

**ANALISA KINERJA MARKET TIMING DAN STOCK SELECTION  
PADA MANAJEMEN INVESTASI REKSA DANA DALAM NEGERI  
DAN ASING DI INDONESIA PERIODE 2005- 2007**

**TESIS**

**R EKO SETIAWAN  
0606160770**



**UNIVERSITAS INDONESIA  
FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
JAKARTA  
AGUSTUS 2008**

## HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh

Nama : R EKO SETIAWAN

NPM : 0606160770

Program Studi : Magister Manajemen

Judul Tesis : Analisis Kinerja Market Timing Dan Stock Selection  
Pada Manajemen Investasi Dalam Negeri Dan Asing  
Di Indonesia Periode 2005-2007

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

### DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Prof. Dr. Heru Subiyantoro PhD

Ketua Penguji : Dr. Irwan Adi Ekaputra

Penguji : Dr. Indra Widjaja

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : Agustus 2008

## KATA PENGANTAR

Puji dan syukur atas kehadiran Allah SWT, sehingga penulis dapat menyelesaikan Karya Akhir dengan judul Analisa Kinerja Market Timing Dan Stock Selection Pada Emiten Reksa Dana Dalam Negeri Dan Asing Di Indonesia periode 2005 - 2007. Penulisan Karya Akhir ini merupakan salah satu syarat yang harus dipenuhi untuk memperoleh gelar Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, dengan bidang konsentrasi Manajemen Keuangan yang penulis ambil.

Penulis sadar bahwa dalam penyusunan Karya Akhir ini masih banyak terdapat kekurangan, baik dari segi materi penyusunan maupun pembahasan, akibat dari keterbatasan pada diri penulis. Oleh karena itu, saran dan masukan guna perbaikan Karya Tulis ini sangat penulis harapkan.

Terselesaikannya Karya Akhir ini tidak lepas dari bantuan serta dukungan yang telah diberikan dari berbagai pihak. Pada kesempatan ini penulis ingin mengucapkan terima kasih yang setulus-tulusnya kepada semua pihak yang keterlibatannya dengan penulis telah membantu penyelesaian Karya Akhir ini:

1. Bapak Prof. Dr Heru Subiyantoro PhD, selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu, petunjuk, bimbingan, serta arahan, selama penyusunan Karya Akhir ini.
2. Bapak Rhenald Kasali PhD, selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Universitas Indonesia
3. Kepada keluarga tercinta mama,papa dan adik-adikku terimakasih atas doa dan semangat yang terus diberikan.
4. Yang terkasih, Rina atas segala doa, dukungan, dorongan yang telah diberikan hingga penulis segera menyelesaikan Karya Akhir ini.

5. Rekan-rekan mahasiswa MMUI angkatan 064, terutama: Dian “Ucok” Maruli, Hasis, Popo, Aulia, Begin, Emmanuel, dan rekan-rekan lainnya yang tidak disebutkan satu per satu. Terima kasih atas bantuan dan dukungannya serta waktu yang diberikan untuk berdiskusi selama penulisan Karya Akhir ini.
6. Rekan-rekan three mas kentir, Tinur Fajar G dan Bogi Sukmono. Semoga kalian berbahagia.
7. Kepada teman-temanku yang tersayang Lasma dan Riza. Terima kasih atas dukungan dan doanya selama penulis mengerjakan Karya Akhir ini.
8. Semua dosen pengajar, seluruh staf Perpustakaan, Akademis, dan Laboratorium Komputer Magister Manajemen Universitas Indonesia.
9. Dan semua pihak lainnya yang telah membantu dengan tulus ikhlas hingga terselesaikannya Karya Akhir ini.

