkat pengembalian dari pasar yang diproksi dengan (IHSG) terhadap aset bebas risiko (SBI 1 bulan) ( $R_{m,t}-RFR_{i,t}$ ) dirumuskan:

$$RMT_t = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

### 3.6

Keterangan:  $IHSG_t$  :IHSG pada hari t

$IHSG_{t-1}$ :IHSG pada hari t-1

IHSG yang digunakan adalah IHSG hari terakhir bulan yang bersangkutan

### 3.5 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan fenomena dan penelitian-penelitian terdahulu mengenai kinerja reksa dana serta rumusan masalah yang terdapat dalam penelitian ini, maka penulis dapat merumuskan beberapa hipotesis dengan ketentuan level signifikansi yang digunakan adalah probabilitas 1%, 5% dan 10%, sebagai berikut:

1. Hipotesis Deskriptif

- a. Kinerja 23 reksa dana saham yang digunakan sebagai sampel selama periode penelitian memiliki kinerja *underperformance*.

## 2. Hipotesis Deskriptif dan Statistik

- a. Semakin tinggi tingkat pengembalian pasar, semakin tinggi tingkat pengembalian reksa dana.

$H_0-1$  : *return* pasar tidak mendeterminasi *return* reksa dana

$H_1-1$  : *return* pasar mendeterminasi *return* reksa dana

### 3.6 Pelanggaran Asumsi Dasar Statistik

Suatu model yang baik tentu harus memenuhi berbagai persyaratan yang telah ditentukan oleh metode-metode statistika. Untuk dapat dikatakan sebagai model yang BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*), maka jenis-jenis dari asumsi dasar tersebut yang harus dihindari adalah multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi.

#### 3.6.1 Uji Multikolinieritas

Multikolinieritas adalah adanya hubungan antara beberapa atau seluruh variabel bebas pada model regresi majemuk dengan lebih dari satu variabel bebas. Proses pengujian atau deteksi atas multikolinieritas melalui *Eviews 6.0* dapat dilakukan dengan melihat *correlation matrix*. Jika korelasi antara variabel bebas kurang dari 0.8 maka dapat dikatakan tidak terjadi multikolinieritas.

Proses yang lazim dilakukan untuk menghindari multikolinieritas adalah dengan menambah jumlah data atau mengurangi jumlah data observasi, menambah jumlah variabel bebasnya, mengganti data, dan mentransformasi variabel. Proses penanganan masalah multikolinieritas yang lebih sederhana adalah dengan menghilangkan satu variabel, terutama yang tidak signifikan secara parsial (uji t).

Selain itu, uji ini juga dapat dilakukan dengan mengestimasi *Variance-Inflation Factor* (VIF) (Gujarati, 2003), yaitu dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$VIF_i = \frac{1}{(1 - R_i^2)}$$

### 3.10

Dimana  $R_i^2$  adalah koefisien determinasi antara variabel independen dan dependen. Toleransi dari variabel didefinisikan dengan  $1 - R_i^2$ , apabila TOL (*tolerance*) dalam mendeteksi multikolinieritas sama dengan 1 (TOL=1), maka antar variabel bebas tidak berkorelasi. Sebaliknya jika TOL=0, maka antar variabel bebas mempunyai korelasi sempurna (Gujarati, 2003)

Model penelitian yang baik memiliki multikolinieritas yang rendah sebab jika multikolinieritas tinggi kita tidak bisa memisahkan efek parsial dari satu variabel independen terhadap variabel independen yang lain.

#### 3.6.2 Uji Heterokedastisitas

Heterokedastisitas adalah pelanggaran asumsi dimana varians setiap *error* dari variabel bebas tidak konstan dari waktu ke waktu. Pelanggaran ini menyebabkan hasil estimasi dengan *Ordinary Least Square* (OLS) menghasilkan parameter yang bias, dan tidak efisien meskipun konsisten. Pengujian terhadap heterokedastisitas pada metode OLS dapat menggunakan uji White.

Melalui bantuan *software* pengelolaan data *Eviews 6.0* uji White dapat dilakukan dengan menggunakan fasilitas *White Heterocedasticity (cross term)* karena penelitian ini memiliki banyak variabel bebas.  $H_0$  pengujian ini adalah “tidak ada heterokedastisitas”. Maka, jika hasil *F-statistic White Heterocedasticity Probability* lebih kecil dari pada tingkat kepercayaan  $\alpha = 5\%$  berarti tidak cukup bukti untuk menyatakan tidak ada heterokedastisitas.

Menghilangkan heterokedastisitas dapat dilakukan dengan menggunakan metode *Generalized Least Square*. Cara lain yang bisa dilakukan untuk menghilangkan heterokedastisitas adalah menggunakan *White Heteroskedasticity-Consistent Standard Error & Covariance* saat melakukan regresi dengan *Eviews 6.0* sebagai sebuah langkah preventif.

Uji heterokedastisitas dilakukan untuk menguji apakah ada gejala heterokedastisitas dalam model penelitian ini. Gejala Heterokedastisitas banyak di

jumpai pada data *cross sectional*, karena pengamatan dilakukan pada banyak objek yang berbeda di waktu yang sama.

### 3.6.3 Uji Autokorelasi

Autokorelasi adalah pelanggaran asumsi dimana terdapat korelasi serial antara *error*. Autokorelasi dapat diartikan sebagai adanya hubungan atau korelasi antara *error* periode sekarang dengan *error* masa sebelumnya. Autokorelasi memiliki potensi menimbulkan masalah yang cukup serius yaitu penaksiran yang didapat walaupun tidak bias tetapi tidak menjadi efisien. Pengujian untuk mengetahui ada tidaknya autokorelasi adalah menggunakan statistik *Durbin-Watson* (DW). Berdasarkan table Durbin-Watson, ada nilai batas atas ( $d_u$ ) dan batas bawah ( $d_L$ ) untuk setiap tingkat kepercayaan dan derajat kebebasan. Kriteria penilaian berdasarkan jangkauan tersebut adalah sebagai berikut :

Ada autokorelasi positif	Tidak dapat diputuskan	Menerima Hipotesis $H_0$ , tidak ada autokorelasi	Tidak dapat diputuskan	Ada Korelasi negatif	Korelasi
0	$d_L$	$d_u$	$4-d_u$	$4-d_L$	4
	1.10	1.54	2.46	2.9	

- Jika statistic DW bernilai antara 0 hingga  $d_L$ , berarti ada korelasi positif
- Jika statistic DW bernilai antara  $d_L$  hingga  $d_u$  atau  $4 - d_L$  hingga  $4 - d_u$ , berarti tidak dapat diketahui apakah ada autokorelasi atau tidak
- Jika statistic DW bernilai antara  $d_u$  hingga  $4 - d_u$ , berarti tidak ada korelasi
- Jika statistic DW bernilai antara  $4 - d_L$  hingga 4, berarti ada korelasi negatif

Dari tabel diatas dapat disimpulkan jika nilai d berada diantara 1.54-2.46 maka tidak terjadi autokorelasi. Jika terjadi pelanggaran asumsi klasik maka penulis akan melakukan *treatment* dengan menggunakan uji *Auto Regresive* (AR).



## BAB 4

### ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Pengolaan data pada penelitian ini dilakukan dengan menggunakan *software excel 2007* dan *evIEWS 6*. Secara keseluruhan sampel yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 23 reksa dana saham yang aktif dari awal tahun 2006 sampai dengan akhir tahun 2011 dan memiliki laporan Nilai Aktiva Bersih (NAB) yang dipublikasikan selama periode penelitian. Dengan periode pengamatan selama 60 bulan.

Secara garis besar penelitian ini membahas kinerja reksa dana saham dengan perhitungan model Jensen Alfa. Model tersebut digunakan untuk melihat nilai koefisien alfa yang dihasilkan dan mengamati apakah sampel penelitian ini memiliki kinerja *outperformance* ataukah *underperformance* serta melihat apakah variabel *return market* mendeterminasi tiap *return* reksa dana saham.

#### 4.1 Analisis Deskriptif

##### 4.1.1 Analisis Deskriptif per Reksa Dana Saham

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 23 reksa dana saham yang telah aktif sejak awal tahun 2006 sampai dengan tahun 2011.

Dari tabel 4.1 dibawah dapat dilihat selama periode penelitian jumlah observasi sebanyak 60 dengan nilai kelebihan tingkat pengembalian reksa dana yang diproyeksikan dari *return* NAB sampel dikurangi SBI per bulan ( $R_{it}-R_{FR}$ ) memiliki nilai rata-rata 0.0010 (BNI Berkembang) sampai dengan 0.0272 (Panin Dana Maksima). Dalam tabel tersebut dapat dijelaskan pula nilai minimum paling kecil dimiliki oleh Mandiri Investa Atraktif (-0.3974) dengan nilai rata-rata (0.0146), sedangkan nilai maximum paling tinggi dimiliki oleh BNI Berkembang dengan nilai (0.4310) dengan nilai rata-rata (0.0010).