Jakarta, Agustus 2008

R. Eko Setiawan

## HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI

### TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS

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

Nama : **R EKO SETIAWAN**

NPM : **0606160770**

Program Studi : **Magister Manajemen**

Fakultas : **Ekonomi**

Jenis Karya : **Tesis**

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

**”Analisis Kinerja Market Timing Dan Stock Selection Pada Manajemen Investasi Dalam Negeri Dan Asing Di Indonesia Periode 2005-2007”**

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

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta

Pada tanggal : Agustus 2008

Yang menyatakan

( R EKO SETIAWAN)

## ABSTRAK

Pada masa ini ada banyak sekali jenis investasi yang ditawarkan dan masing-masing memberikan tingkat return dan risk yang berbeda. Pilihan terhadap investasi tergantung pada preferensi masing-masing investor. Dimana tipe investor berbeda-beda ada yang kecenderungannya agresif (Risk Seeker) dan ada juga yang sifatnya konservatif (Risk Averse). Bagi investor yang tidak mempunyai kemampuan dalam berinvestasi reksa dana merupakan solusi yang tepat.

Bagi investor di Indonesia mengalami keraguan dalam memilih manajemen investasi yang digunakan untuk melakukan investasi. Walaupun manajemen investasi telah menerapkan market timing tetapi pada kenyataannya tingkat pengembalian yang diperoleh masing-masing manajer investasi berbeda. Hal ini dikarenakan oleh adanya perbedaan dalam market timing, management selectivity skill (alpha) dan kemampuan melihat pergerakan harga saham (beta).

Dengan analisa yang dilakukan diperoleh bahwa reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi dalam negeri dengan menggunakan model Henriksson dan Merton maupun treynor dan Mazuy tidak diperoleh hasil yang signifikan pada market timing. Kemudian reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi asing dengan menggunakan model Henriksson dan Merton maupun Treynor dan Mazuy tidak diperoleh hasil yang signifikan tetapi dengan menggunakan model Jensen diperoleh hasil yang signifikan pada stock selection. Kinerja dari reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi asing lebih baik dibandingkan dengan manajemen investasi dalam negeri.

Tesis ini bertujuan untuk membuktikan kinerja reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi dalam negeri maupun manajemen investasi asing di Indonesia periode Januari 2005-Desember 2007. Sehingga nantinya investor tidak bingung dalam memilih manajemen investasi reksa dana dalam melakukan investasi.

## ABSTRACT

At a period of this, many investment variation that offered and each of them gives level return and risk diverge. Choice problem to investment depend on preference of individual investor. Type of individual investor is different each other such as aggressive (Risk Seeker) and conservative (Risk Averse). Mutual fund is precise solution to Investor that have no knowledge investment.

Investor in Indonesia experiences of doubt in selecting management that used by to conduct investment. Although investment manager has applied market timing but practically return that obtained each investment manager this diverge. The return differences caused by market timing are interpreted as ability to anticipate change in market exposure, management selectivity skill (alpha) and the exposure to the stock market (beta).

Our analysis results indicate that mutual funds managed by local investment management have no significant results using market timing with Henriksson and Merton and also Treynor and Mazuy. Moreover, mutual funds that managed by foreign investment management had also no significant results using Henriksson and Merton and also Treynor and Mazuy. In other hand, using Jensen model is statistically significant. From these result we conclude that the mutual funds performance of foreign mutual investment management are better compared to local investment management.

The main contribution this paper is to prove mutual funds performance from either, local and foreign investment management in Indonesia within 2005 January - 2007 December. The main purpose is to give a guidance to investors, thus there's no doubtful in selecting investment management of mutual fund.

## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
LEMBAR PENGESAHAN.....	ii
KATA PENGANTAR.....	iii
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH.....	v
ABSTRAK.....	vi
ABSTRACT.....	vii
DAFTAR ISI.....	viii
DAFTAR TABEL.....	x
DAFTAR GRAFIK.....	xi
DAFTAR GAMBAR.....	xii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiii
<b>BAB I PENDAHULUAN.....</b>	<b>1</b>
1.1. Latar Belakang.....	1
1.2. Perumusan Masalah dan Pembatasan Masalah.....	3
1.3. Tujuan Dan Manfaat Penelitian.....	4
1.4. Metodologi Penelitian.....	5
1.5. Hipotesis Penelitian.....	6
1.6. Lingkup Penelitian.....	7
1.7. Sistematika Pembahasan.....	8
<b>BAB II TINJAUAN PUSTAKA.....</b>	<b>10</b>
2.1. Pengertian Investasi.....	10
2.1.1. Alasan Melakukan Investasi.....	11
2.1.2. Jenis-jenis Investasi.....	12
2.1.3. Jenis-jenis Resiko.....	13
2.1.4. Karakteristik Investor.....	14
2.2. Pengertian Reksa Dana.....	14
2.2.1. Definisi Reksa Dana.....	14
2.2.2. Dasar Hukum Reksa Dana.....	15
2.2.3. Struktur Reksa Dana.....	16
2.2.4. Jenis Dan Karakteristik Reksa Dana.....	17
2.2.5. Mekanisme Transaksi Reksa Dana KIK.....	19
2.2.6. Aspek Perpajakan.....	20
2.2.7. Nilai Aktiva Bersih.....	21
2.2.8. Keuntungan Berinvestasi di Reksa Dana.....	22
2.2.9. Pihak-Pihak Yang Terkait Dalam Reksa Dana.....	23
2.3. Instrumen Pasar Modal Indonesia.....	26
2.4. Strategi Manajemen.....	27
2.5. Pengukuran Resiko.....	29
2.6. <i>Capital Asset Pricing Model (CAPM)</i> .....	31
<b>BAB III METODOLOGI PENELITIAN.....</b>	<b>33</b>
3.1. Metode Penelitian.....	33
3.2. Definisi Operasional.....	33



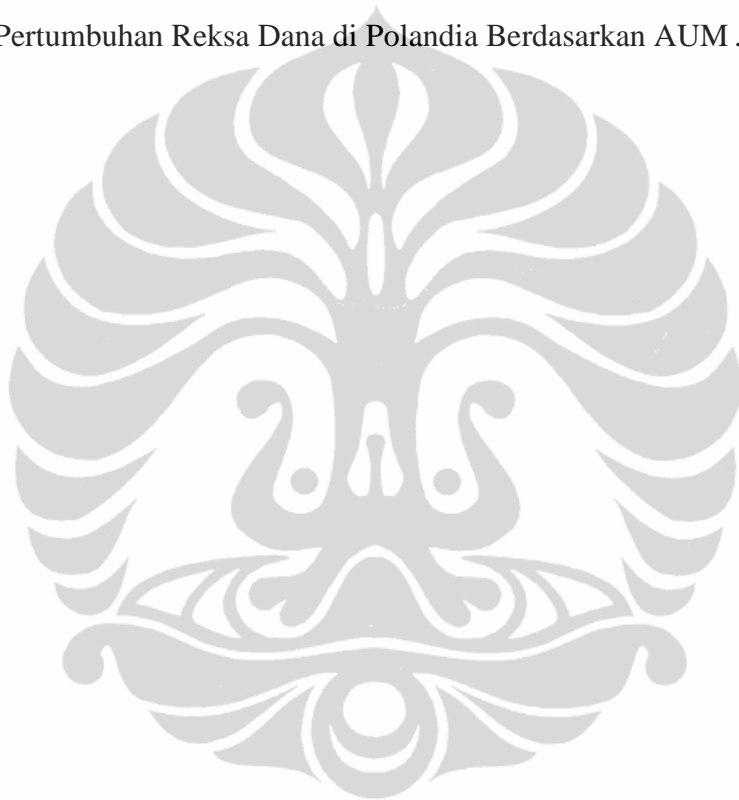
3.3. Metode Pengamatan .....	35
3.4. Obyek Penelitian.....	35
3.5. Metode Penarikan Sampel .....	36
3.6. Data Yang Digunakan .....	36
3.7. Metode Pengumpulan Sampel.....	36
3.8. Metode Analisa.....	37
3.9. Pengukuran Kinerja Reksa Dana Saham.....	37
3.9.1. <i>Indeks Sharpe(Excess Return to Variability Ratio)</i> .....	37
3.9.2. <i>Indeks Treynor(Reward to Volatility Ratio)</i> .....	38
3.9.3. <i>Indeks Jensen</i> .....	39
3.9.4. <i>Appraisal Ratio</i> .....	40
3.9.5. <i>Market Timing</i> .....	40
3.10. Uji Asumsi .....	44
3.10.1. Stasioneritas.....	44
3.10.2. Normalitas.....	44
3.10.3. Uji Autokorelasi.....	45
3.10.4. Heterokedastisitas.....	46
3.10.5. Uji Signifikansi(Uji T,F,Uji R <sup>2</sup> Dan Adjusted R <sup>2</sup> ) .....	47
3.11. Flowchart Penelitian.....	49
<b>BAB IV PEMBAHASAN.....</b>	<b>51</b>
4.1. Perkembangan Reksa dana di Indonesia.....	51
4.2. Pengujian Data Dan Model.....	55
4.2.1. Pengujian Stationer .....	55
4.2.2. Pengujian Autokorelasi.....	55
4.2.3. Uji normalitas .....	57
4.2.4. Uji Heteroskedastisitas.....	57
4.2.5. Uji T.....	58
4.2.6. Uji Signifikansi (Uji T,F,Uji R <sup>2</sup> Dan Adjusted R <sup>2</sup> ).....	60
4.3. Analisa Kinerja reksa Dana .....	63
4.4. <i>Hasil Regresi Stock Selection Dan Market Timing Ability</i> .....	65
4.4.1. Model Henriksson Dan Merton.....	65
4.4.2. Model Treynor Dan Mazuy.....	66
4.5. Penelitian Terdahulu.....	68
4.6. Perkembangan Reksa Dana di Polandia.....	69
<b>BAB V KESIMPULAN DAN SARAN.....</b>	<b>73</b>
5.1. Kesimpulan.....	73
5.2. Saran.....	77
DAFTAR REFERENSI.....	78