Standar deviasi menggambarkan penyimpangan antara nilai dari setiap reksa dana sampel dengan nilai rata-ratanya, angka penyimpangan paling kecil adalah pada BNP Paribas Spektra (0.0486) dan penyimpangan paling besar adalah pada Emco Mantap (0.1136).

**Tabel 4.1**  
**Analisis Deskriptif Per Reksa Dana**  
**(Jensen Alfa)**

<b>Reksa Dana</b>	<b>N</b>	<b>Average</b>	<b>Maximum</b>	<b>Minimum</b>	<b>Std. Dev.</b>
Emco Mantap	60	0.0227	0.3649	-0.3155	0.1136
Trim Kapital	60	0.0161	0.2713	-0.3624	0.0968
BNI Berkembang	60	0.0010	0.4310	-0.3952	0.1036
BNP Paribas Ekuitas	60	0.0187	0.2412	-0.3679	0.0911
Pratama Ekuitas	60	0.0127	0.3673	-0.3835	0.1025
Manulife Phinisi Dana Saham	60	0.0150	0.1833	-0.3271	0.0800
BNP Paribas Pesona	60	0.0169	0.2089	-0.2579	0.0796
BNP Paribas Spektra	60	0.0077	0.1098	-0.1642	0.0486
Schroder Dana Istimewa	60	0.0182	0.1853	-0.3046	0.0785
Schroder Dana Prestasi	60	0.0168	0.1841	-0.3117	0.0774
First State Indoequity Secto	60	0.0145	0.1828	-0.3463	0.0846
Manulife Dana Saham	60	0.0146	0.1909	-0.3158	0.0804
Bahana TWC Dana Prima	60	0.0149	0.2482	-0.3648	0.0898
Rencana Cerdas	60	0.0145	0.1787	-0.3127	0.0826
Batavia Dana Saham	60	0.0154	0.3002	-0.2965	0.0867
AXA Citradinamis	60	0.0109	0.2324	-0.3210	0.0848
Mandiri Investa Atraktif	60	0.0146	0.2471	-0.3974	0.0929
First State Indoequity Div.	60	0.0122	0.1801	-0.3573	0.0827
Panin Dana Maksima	60	0.0272	0.2641	-0.3047	0.0828
Batavia Dana Dinamis	60	0.0088	0.2712	-0.2338	0.0713
Schroder Dana Prestasi Plus	60	0.0170	0.1835	-0.2940	0.0759
CIMB Principal Equity Agg	60	0.0116	0.2219	-0.3358	0.0855
Dana Ekuitas Andalan	60	0.0151	0.2267	-0.3361	0.0838

#### 4.1.2 Analisis Deskriptif Variabel Independen

Deskriptif statistik dari variabel Rmt-Rfryang digunakan dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel berikut :

**Tabel 4.2**  
**Analisi Deskriptif Per Variabel**  
**(Jensen Alfa)**

	<b>RMT-RFR</b>
<b>Average</b>	0.0148
<b>Median</b>	0.0236
<b>Maximum</b>	0.1950
<b>Minimum</b>	-0.3234
<b>Std. Dev.</b>	0.0780
<b>Skewness</b>	-1.3047
<b>Kurtosis</b>	7.6876
<b>Sum</b>	0.8882
<b>Sum Sq. Dev.</b>	0.3591
<b>Observations</b>	60

Dari tabel 4.2 diatas dapat dilihat selama periode penelitian nilai kelebihan tingkat pengembalian pasar yang diproyeksikan dari *return* IHSG dikurangi SBI per bulan (RMT-RFR) memiliki nilai rata-rata (0.0148) dengan nilai terendah (-0.3234) dan memiliki nilai terbesar (0.1950). Dan penyimpangan antara nilai dari setiap reksa dana sampel dengan nilai rata-ratanya sebesar 0.0780. Jumlah observasi dalam penelitian ini sebanyak 60.

#### 4.2 Pengujian Asumsi Klasik

Berikut ini adalah hasil pengujian asumsi klasik dalam penelitiin ini:

##### 1. Multikolinieritas

Dalam penelitian ini tidak dilakukan uji asumsi klasik multikolinieritas dikarenakan dalam penelitian ini hanya memakai satu variabel

independen/bebas yaitu nilai kelebihan tingkat pengembalian pasar yang diproyeksikan dari *return* IHSG dikurangi SBI per bulan (RMT-RFR). Sedangkan definisi multikolinieritas ialah hubungan antara beberapa atau seluruh variabel bebas pada model regresi majemuk dengan lebih dari satu variabel bebas.

## 2. Autokorelasi

Dalam penelitian ini untuk mendeteksi adanya masalah autokorelasi dengan menggunakan uji durbin watson, dengan mengamati nilai  $d$ , yang berada dikisaran 0-4. Dari tabel 4.3 dapat disimpulkan jika nilai  $d$  berada diantara 1.54-2.46 maka tidak terjadi autokorelasi.

**Tabel 4.3**  
**Uji Durbin Watson**

Ada autokorelasi positif	Tidak dapat diputuskan	Menerima Hipotesis $H_0$ , tidak ada autokorelasi	Tidak dapat diputuskan	Ada Korelasi negatif	Korelasi
0	$d_1$	$d_u$	$4-d_u$	$4-d_1$	4
	1.10	1.54	2.46	2.9	

Dari tabel 4.4 di bawah dapat terlihat bahwa pada model Jensen Alfa terdapat 9 reksa dana yang mengalami masalah autokorelasi, yaitu: Batavia Dana Saham, BNP Paribas Pesona, Dana Ekuitas Andalan, Schroder Dana Prestasi Plus, Bahana TWC Dana Prima, Panin Dana Maksima, Schroder Dana Prestasi, Emco Mantap dan Batavia Dana Dinamis.

Untuk mengatasi masalah autokorelasi ini penulis menggunakan metode *Auto Regressive* (AR). Dengan menggunakan metode *auto regressive* seluruh masalah autokorelasi telah dapat diperbaiki hal ini terlihat dari nilai durbin watson masing-masing reksa, jika nilai durbin watson berada diantara 1.54-2.46 maka tidak terjadi autokorelasi. (lihat Tabel 4.5 Ringkasan Hasil *Auto Regressive*) :

**Tabel 4.4**  
**Ringkasan Hasil Uji Autokorelasi**

<b>No.</b>	<b>Name Reksa Dana</b>	<b>DW Jensen Alfa</b>
1	Emco Mantap	1.50149
2	Trim Kapital	1.816308
3	BNI Berkembang	2.00395
4	BNP Paribas Ekuitas	1.841646
5	Pratama Ekuitas	1.801919
6	Manulife Phinisi Dana Saham	1.578765
7	BNP Paribas Pesona	2.474116
8	BNP Paribas Spektra	1.721396
9	Schroder Dana Istimewa	1.786126
10	Schroder Dana Prestasi	1.487067
11	First State Indoequity Secto	1.578113
12	Manulife Dana Saham	1.912513
13	Bahana TWC Dana Prima	1.405129
14	Rencana Cerdas	1.83149
15	Batavia Dana Saham	1.266567
16	AXA Citradinamis	1.730078
17	Mandiri Investa Atraktif	1.719642
18	First State Indoequity Div.	1.796363
19	Panin Dana Maksima	1.411142
20	Batavia Dana Dinamis	1.51155
21	Schroder Dana Prestasi Plus	1.36282
22	CIMB Principal Equity Agg	1.820227
23	Dana Ekuitas Andalan	1.297834

**Tabel 4.5**  
**Ringkasan Hasil Auto Regressive**

No	Reksa Dana	DW Jensen Alfa
1	Emco Mantap	1.86074
7	BNP Paribas Pesona	1.930113
10	Schroder Dana Prestasi	2.053617
13	Bahana TWC Dana Prima	2.023548
15	Batavia Dana Saham	1.900282
19	Panin Dana Maksima	2.076572
20	Batavia Dana Dinamis	1.874659
21	Schroder Dana Prestasi Plus	2.124965
23	Dana Ekuitas Andalan	2.051438

### 3. Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dari model regresi tidak terjadi ketidaksamaan varians dari residual suatu pengamatan dengan pengamatan yang lain. Pada penelitian ini, pengujian dilakukan dengan menggunakan Uji White. Suatu model dikatakan terdapat gejala heterokedastisitas jika nilai probabilitas dari  $obs \cdot R^2$  lebih kecil dari alfa 5% (0.05). Berikut hasil uji heterokedastisitas.

Dari tabel 4.6 hasil uji heterokedastisitas terlihat bahwa terjadi pelanggaran asumsi klasik heterokedastisitas pada 4 reksa dana sampel dengan menggunakan model Jensen Alfa yaitu BNI Berkembang (0.0351), BNP Paribas Pesona (0.0000), Batavia Dana Saham (0.0126) dan Batavia Dana Dinamis (0.0344). Untuk menghilangkan masalah ini digunakan *heterokedasticity consistent coefficient covariance*, dan seluruh masalah heterokedastisitas pada penelitian ini telah di perbaiki. Hasil *heterokedasticity consistent coefficient covariance* dapat di lihat pada lampiran 4.