## DAFTAR TABEL

<u>Tabel</u>	<u>Halaman</u>
2.1. Pajak Reksa Dana.....	20
2.2. Instrumen Pasar Modal Indonesia.....	26
3.1. Asset Under Management.....	35
4.1. Pertumbuhan Reksa Dana Tahun 1995-2007.....	53
4.2. Jumlah Reksa Dana Berdasarkan Jenis Reksadana Periode 1996-2007.....	54
4.3. Ringkasan Hasil Uji ADF Test.....	55
4.4. Ringkasan Hasil Uji Durbin-Watson.....	56
4.5. Ringkasan Hasil Jarque-Bera.....	57
4.6. Ringkasan Hasil Uji Heteroskedstisitas.....	58
4.7. Ringkasan Hasil Uji t-Test.....	59
4.8. Ringkasan Hasil Uji F-Test dan $R^2$ - adjusted.....	61
4.9. Analisa Kinerja Reksa Dana.....	63
4.10. Ringkasan Hasil Regresi Stock Selection Dan Market Timing Dengan HM.....	65
4.11. Ringkasan Hasil Regresi Stock Selection Dan Market Timing Dengan TM.....	67
4.12. Jumlah Pertumbuhan Reksa Dana di Polandia Berdasarkan AUM.....	72

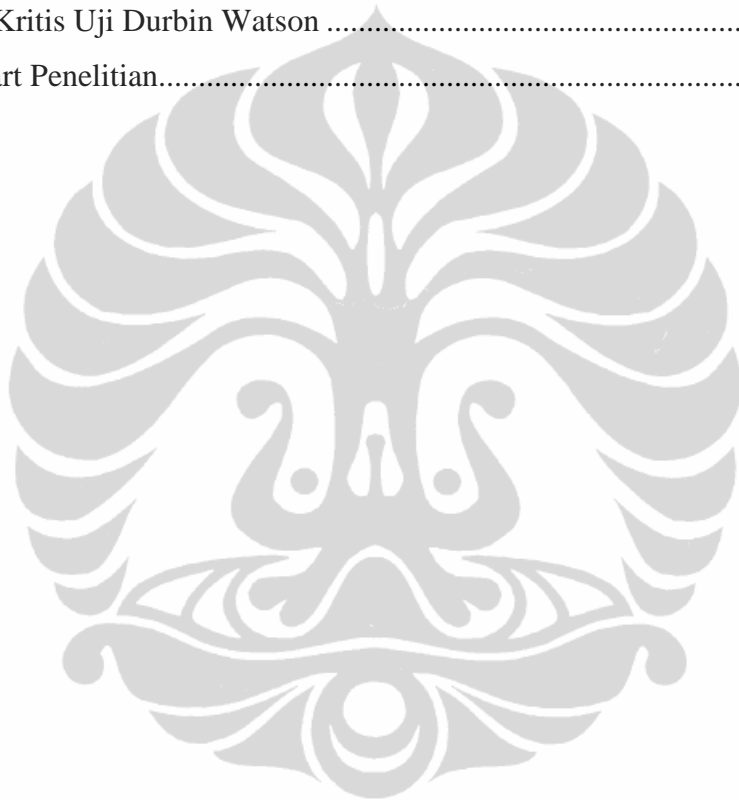
## DAFTAR GRAFIK

<u>Grafik</u>	<u>Halaman</u>
4.1. Pertumbuhan Reksa Dana Tahun 1995 - 2007.....	54
4.2. Jumlah Pertumbuhan Reksa Dana di Polandia.....	71
4.3. Jumlah Pertumbuhan Reksa Dana di Polandia Berdasarkan AUM .....	72



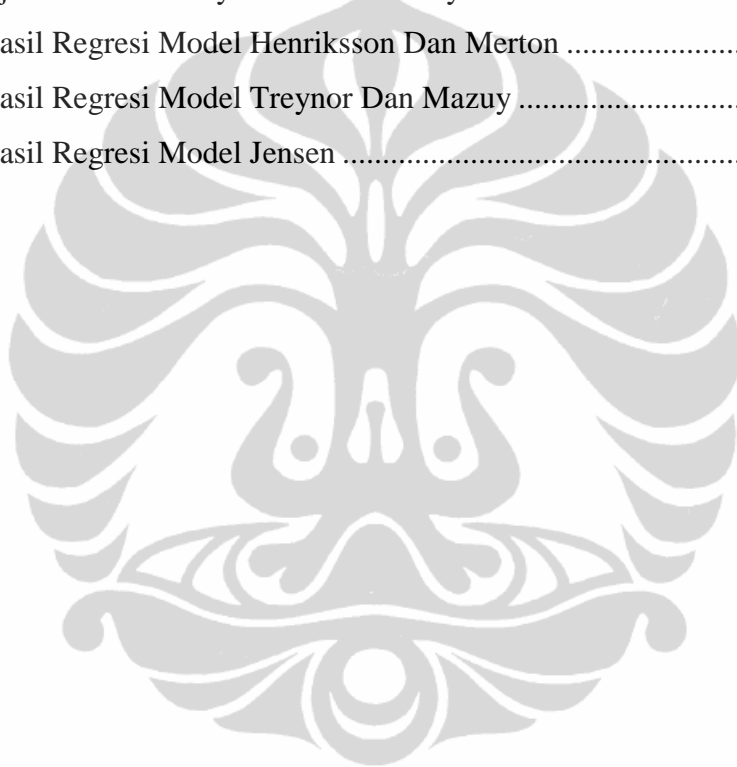
## DAFTAR GAMBAR

<u>Gambar</u>	<u>Halaman</u>
2.1. Mekanisme Transaksi Reksa Dana KIK .....	19
2.2. Systematic Risk dan Unsystematic Risk .....	31
3.1. Daerah Kritis Uji Durbin Watson .....	46
3.10. Flowchart Penelitian.....	49



## LAMPIRAN

<u>Lampiran</u>	<u>Halaman</u>
Lampiran 1.Uji Augmented Dickey Fuller .....	1
Lampiran 2.Jarque Bera Test .....	3
Lampiran 3.Uji Heteroscedacity Breusch-Godfrey.....	4
Lampiran 4.Hasil Regresi Model Henriksson Dan Merton .....	10
Lampiran 5.Hasil Regresi Model Treynor Dan Mazuy .....	12
Lampiran 6.Hasil Regresi Model Jensen .....	14



## BAB 1

### PENDAHULUAN

#### 1.1 Latar Belakang Penelitian

Pada masa ini ada banyak sekali jenis investasi yang ditawarkan dan masing-masing memberikan tingkat return dan risk yang berbeda. Pilihan terhadap investasi tergantung pada preferensi masing-masing investor. Dimana tipe investor berbeda-beda ada yang kecenderungannya agresif (*Risk Seeker*) dan ada juga yang sifatnya konservatif (*Risk Averse*).