**Tabel 4.6**  
**Ringkasan Hasil Uji Heterokedastisitas**

No	Reksa Dana	Jensen Alfa	
		Prob F-Stat	Prob Obs*R
1	Emco Mantap	0.3361	0.3277
2	Trim Kapital	0.3711	0.3626
3	BNI Berkembang	0.0355	0.0351
4	BNP Paribas Ekuitas	0.7973	0.7931
5	Pratama Ekuitas	0.1360	0.1314
6	Manulife Phinisi Dana Saham	0.7082	0.7023
7	BNP Paribas Pesona	0.0000	0.0000
8	BNP Paribas Spektra	0.2190	0.2123
9	Schroder Dana Istimewa	0.5789	0.5713
10	Schroder Dana Prestasi	0.8416	0.8383
11	First State Indoequity Secto	0.9703	0.9697
12	Manulife Dana Saham	0.2973	0.2894
13	Bahana TWC Dana Prima	0.6823	0.6761
14	Rencana Cerdas	0.7756	0.7710
15	Batavia Dana Saham	0.0121	0.0126
16	AXA Citradinamis	0.6538	0.6472
17	Mandiri Investa Atraktif	0.5593	0.5515
18	First State Indoequity Div.	0.5621	0.5543
19	Panin Dana Maksima	0.9787	0.9782
20	Batavia Dana Dinamis	0.0347	0.0344
21	Schroder Dana Prestasi Plus	0.4544	0.4459
22	CIMB Principal Equity Agg	0.8941	0.8918
23	Dana Ekuitas Andalan	0.9165	0.9147

#### 4.3 Hasil Pengujian Kinerja Reksa Dana

Penelitian ini menguraikan hasil perhitungan kinerja reksa dana saham dengan menggunakan model Jensen Alfa. Selain itu penulis juga mengamati kinerja *outperformance* atau *underperformance* reksa dana saham. Analisis regresi model kinerja dilakukan dengan menggunakan *Ordinary Least Square* (OLS).

### 4.3.1 Hasil Kinerja Jensen Alfa

Dalam model kinerja Jensen Alfa penulis hanya meregresikan 2 variabel. *Return* reksa dana saham sebagai variabel dependen atau variabel terikat sedangkan *return market* sebagai variabel independen atau variabel bebas.

**Tabel 4.7**  
**Ringkasan Statistik Estimasi Kinerja**  
**(Jensen Alfa Model)**

No.	Name Reksa Dana		$\alpha$	$\beta$	Adj.R	F-sta
1	Emco Mantap	c	0.0043	1.2379	71.78%	151.09
		Prob	0.5868	0.0000*		
2	Trim Kapital	c	-0.0016	1.2005	93.56%	858.77
		Prob	0.6136	0.0000*		
3	BNI Berkembang	c	-0.0168	1.2013	81.48%	260.53
		Prob	0.0058*	0.0000*		
4	BNP Paribas Ekuitas	c	0.0017	1.1443	96.01%	1419.87
		Prob	0.4719	0.0000*		
5	Pratama Ekuitas	c	-0.0053	1.2189	85.85%	358.89
		Prob	0.2996	0.0000*		
6	Manulife Phinisi Dana Saham	c	0.0001	1.0075	96.42%	1591.82
		Prob	0.9764	0.0000*		
7	BNP Paribas Pesona	c	0.0022	0.9964	95.28%	1192.63
		Prob	0.3438	0.0000*		
8	BNP Paribas Spektra	c	-0.0008	0.5737	84.63%	325.93
		Prob	0.7646	0.0000*		
9	Schroder Dana Istimewa	c	0.0036	0.9833	95.39%	1220.49
		Prob	0.1063	0.0000*		

(\* signifikan pada level 1 %)



(Tabel 4.7 Sambungan)

10	Schroder Dana Prestasi	c	0.0023	0.9767	96.83%	1802.81
		Prob	0.2061	0.0000*		
11	First State Indoequity Secto	c	-0.0010	1.0483	93.42%	838.65
		Prob	0.7340	0.0000*		
12	Manulife Dana Saham	c	-0.0005	1.0173	97.31%	2133.93
		Prob	0.7797	0.0000*		
13	Bahana TWC Dana Prima	c	-0.0018	1.1302	96.43%	1595.09
		Prob	0.4251	0.0000*		
14	Rencana Cerdas	c	-0.0007	1.0279	94.25%	967.33
		Prob	0.7775	0.0000*		
15	Batavia Dana Saham	c	-0.0003	1.0559	90.06%	535.56
		Prob	0.9398	0.0000*		
16	AXA Citradinamis	c	-0.0047	1.0522	93.64%	868.97
		Prob	0.1000	0.0000*		
17	Mandiri Investa Atraktif	c	-0.0027	1.1665	95.94%	1394.55
		Prob	0.2827	0.0000*		
18	First State Indoequity Div.	c	-0.0030	1.0250	93.37%	831.47
		Prob	0.2859	0.0000*		
19	Panin Dana Maksima	c	0.0129	0.9639	82.12%	272.04
		Prob	0.0070*	0.0000*		
20	Batavia Dana Dinamis	c	-0.0035	0.8302	82.15%	272.59
		Prob	0.3771	0.0000*		
21	Schroder Dana Prestasi Plus	c	0.0029	0.9565	96.50%	1629.89
		Prob	0.1288	0.0000*		
22	CIMB Principal Equity Agg	c	-0.0042	1.0660	94.46%	1006.34
		Prob	0.1180	0.0000*		
23	Dana Ekuitas Andalan	c	-0.0006	1.0553	96.36%	1561.38
		Prob	0.7875	0.0000*		

(\* signifikan pada level 1 %)

Dari 23 reksa dana sampel yang diteliti dengan menggunakan model Jensen Alfa memiliki hasil *adjusted R-Square* berkisar antara 71.78% (Emco Mantap) sampai dengan 97.31% (Manulife Dana Saham), nilai tersebut menunjukkan bahwa model ini dapat menjelaskan variasi dalam kinerja reksa dana sebesar antara 71.78% sampai dengan 97.31% yang berarti bahwa variasi dalam dependen variabel dapat dijelaskan oleh independen variabel dalam model ini sebesar antara 71.78% sampai dengan 97.31% bervariasi pada masing-masing reksa dana.

Berdasarkan data yang diperoleh seluruh reksa dana dalam model Jensen Alfa telah tepat dan dapat digunakan, hal ini dapat diuji menggunakan uji F yaitu membandingkan F hitung dengan F tabel, jika F hitung lebih besar dari F tabel maka model tersebut telah tepat dan dapat digunakan. F hitung untuk model Jensen Alfa berkisar antara 151.09 (Emco Mantap) sampai dengan 2133.93 (Manulife Dana Saham) sedangkan F tabel untuk  $\alpha$  5% dan derajat bebas pembilang adalah 1 dan derajat bebas penyebut adalah 58 maka F tabel sebesar 4.00.

Dari 23 sampel reksa dana saham terdapat 8 reksa dana memiliki alfa positif yaitu antara 0,0001 (Manulife Phinisi Dana Saham) sampai dengan 0.0129 (Panin Dana Maksima), dan 15 reksa dana memiliki nilai alfa negatif yaitu -0.0168 (BNI Berkembang) sampai dengan -0.0003 (Batavia Dana Saham). Namun hanya ada 1 reksa dana yang signifikan pada tingkat alfa 1% dan positif, yaitu Panin Dana Maksima (0.0129) dan 1 reksa dana yang signifikan pada tingkat alfa 1% dan negatif, yaitu BNI Berkembang (-0.0168). Dengan kata lain reksa dana Panin Dana Maksima memberikan tingkat pengembalian 1.29 basis poin lebih tinggi dari kinerja pasar (*outperformance*) dan reksa dana BNI Berkembang memberikan tingkat pengembalian 1.68 basis poin lebih rendah dari kinerja pasar (*underperformance*). Dari penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa hanya 1 reksa dana saham dari NAB periode Juli 2006 sampai dengan juni 2011 yang dapat mengungguli kinerja pasar (*outperformance*) dan 1 reksa dana yang memiliki kinerja lebih buruk dari kinerja pasar (*underperformance*). Menurut Manuel (2001), kinerja reksa dana saham menghasilkan kinerja *outperformance* sebagai akibat dari perbandingan strategi aktif dan pasif sedangkan menurut

Wardani (2003), penyebab kinerja reksa dana *underperformance* ialah kondisi perekonomian Indonesia yang masih belum stabil sehingga menyebabkan tidak baiknya kinerja saham portofolio reksa dana, keadaan pasar modal Indonesia yang masih belum efisien sehingga masih banyak biaya yang harus dikeluarkan oleh sebuah portofolio, dan kurang dimilikinya kemampuan yang memadai dari manajer portofolio reksa dana dalam memilih saham-saham yang menguntungkan.

Variabel *return market* dalam model ini mendeterminasi seluruh reksa dana dengan koefisien yang signifikan pada tingkat 1% dan positif yaitu antara 0.5737 (BNP Paribas Spektra) sampai dengan 1.2379 (Emco Mantap). Dengan kata lain, jika terjadi peningkatan *return market* (IHSG) sebesar 100 basis poin, maka akan meningkatkan *return* reksa dana sebesar 57.37 sampai dengan 123.79 basis poin per hari. Hasil ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan dengan variabel yang signifikan positif. Hal ini berkaitan dengan apa yang dikatakan oleh Pratomo dan Nugraha (2008), bahwa naik-turunnya NAB/unit (*return*) reksa dana dipengaruhi oleh nilai pasar masing-masing efek yang dimiliki reksa dana, dalam kasus ini reksa dana saham.

## BAB 5

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 5.1 Kesimpulan

Berdasarkan penelitian yang dilakukan mengenai determinasi kinerja 23 reksa dana saham di Indonesia, dapat diambil beberapa kesimpulan :

1. Secara rata-rata reksa dana saham di Indonesia memiliki kinerja *underperformance* sehingga penulis menerima hipotesis deskriptif yang menyatakan reksa dana saham yang diteliti selama periode penelitian memiliki kinerja *underperformance*.
2. Variabel *return* pasar (IHSG) secara rata-rata memberikan pengaruh positif terhadap kelebihan tingkat pengembalian reksa dana. Hasil ini menyebabkan penulis menolak hipotesis ( $H_0-1$ ) yang menyatakan *return* pasar tidak mendeterminasi *return* reksa dana.

#### 5.2 Keterbatasan Penelitian

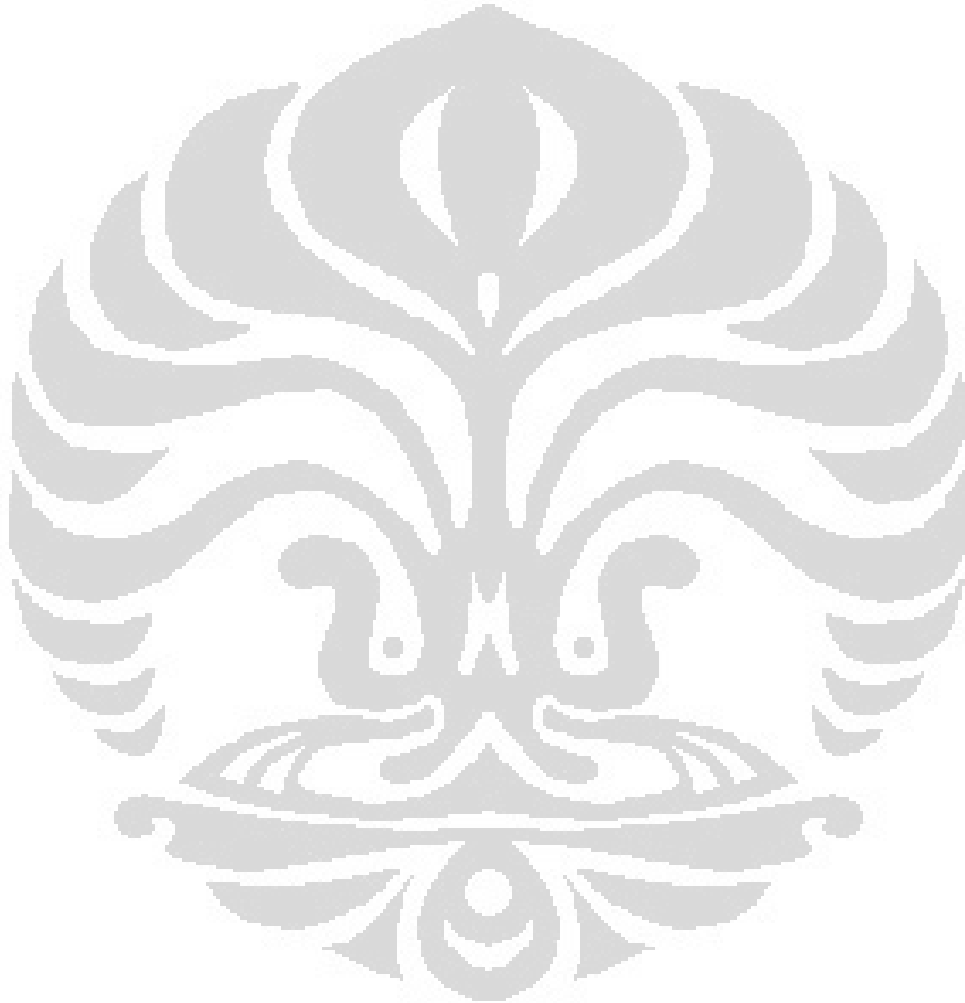
1. Penelitian ini menggunakan data bulanan sehingga jumlah periode pengujian hanya sebanyak 60 bulan.
2. Dalam penelitian ini perhitungan *return* Nilai Aktiva Bersih per unit (NAB/unit) tidak memperhitungkan faktor *reinvested dividends* dan faktor biaya-biaya reksa dana.
3. Penelitian ini hanya menggunakan model Jensen Alfa dalam pengukuran kinerja reksa dana.

#### 5.3 Saran

Berdasarkan hasil penelitian ini ada beberapa hal yang dapat dilakukan agar penelitian mengenai reksa dana dimasa yang akan datang menjadi lebih akurat dan lebih baik bagi.

1. Untuk penelitian-penelitian selanjutnya, sebaiknya analisis kinerja portofolio reksa dana menggunakan data harian sehingga jumlah periode pengujian menjadi lebih banyak dan akurat.

2. Untuk penelitian-penelitian selanjutnya, sebaiknya melengkapi perhitungan *return* Nilai Aktiva Bersih per unit (NAB/unit) dengan memperhitungkan faktor *reinvested dividends* dan faktor biaya-biaya reksa dana agar memberikan perhitungan yang lebih akurat.
3. Untuk penelitian-penelitian selanjutnya, sebaiknya menggunakan lebih banyak macam model pengukuran, seperti Traynor dan Sharpe dll.



## DAFTAR PUSTAKA

- Adityawarman, T (2002). *Evaluasi Kinerja Portofolio Investasi Reksa Dana*. Tesis S-2 yang Tidak Dipublikasikan. Megister Manajemen Universitas Indonesia.
- BAPEPAM. (1997). Pedoman Pengumuman Harian Nilai Aktiva Bersih No.IV.C.3, BAPEPAM.
- Bodie, & Kane. 2006, *Invesment*, (5 ed.). The McGraw-Hill.
- Doede, S. A. (2004). *Analisis Persistensi Kinerja Reksa Dana Saham Indonesia Periode 1999-2003*. Tesis S-2 yang tidak di Publikasikan. Megister Manajemen Universitas Indonesia.
- Gujarati, Damodar N. 1995, *Basic Econometrics*, (3 ed.). The McGraw-Hill International Editions.
- Husnan, S. (2001). *Dasar Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas* (3 ed.). Yogyakarta: Unit Penerbit dan Percetakan AMP YKPN.
- Jensen, M. (1968). The Performance of Mutual Fund in The Period 1945-1964. *Journal of Finance* , 389-416.
- BIBLIOGRAPHY \l 1057 Ming, Ming L dan Hwa L Siok. "Evaluating mutual fund performance in an emerging Asian economy:." *Journal of Asian Economics* 21 (2010): 378–390.
- Reilly, F. K., & Brown, K. C. (2006). *Investment Analysis Portfolio Management* (Vol. VII). South-Western: Thomson.
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2010). *Research Methods for Business A Skill Building Approach* (Vol. VIII). United Kingdom: John Wiley & Sons Ltd.
- Sharpe, W. F. (1964, September). Capital Asset Prices : A Theory of Market Equilibrium Under Condition Of Risk. *Jurnal Of Finance* , 425-442.
- Siamat, D. (2001). *Manajemen Lembaga Keuangan*. (S. A. Deode, Penyunt.) Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Wardani, R. (2003). *Analisis Faktor-Faktor Determinasi Kinerja Reksa Dana Saham Di Indonesia Periode 1999-2001*. Tesis S-2 Yang Tidak Dipublikasikan. Megister Manajemen Universitas Indonesia.