Bagi investor yang tidak memiliki kemampuan dalam melakukan investasi dan menginginkan investasi yang dapat memberikan tingkat pengembalian lebih tinggi dari deposito maka instrumen investasi tersebut dikenal dengan nama reksa dana. menurut Undang-Undang (UU) Nomor 8 tentang Pasar Modal, reksa dana adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi. Reksa dana merupakan sarana investasi bagi investor untuk dapat berinvestasi ke berbagai instrumen investasi yang tersedia di pasar. Melalui reksadana investor tidak perlu mengelola setiap hari portfolio atas investasi yang dilakukan karena manajer investasi yang telah mendapat izin dari bapepam yang bertanggung jawab dalam mengelola dana para investornya untuk mengalokasi asset ke berbagai instrumen investasi lainnya seperti: obligasi, SBI, deposito, saham dan sebagainya, yang semuanya bertujuan untuk mencapai tingkat pengembalian yang diharapkan.

Reksadana merupakan produk investasi yang beresiko hal ini disebabkan oleh instrumen investasi yang menjadi portfolio reksadana dan pengelola dari

reksa dana (manajer investasi) yang bersangkutan. Beresiko reksadana karena komponen dari instrumen portfolio yang nilainya berubah setiap waktu. Bila diinvestasikan kedalam obligasi apabila bank Indonesia menaikkan tingkat suku bunga akan menyebabkan nilai dari obligasi mengalami penurunan dan manajer investasi juga membuat reksa dana beresiko jika lupa melakukan penempatan reksadana atau kesalahan dalam pengalokasian asset.

Pada saat ini terutama bagi investor yang bersifat perorangan pada umumnya belum mengerti dalam melakukan valuasi terhadap kinerja dari reksadana. Agar kinerja reksadana dapat dinilai secara wajar maka diperlukan standarisasi penilaian yaitu dengan menggunakan perhitungan nilai asset bersih (NAB) dari reksa dana. Akan demikian penilaian tersebut hanya bersifat jangka pendek dan tidak dapat memberikan informasi mengenai kinerja dari reksadana sebagai hasil dari evaluasi historical data. Pada saat ini pada kenyataan tidak memperoleh informasi yang maksimal terhadap kinerja dari reksadana yang ditawarkan oleh manajer investasi, yang biasanya menjadi alat bagi investor dalam melakukan pertimbangan investasi direksa dana adalah dengan menggunakan prospektus dan NAB. Bahwa bagi kebanyakan orang prospektus merupakan sebuah bacaan yang membosankan tetapi ada banyak informasi penting yang terkandung didalamnya. Sebelum melakukan investasi pada reksa dana hal pertama yang dilakukan adalah memahami isi prospektus dimana didalamnya terdiri dari tujuan investasi, jenis investasi dan kebijakan investasinya.

Reksa dana saham merupakan reksa dana yang memberikan return tertinggi karena investor akan memperoleh dividen dan capital gain. reksa dana saham akan memperoleh dividen tiap tahunnya sehingga dividen tersebut akan didistribusikan kepada pemegang reksa dana saham dan akan memperoleh capital gain jika terdapat kenaikan pada harga saham yang begitu besar. Reksa dana saham pengalokasiannya minimum 80% didalam saham dan sisanya pada pasar uang. maka volatilitas kinerja dari reksa dana saham tergantung dari volatilitas

saham yang dipilih. Reksa dana saham tetap menarik bagi investor karena menjanjikan tingkat return yang lebih tinggi.