## LAMPIRAN 1: Output Hasil Regresi Jensen Alfa Model

Dependent Variable: EMCO MANTAP

Method: Least Squares

Date: 06/29/12 Time: 11:36

Sample: 2006M07 2011M06

Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.004336	0.007933	0.546571	0.5868
RMTRFR	1.237911	0.100711	12.29172	0.0000
R-squared	0.722603	Mean dependent var		0.022662
Adjusted R-squared	0.717820	S.D. dependent var		0.113613
S.E. of regression	0.060352	Akaike info criterion		-2.744483
Sum squared resid	0.211256	Schwarz criterion		-2.674672
Log likelihood	84.33450	Hannan-Quinn criter.		-2.717176
F-statistic	151.0863	Durbin-Watson stat		1.501490
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: TRIM KAPITAL

Method: Least Squares

Date: 06/29/12 Time: 11:38

Sample: 2006M07 2011M06

Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001638	0.003227	-0.507710	0.6136
RMTRFR	1.200462	0.040965	29.30486	0.0000
R-squared	0.936735	Mean dependent var		0.016133
Adjusted R-squared	0.935644	S.D. dependent var		0.096767
S.E. of regression	0.024548	Akaike info criterion		-4.543576
Sum squared resid	0.034952	Schwarz criterion		-4.473764
Log likelihood	138.3073	Hannan-Quinn criter.		-4.516269
F-statistic	858.7749	Durbin-Watson stat		1.816308
Prob(F-statistic)	0.000000			

(Lanjutan)

Dependent Variable: PRATAMA EKUITAS

Method: Least Squares

Date: 06/29/12 Time: 11:38

Sample: 2006M07 2011M06

Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.005304	0.005068	-1.046621	0.2996
RMTRFR	1.218886	0.064340	18.94443	0.0000
R-squared	0.860875	Mean dependent var		0.012740
Adjusted R-squared	0.858476	S.D. dependent var		0.102490
S.E. of regression	0.038556	Akaike info criterion		-3.640628
Sum squared resid	0.086222	Schwarz criterion		-3.570817
Log likelihood	111.2188	Hannan-Quinn criter.		-3.613321
F-statistic	358.8916	Durbin-Watson stat		1.801919
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: MANULIFE PHINISI DANA SAHAM

Method: Least Squares

Date: 06/29/12 Time: 11:38

Sample: 2006M07 2011M06

Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.91E-05	0.001989	0.029691	0.9764
RMTRFR	1.007519	0.025253	39.89758	0.0000
R-squared	0.964845	Mean dependent var		0.014974
Adjusted R-squared	0.964238	S.D. dependent var		0.080023
S.E. of regression	0.015133	Akaike info criterion		-5.511131
Sum squared resid	0.013282	Schwarz criterion		-5.441319
Log likelihood	167.3339	Hannan-Quinn criter.		-5.483824
F-statistic	1591.817	Durbin-Watson stat		1.578765
Prob(F-statistic)	0.000000			



(Lanjutan)

Dependent Variable: BNP PARIBAS PESONA

Method: Least Squares

Date: 06/29/12 Time: 11:39

Sample: 2006M07 2011M06

Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002169	0.002273	0.954579	0.3438
RMTRFR	0.996421	0.028853	34.53451	0.0000
R-squared	0.953623	Mean dependent var		0.016920
Adjusted R-squared	0.952824	S.D. dependent var		0.079605
S.E. of regression	0.017290	Akaike info criterion		-5.244571
Sum squared resid	0.017339	Schwarz criterion		-5.174760
Log likelihood	159.3371	Hannan-Quinn criter.		-5.217264
F-statistic	1192.633	Durbin-Watson stat		2.474116
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: BNP PARIBAS SPEKTRA

Method: Least Squares

Date: 06/29/12 Time: 11:39

Sample: 2006M07 2011M06

Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000753	0.002503	-0.300814	0.7646
RMTRFR	0.573724	0.031779	18.05363	0.0000
R-squared	0.848932	Mean dependent var		0.007740
Adjusted R-squared	0.846328	S.D. dependent var		0.048580
S.E. of regression	0.019044	Akaike info criterion		-5.051390
Sum squared resid	0.021035	Schwarz criterion		-4.981579
Log likelihood	153.5417	Hannan-Quinn criter.		-5.024083
F-statistic	325.9335	Durbin-Watson stat		1.721396
Prob(F-statistic)	0.000000			

(Lanjutan)

Dependent Variable: SCHRODER DANA ISTIMEWA

Method: Least Squares

Date: 06/29/12 Time: 11:39

Sample: 2006M07 2011M06

Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.003637	0.002217	1.640400	0.1063
RMTRFR	0.983338	0.028147	34.93550	0.0000
R-squared	0.954634	Mean dependent var		0.018194
Adjusted R-squared	0.953852	S.D. dependent var		0.078519
S.E. of regression	0.016867	Akaike info criterion		-5.294095
Sum squared resid	0.016502	Schwarz criterion		-5.224283
Log likelihood	160.8228	Hannan-Quinn criter.		-5.266788
F-statistic	1220.489	Durbin-Watson stat		1.786126
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: SCHRODER-DANA PRESTASI

Method: Least Squares

Date: 06/29/12 Time: 11:39

Sample: 2006M07 2011M06

Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002317	0.001812	1.278583	0.2061
RMTRFR	0.976729	0.023004	42.45956	0.0000
R-squared	0.968831	Mean dependent var		0.016776
Adjusted R-squared	0.968293	S.D. dependent var		0.077417
S.E. of regression	0.013785	Akaike info criterion		-5.697679
Sum squared resid	0.011022	Schwarz criterion		-5.627867
Log likelihood	172.9304	Hannan-Quinn criter.		-5.670372
F-statistic	1802.814	Durbin-Watson stat		1.487067
Prob(F-statistic)	0.000000			

(Lanjutan)

Dependent Variable: FIRST STATE INDOEQUITY  
SECTO

Method: Least Squares

Date: 06/29/12 Time: 11:39

Sample: 2006M07 2011M06

Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000973	0.002851	-0.341404	0.7340
RMTRFR	1.048348	0.036201	28.95943	0.0000
R-squared	0.935315	Mean dependent var		0.014546
Adjusted R-squared	0.934199	S.D. dependent var		0.084570
S.E. of regression	0.021693	Akaike info criterion		-4.790844
Sum squared resid	0.027295	Schwarz criterion		-4.721032
Log likelihood	145.7253	Hannan-Quinn criter.		-4.763536
F-statistic	838.6488	Durbin-Watson stat		1.578113
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: MANULIFE DANA SAHAM

Method: Least Squares

Date: 06/29/12 Time: 11:39

Sample: 2006M07 2011M06

Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000487	0.001735	-0.281004	0.7797
RMTRFR	1.017342	0.022023	46.19450	0.0000
R-squared	0.973539	Mean dependent var		0.014573
Adjusted R-squared	0.973083	S.D. dependent var		0.080441
S.E. of regression	0.013197	Akaike info criterion		-5.784817
Sum squared resid	0.010102	Schwarz criterion		-5.715005
Log likelihood	175.5445	Hannan-Quinn criter.		-5.757510
F-statistic	2133.932	Durbin-Watson stat		1.912513
Prob(F-statistic)	0.000000			

(Lanjutan)

Dependent Variable: BAHANA TCW DANA PRIMA

Method: Least Squares

Date: 06/29/12 Time: 11:40

Sample: 2006M07 2011M06

Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001791	0.002229	-0.803306	0.4251
RMTRFR	1.130226	0.028299	39.93856	0.0000
R-squared	0.964914	Mean dependent var		0.014941
Adjusted R-squared	0.964309	S.D. dependent var		0.089765
S.E. of regression	0.016958	Akaike info criterion		-5.283332
Sum squared resid	0.016680	Schwarz criterion		-5.213520
Log likelihood	160.5000	Hannan-Quinn criter.		-5.256025
F-statistic	1595.088	Durbin-Watson stat		1.405129
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: RENCANA CERDAS

Method: Least Squares

Date: 06/29/12 Time: 11:40

Sample: 2006M07 2011M06

Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000739	0.002603	-0.283855	0.7775
RMTRFR	1.027861	0.033048	31.10192	0.0000
R-squared	0.943433	Mean dependent var		0.014477
Adjusted R-squared	0.942458	S.D. dependent var		0.082559
S.E. of regression	0.019804	Akaike info criterion		-4.973062
Sum squared resid	0.022748	Schwarz criterion		-4.903250
Log likelihood	151.1918	Hannan-Quinn criter.		-4.945754
F-statistic	967.3293	Durbin-Watson stat		1.831490
Prob(F-statistic)	0.000000			

(Lanjutan)

Dependent Variable: BATAVIA DANA SAHAM

Method: Least Squares

Date: 06/29/12 Time: 11:40

Sample: 2006M07 2011M06

Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000273	0.003594	-0.075830	0.9398
RMTRFR	1.055881	0.045626	23.14208	0.0000
R-squared	0.902284	Mean dependent var		0.015358
Adjusted R-squared	0.900599	S.D. dependent var		0.086722
S.E. of regression	0.027342	Akaike info criterion		-4.328037
Sum squared resid	0.043359	Schwarz criterion		-4.258226
Log likelihood	131.8411	Hannan-Quinn criter.		-4.300730
F-statistic	535.5558	Durbin-Watson stat		1.266567
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: AXA CITRADINAMIS

Method: Least Squares

Date: 06/29/12 Time: 11:40

Sample: 2006M07 2011M06

Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.004699	0.002811	-1.671301	0.1000
RMTRFR	1.052177	0.035693	29.47832	0.0000
R-squared	0.937431	Mean dependent var		0.010877
Adjusted R-squared	0.936352	S.D. dependent var		0.084783
S.E. of regression	0.021389	Akaike info criterion		-4.819069
Sum squared resid	0.026536	Schwarz criterion		-4.749257
Log likelihood	146.5721	Hannan-Quinn criter.		-4.791762
F-statistic	868.9711	Durbin-Watson stat		1.730078
Prob(F-statistic)	0.000000			

(Lanjutan)

Dependent Variable: MANDIRI INVESTA ATRAKTIF

Method: Least Squares

Date: 06/29/12 Time: 11:40

Sample: 2006M07 2011M06

Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.002668	0.002460	-1.084237	0.2827
RMTRFR	1.166512	0.031237	37.34362	0.0000
R-squared	0.960070	Mean dependent var		0.014601
Adjusted R-squared	0.959382	S.D. dependent var		0.092881
S.E. of regression	0.018719	Akaike info criterion		-5.085770
Sum squared resid	0.020324	Schwarz criterion		-5.015958
Log likelihood	154.5731	Hannan-Quinn criter.		-5.058463
F-statistic	1394.546	Durbin-Watson stat		1.719642
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: FIRST STATE INDOEQUITY

DIV

Method: Least Squares

Date: 06/29/12 Time: 11:40

Sample: 2006M07 2011M06

Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.003016	0.002800	-1.077162	0.2859
RMTRFR	1.025024	0.035548	28.83514	0.0000
R-squared	0.934792	Mean dependent var		0.012158
Adjusted R-squared	0.933668	S.D. dependent var		0.082711
S.E. of regression	0.021302	Akaike info criterion		-4.827240
Sum squared resid	0.026320	Schwarz criterion		-4.757428
Log likelihood	146.8172	Hannan-Quinn criter.		-4.799933
F-statistic	831.4652	Durbin-Watson stat		1.796363
Prob(F-statistic)	0.000000			

(Lanjutan)

Dependent Variable: PANIN DANA MAKSIMA

Method: Least Squares

Date: 06/29/12 Time: 11:41

Sample: 2006M07 2011M06

Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.012884	0.004603	2.798878	0.0070
RMTRFR	0.963946	0.058443	16.49377	0.0000
R-squared	0.824266	Mean dependent var		0.027154
Adjusted R-squared	0.821236	S.D. dependent var		0.082834
S.E. of regression	0.035022	Akaike info criterion		-3.832888
Sum squared resid	0.071141	Schwarz criterion		-3.763076
Log likelihood	116.9866	Hannan-Quinn criter.		-3.805581
F-statistic	272.0444	Durbin-Watson stat		1.411142
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: BATAVIA DANA DINAMIS

Method: Least Squares

Date: 06/29/12 Time: 11:41

Sample: 2006M07 2011M06

Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.003525	0.003961	-0.890065	0.3771
RMTRFR	0.830167	0.050282	16.51019	0.0000
R-squared	0.824554	Mean dependent var		0.008764
Adjusted R-squared	0.821529	S.D. dependent var		0.071325
S.E. of regression	0.030132	Akaike info criterion		-4.133696
Sum squared resid	0.052660	Schwarz criterion		-4.063884
Log likelihood	126.0109	Hannan-Quinn criter.		-4.106389
F-statistic	272.5865	Durbin-Watson stat		1.511550
Prob(F-statistic)	0.000000			

(Lanjutan)

Dependent Variable: SCHRODER DANA PRESTASI PLUS

Method: Least Squares

Date: 06/29/12 Time: 11:41

Sample: 2006M07 2011M06

Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002876	0.001866	1.540984	0.1288
RMTRFR	0.956478	0.023692	40.37188	0.0000
R-squared	0.965638	Mean dependent var		0.017035
Adjusted R-squared	0.965045	S.D. dependent var		0.075937
S.E. of regression	0.014197	Akaike info criterion		-5.638743
Sum squared resid	0.011691	Schwarz criterion		-5.568932
Log likelihood	171.1623	Hannan-Quinn criter.		-5.611436
F-statistic	1629.888	Durbin-Watson stat		1.362820
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: CIMB-PRINCIPAL EQUITY AGG

Method: Least Squares

Date: 06/29/12 Time: 11:41

Sample: 2006M07 2011M06

Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.004201	0.002647	-1.586964	0.1180
RMTRFR	1.066036	0.033605	31.72280	0.0000
R-squared	0.945506	Mean dependent var		0.011581
Adjusted R-squared	0.944566	S.D. dependent var		0.085532
S.E. of regression	0.020138	Akaike info criterion		-4.939660
Sum squared resid	0.023521	Schwarz criterion		-4.869849
Log likelihood	150.1898	Hannan-Quinn criter.		-4.912353
F-statistic	1006.336	Durbin-Watson stat		1.820227
Prob(F-statistic)	0.000000			



(Lanjutan)

Dependent Variable: DANA EKUITAS ANDALAN

Method: Least Squares

Date: 06/29/12 Time: 11:41

Sample: 2006M07 2011M06

Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000570	0.002104	-0.270840	0.7875
RMTRFR	1.055284	0.026706	39.51435	0.0000
R-squared	0.964184	Mean dependent var		0.015052
Adjusted R-squared	0.963566	S.D. dependent var		0.083845
S.E. of regression	0.016004	Akaike info criterion		-5.399190
Sum squared resid	0.014855	Schwarz criterion		-5.329378
Log likelihood	163.9757	Hannan-Quinn criter.		-5.371882
F-statistic	1561.384	Durbin-Watson stat		1.297834
Prob(F-statistic)	0.000000			



## LAMPIRAN 2: Output Hasil Auto Regressive Jensen Alfa Model

Dependent Variable: Emco Mantap  
 Method: Least Squares  
 Date: 07/15/12 Time: 19:32  
 Sample (adjusted): 2006M08 2011M06  
 Included observations: 59 after adjustments  
 Convergence achieved after 9 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.005021	0.010869	0.461930	0.6459
RMTRFR	1.150103	0.104089	11.04925	0.0000
AR(1)	0.285667	0.128272	2.227046	0.0300
R-squared	0.742891	Mean dependent var		0.021903
Adjusted R-squared	0.733708	S.D. dependent var		0.114435
S.E. of regression	0.059052	Akaike info criterion		-2.771277
Sum squared resid	0.195282	Schwarz criterion		-2.665639
Log likelihood	84.75266	Hannan-Quinn criter.		-2.730040
F-statistic	80.90306	Durbin-Watson stat		1.860740
Prob(F-statistic)	0.000000			
Inverted AR Roots	.29			

Dependent Variable: Schroder Dana Prestasi  
 Method: Least Squares  
 Date: 07/15/12 Time: 19:33  
 Sample (adjusted): 2006M08 2011M06  
 Included observations: 59 after adjustments  
 Convergence achieved after 9 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002091	0.002582	0.809936	0.4214
RMTRFR	1.002376	0.023926	41.89427	0.0000
AR(1)	0.315952	0.128213	2.464278	0.0168
R-squared	0.971383	Mean dependent var		0.016737
Adjusted R-squared	0.970361	S.D. dependent var		0.078081
S.E. of regression	0.013443	Akaike info criterion		-5.731278
Sum squared resid	0.010119	Schwarz criterion		-5.625640
Log likelihood	172.0727	Hannan-Quinn criter.		-5.690041
F-statistic	950.4309	Durbin-Watson stat		2.053617
Prob(F-statistic)	0.000000			
Inverted AR Roots	.32			

(Lanjutan)

Dependent Variable: Bahana TWC Dana Prima  
 Method: Least Squares  
 Date: 07/15/12 Time: 19:33  
 Sample (adjusted): 2006M08 2011M06  
 Included observations: 59 after adjustments  
 Convergence achieved after 7 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.002028	0.003116	-0.650878	0.5178
RMTRFR	1.142251	0.029014	39.36848	0.0000
AR(1)	0.306399	0.127336	2.406227	0.0194
R-squared	0.968118	Mean dependent var		0.014767
Adjusted R-squared	0.966979	S.D. dependent var		0.090526
S.E. of regression	0.016450	Akaike info criterion		-5.327466
Sum squared resid	0.015154	Schwarz criterion		-5.221829
Log likelihood	160.1603	Hannan-Quinn criter.		-5.286230
F-statistic	850.2289	Durbin-Watson stat		2.023548
Prob(F-statistic)	0.000000			
Inverted AR Roots	.31			

Dependent Variable: Batavia Dana Saham  
 Method: Least Squares  
 Date: 07/15/12 Time: 19:36  
 Sample (adjusted): 2006M08 2011M06  
 Included observations: 59 after adjustments  
 Convergence achieved after 9 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001595	0.005527	-0.288564	0.7740
RMTRFR	1.099077	0.044884	24.48716	0.0000
AR(1)	0.393888	0.121785	3.234294	0.0020
R-squared	0.917429	Mean dependent var		0.014808
Adjusted R-squared	0.914480	S.D. dependent var		0.087361
S.E. of regression	0.025548	Akaike info criterion		-4.447029
Sum squared resid	0.036550	Schwarz criterion		-4.341392
Log likelihood	134.1874	Hannan-Quinn criter.		-4.405792
F-statistic	311.1012	Durbin-Watson stat		1.900282
Prob(F-statistic)	0.000000			
Inverted AR Roots	.39			

(Lanjutan)

Dependent Variable: Panin Dana Maksima  
 Method: Least Squares  
 Date: 07/15/12 Time: 19:37  
 Sample (adjusted): 2006M08 2011M06  
 Included observations: 59 after adjustments  
 Convergence achieved after 6 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.013119	0.006356	2.064161	0.0436
RMTRFR	0.953658	0.060082	15.87259	0.0000
AR(1)	0.295750	0.127909	2.312186	0.0245
R-squared	0.839614	Mean dependent var		0.027139
Adjusted R-squared	0.833886	S.D. dependent var		0.083545
S.E. of regression	0.034050	Akaike info criterion		-3.872441
Sum squared resid	0.064928	Schwarz criterion		-3.766803
Log likelihood	117.2370	Hannan-Quinn criter.		-3.831204
F-statistic	146.5786	Durbin-Watson stat		2.076572
Prob(F-statistic)	0.000000			
Inverted AR Roots	.30			

Dependent Variable: Batavia Dana Dinamis  
 Method: Least Squares  
 Date: 07/15/12 Time: 19:38  
 Sample (adjusted): 2006M08 2011M06  
 Included observations: 59 after adjustments  
 Convergence achieved after 6 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.003755	0.005159	-0.727881	0.4697
RMTRFR	0.822902	0.053141	15.48527	0.0000
AR(1)	0.242781	0.131903	1.840604	0.0710
R-squared	0.835481	Mean dependent var		0.008394
Adjusted R-squared	0.829606	S.D. dependent var		0.071879
S.E. of regression	0.029671	Akaike info criterion		-4.147788
Sum squared resid	0.049300	Schwarz criterion		-4.042150
Log likelihood	125.3597	Hannan-Quinn criter.		-4.106551
F-statistic	142.1933	Durbin-Watson stat		1.874659
Prob(F-statistic)	0.000000			
Inverted AR Roots	.24			

(Lanjutan)

Dependent Variable: Schroder Dana Prestasi Plus  
 Method: Least Squares  
 Date: 07/15/12 Time: 19:41  
 Sample (adjusted): 2006M08 2011M06  
 Included observations: 59 after adjustments  
 Convergence achieved after 9 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002315	0.002973	0.778600	0.4395
RMTRFR	0.992977	0.023740	41.82730	0.0000
AR(1)	0.406160	0.122677	3.310823	0.0016
R-squared	0.970126	Mean dependent var		0.016928
Adjusted R-squared	0.969059	S.D. dependent var		0.076585
S.E. of regression	0.013471	Akaike info criterion		-5.727000
Sum squared resid	0.010163	Schwarz criterion		-5.621362
Log likelihood	171.9465	Hannan-Quinn criter.		-5.685763
F-statistic	909.2667	Durbin-Watson stat		2.124965
Prob(F-statistic)	0.000000			
Inverted AR Roots	.41			

Dependent Variable: Dana Ekuitas Andalan  
 Method: Least Squares  
 Date: 07/15/12 Time: 19:42  
 Sample (adjusted): 2006M08 2011M06  
 Included observations: 59 after adjustments  
 Convergence achieved after 7 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000685	0.003130	-0.218949	0.8275
RMTRFR	1.069633	0.026880	39.79271	0.0000
AR(1)	0.360627	0.126198	2.857628	0.0060
R-squared	0.968604	Mean dependent var		0.014893
Adjusted R-squared	0.967483	S.D. dependent var		0.084556
S.E. of regression	0.015247	Akaike info criterion		-5.479295
Sum squared resid	0.013019	Schwarz criterion		-5.373658
Log likelihood	164.6392	Hannan-Quinn criter.		-5.438059
F-statistic	863.8386	Durbin-Watson stat		2.051438
Prob(F-statistic)	0.000000			
Inverted AR Roots	.36			

(Lanjutan)

Dependent Variable: BNP Paribas Pesona  
 Method: Least Squares  
 Date: 07/15/12 Time: 19:44  
 Sample (adjusted): 2006M08 2011M06  
 Included observations: 59 after adjustments  
 Convergence achieved after 5 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001877	0.001806	1.039323	0.3031
RMTRFR	1.002398	0.025570	39.20209	0.0000
AR(1)	-0.247762	0.128507	-1.928007	0.0589
R-squared	0.957045	Mean dependent var		0.016543
Adjusted R-squared	0.955511	S.D. dependent var		0.080235
S.E. of regression	0.016923	Akaike info criterion		-5.270727
Sum squared resid	0.016039	Schwarz criterion		-5.165090
Log likelihood	158.4865	Hannan-Quinn criter.		-5.229491
F-statistic	623.8482	Durbin-Watson stat		1.930113
Prob(F-statistic)	0.000000			
Inverted AR Roots	-.25			

## LAMPIRAN 3: Output Hasil Uji White Heterokedastisitas

## Heteroskedasticity Test: White Emco Mantap

F-statistic	0.940948	Prob. F(1,58)	0.3361
Obs*R-squared	0.957855	Prob. Chi-Square(1)	0.3277
Scaled explained SS	2.074589	Prob. Chi-Square(1)	0.1498

## Heteroskedasticity Test: White Trim Kapital

F-statistic	0.812439	Prob. F(1,58)	0.3711
Obs*R-squared	0.828844	Prob. Chi-Square(1)	0.3626
Scaled explained SS	0.665562	Prob. Chi-Square(1)	0.4146

## Heteroskedasticity Test: White BNI Berkembang

F-statistic	4.635935	Prob. F(1,58)	0.0355
Obs*R-squared	4.440839	Prob. Chi-Square(1)	0.0351
Scaled explained SS	20.41389	Prob. Chi-Square(1)	0.0000

## Heteroskedasticity Test: White BNP Paribas Ekuitas

F-statistic	0.066584	Prob. F(1,58)	0.7973
Obs*R-squared	0.068801	Prob. Chi-Square(1)	0.7931
Scaled explained SS	0.070609	Prob. Chi-Square(1)	0.7905

## Heteroskedasticity Test: White Pratama Ekuitas

F-statistic	2.286286	Prob. F(1,58)	0.1360
Obs*R-squared	2.275429	Prob. Chi-Square(1)	0.1314
Scaled explained SS	6.684279	Prob. Chi-Square(1)	0.0097

## Heteroskedasticity Test: White Manulife Phinisi Dana Saham

F-statistic	0.141516	Prob. F(1,58)	0.7082
Obs*R-squared	0.146039	Prob. Chi-Square(1)	0.7023
Scaled explained SS	0.234133	Prob. Chi-Square(1)	0.6285

## Heteroskedasticity Test: White BNP Paribas Pesona

F-statistic	57.74300	Prob. F(1,58)	0.0000
Obs*R-squared	29.93339	Prob. Chi-Square(1)	0.0000
Scaled explained SS	61.40743	Prob. Chi-Square(1)	0.0000

(Lanjutan)

## Heteroskedasticity Test: White BNP Paribas Spektra

F-statistic	1.544016	Prob. F(1,58)	0.2190
Obs*R-squared	1.555840	Prob. Chi-Square(1)	0.2123
Scaled explained SS	1.131863	Prob. Chi-Square(1)	0.2874

## Heteroskedasticity Test: White Schroder Dana Istimewa

F-statistic	0.311545	Prob. F(1,58)	0.5789
Obs*R-squared	0.320566	Prob. Chi-Square(1)	0.5713
Scaled explained SS	0.394700	Prob. Chi-Square(1)	0.5298

## Heteroskedasticity Test: White Schroder Dana Prestasi

F-statistic	0.040308	Prob. F(1,58)	0.8416
Obs*R-squared	0.041669	Prob. Chi-Square(1)	0.8383
Scaled explained SS	0.054777	Prob. Chi-Square(1)	0.8149

## Heteroskedasticity Test: White First State Indoequity Secto

F-statistic	0.001398	Prob. F(1,58)	0.9703
Obs*R-squared	0.001446	Prob. Chi-Square(1)	0.9697
Scaled explained SS	0.001542	Prob. Chi-Square(1)	0.9687

## Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	1.105869	Prob. F(1,58)	0.2973
Obs*R-squared	1.122598	Prob. Chi-Square(1)	0.2894
Scaled explained SS	0.982468	Prob. Chi-Square(1)	0.3216

## Heteroskedasticity Test: White Bahana TWC Dana Prima

F-statistic	0.169260	Prob. F(1,58)	0.6823
Obs*R-squared	0.174587	Prob. Chi-Square(1)	0.6761
Scaled explained SS	0.204692	Prob. Chi-Square(1)	0.6510

## Heteroskedasticity Test: White Rencana Cerdas

F-statistic	0.082047	Prob. F(1,58)	0.7756
Obs*R-squared	0.084756	Prob. Chi-Square(1)	0.7710
Scaled explained SS	0.099864	Prob. Chi-Square(1)	0.7520



(Lanjutan)

## Heteroskedasticity Test: White Batavia Dana Saham

F-statistic	6.705821	Prob. F(1,58)	0.0121
Obs*R-squared	6.218131	Prob. Chi-Square(1)	0.0126
Scaled explained SS	15.97870	Prob. Chi-Square(1)	0.0001

## Heteroskedasticity Test: White AXA Citradinamis

F-statistic	0.203236	Prob. F(1,58)	0.6538
Obs*R-squared	0.209510	Prob. Chi-Square(1)	0.6472
Scaled explained SS	0.353374	Prob. Chi-Square(1)	0.5522

## Heteroskedasticity Test: White Mandiri Investa Atraktif

F-statistic	0.344925	Prob. F(1,58)	0.5593
Obs*R-squared	0.354709	Prob. Chi-Square(1)	0.5515
Scaled explained SS	0.479040	Prob. Chi-Square(1)	0.4889

## Heteroskedasticity Test: White First State Indoequity Div.

F-statistic	0.340043	Prob. F(1,58)	0.5621
Obs*R-squared	0.349718	Prob. Chi-Square(1)	0.5543
Scaled explained SS	0.283572	Prob. Chi-Square(1)	0.5944

## Heteroskedasticity Test: White Panin Dana Maksima

F-statistic	0.000719	Prob. F(1,58)	0.9787
Obs*R-squared	0.000744	Prob. Chi-Square(1)	0.9782
Scaled explained SS	0.000865	Prob. Chi-Square(1)	0.9765

## Heteroskedasticity Test: White Batavia Dana Dinamis

F-statistic	4.676223	Prob. F(1,58)	0.0347
Obs*R-squared	4.476552	Prob. Chi-Square(1)	0.0344
Scaled explained SS	12.28397	Prob. Chi-Square(1)	0.0005

## Heteroskedasticity Test: White Schroder Dana Prestasi Plus

F-statistic	0.567179	Prob. F(1,58)	0.4544
Obs*R-squared	0.581054	Prob. Chi-Square(1)	0.4459
Scaled explained SS	0.970349	Prob. Chi-Square(1)	0.3246

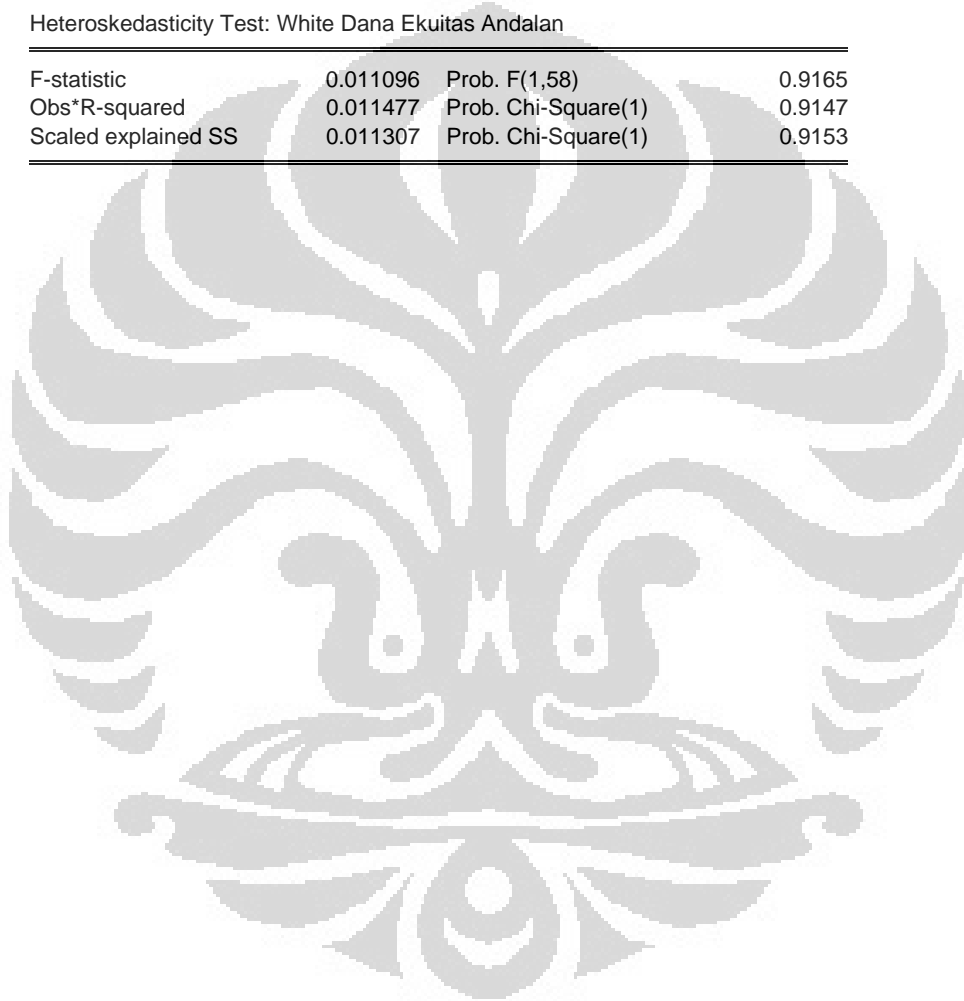
(Lanjutan)

## Heteroskedasticity Test: White CIMB Principal Equity Agg

F-statistic	0.017891	Prob. F(1,58)	0.8941
Obs*R-squared	0.018502	Prob. Chi-Square(1)	0.8918
Scaled explained SS	0.016776	Prob. Chi-Square(1)	0.8969

## Heteroskedasticity Test: White Dana Ekuitas Andalan

F-statistic	0.011096	Prob. F(1,58)	0.9165
Obs*R-squared	0.011477	Prob. Chi-Square(1)	0.9147
Scaled explained SS	0.011307	Prob. Chi-Square(1)	0.9153



LAMPIRAN 4: Output Uji *heterokedasticity consistent coefficient covariance*

Dependent Variable: BNI Berkembang

Method: Least Squares

Date: 07/15/12 Time: 20:47

Sample: 2006M07 2011M06

Included observations: 60

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors &amp; Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.016796	0.004752	-3.534852	0.0008
RMTRFR	1.201327	0.121056	9.923761	0.0000
R-squared	0.817915	Mean dependent var		0.000988
Adjusted R-squared	0.814775	S.D. dependent var		0.103632
S.E. of regression	0.044601	Akaike info criterion		-3.349354
Sum squared resid	0.115377	Schwarz criterion		-3.279543
Log likelihood	102.4806	Hannan-Quinn criter.		-3.322047
F-statistic	260.5321	Durbin-Watson stat		2.003950
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: BNP Paribas Pesona

Method: Least Squares

Date: 07/15/12 Time: 20:47

Sample: 2006M07 2011M06

Included observations: 60

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors &amp; Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002169	0.002734	0.793432	0.4308
RMTRFR	0.996421	0.063845	15.60678	0.0000
R-squared	0.953623	Mean dependent var		0.016920
Adjusted R-squared	0.952824	S.D. dependent var		0.079605
S.E. of regression	0.017290	Akaike info criterion		-5.244571
Sum squared resid	0.017339	Schwarz criterion		-5.174760
Log likelihood	159.3371	Hannan-Quinn criter.		-5.217264
F-statistic	1192.633	Durbin-Watson stat		2.474116
Prob(F-statistic)	0.000000			

(Lanjutan)

Dependent Variable: Batavia Dana Saham

Method: Least Squares

Date: 07/15/12 Time: 20:49

Sample: 2006M07 2011M06

Included observations: 60

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors &amp; Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000273	0.003473	-0.078459	0.9377
RMTRFR	1.055881	0.074880	14.10093	0.0000
R-squared	0.902284	Mean dependent var		0.015358
Adjusted R-squared	0.900599	S.D. dependent var		0.086722
S.E. of regression	0.027342	Akaike info criterion		-4.328037
Sum squared resid	0.043359	Schwarz criterion		-4.258226
Log likelihood	131.8411	Hannan-Quinn criter.		-4.300730
F-statistic	535.5558	Durbin-Watson stat		1.266567
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: Batavia Dana Dinamis

Method: Least Squares

Date: 07/15/12 Time: 20:49

Sample: 2006M07 2011M06

Included observations: 60

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors &amp; Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.003525	0.003599	-0.979469	0.3314
RMTRFR	0.830167	0.077382	10.72823	0.0000
R-squared	0.824554	Mean dependent var		0.008764
Adjusted R-squared	0.821529	S.D. dependent var		0.071325
S.E. of regression	0.030132	Akaike info criterion		-4.133696
Sum squared resid	0.052660	Schwarz criterion		-4.063884
Log likelihood	126.0109	Hannan-Quinn criter.		-4.106389
F-statistic	272.5865	Durbin-Watson stat		1.511550
Prob(F-statistic)	0.000000			