Sepanjang tahun 2007, pasar modal dalam negeri sangat bergairah. Banyak faktor yang mendukung kinerja dari pasar modal dalam negeri seperti: penurunan suku bunga acuan BI rate yang kurang lebih sekitar 8.25%, pertumbuhan ekonomi yang tinggi, serta angka inflasi yang terkendali. Kinerja positif pada pasar modal tentu berimbas kepada return atau imbal hasil yang diterima oleh reksa dana terutama reksa dana saham. Bila returnnya menarik tentunya akan banyak masyarakat yang memburu reksa dana sehingga NAB pun ikut melonjak. Tercatat pada awal Januari 2007, NAB masih sebesar Rp.52,8 triliun dan menjelang akhir tahun sudah mencapai Rp.92,1 triliun. Meskipun belum bisa menembus rekor NAB industri yang sempat mencapai titik tertinggi sebanyak Rp.110 triliun pada Februari 2004.

Pada saat ini banyak sekali investor yang bertanya-tanya mengenai kinerja dari reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi dalam negeri maupun manajemen investasi asing di Indonesia dan manakah diantara manajemen investasi tersebut yang dapat menghasilkan return yang tinggi. Oleh sebab itu untuk mencari kebenaran mana yang pengelolaannya lebih baik akan dibuktikan dalam penelitian ini.

## **1.2 Perumusan Dan Pembatasan Masalah**

Walaupun manajer investasi telah menerapkan market timing tetapi pada kenyataannya tingkat pengembalian yang diperoleh masing-masing manajer investasi berbeda. Hal ini dikarenakan oleh adanya perbedaan dalam market timing, management selectivity skill (alpha) dan kemampuan melihat pergerakan harga saham (beta). Maka berdasarkan atas perbedaan tersebut maka permasalahan yang akan dikemukakan adalah:



- Bagaimana tingkat keberhasilan dalam stock selection terhadap reksa dana saham yang dikelola oleh manajemen investasi dalam negeri dan manajemen investasi asing di Indonesia ?
- Bagaimana kemampuan market timing manajemen investasi dalam negeri dan manajemen investasi asing di Indonesia dalam mengelola reksa dana saham ?

Agar penelitian ini memberikan pembahasan yang jelas dan terarah maka dalam penelitian ini permasalahan hanya terbatas pada :

1. Menganalisis kemampuan manajemen investasi dalam mengelola reksa dana baik manajemen investasi dalam negeri maupun asing di Indonesia dengan menggunakan model Henriksson dan Merton dan Treynor dan Mazuy serta Jensen.
2. Faktor – faktor yang mempengaruhi *Return* dari portfolio reksa dana (NAB) adalah *Return market (IHSG)* dan *Risk Free (SBI)*.
3. Periode yang digunakan dalam penelitian dari Januari 2005 sampai dengan Desember 2007

### 1.3 Tujuan Dan Manfaat Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk :

- Menganalisis dan mengevaluasi kinerja reksa dana saham yang memiliki *asset under management (AUM)* terbesar yang terdaftar di Bapepam pada tahun 2005 - 2007

- Mengukur kemampuan market timing reksa dana saham yang dikelola oleh manajemen investasi dalam negeri dan manajemen investasi asing di Indonesia.
- Untuk mengukur tingkat keberhasilan dari stock selection reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi dalam negeri dan asing di Indonesia.

Manfaat penelitian yang diperoleh dari hasil karya akhir ini adalah:

- Memberikan informasi kepada investor atau calon investor mengenai *market timing* dan keberhasilan dalam *stock selection* manajemen investasi sehingga dapat membantu investor dalam pengambilan keputusan mengenai pemilihan reksa dana saham dalam melakukan investasi.
- Memberikan pengetahuan kepada manajemen investasi mengenai reksa dana saham, agar meningkatkan kinerja dari reksadana saham yang dikelolanya dimasa yang akan datang.
- Kalangan akademik, penelitian diharapkan dapat memberikan kontribusinya bagi penelitian selanjutnya mengenai evaluasi kinerja reksa dana saham di Indonesia.

#### 1.4 Metodologi Penelitian

Langkah-langkah untuk membuat Penulisan karya akhir ini dilakukan dengan menggunakan metode penelitian sebagai berikut:

1. Metode pengumpulan data

Metode pengumpulan data dilakukan dengan cara:

- a. Penelusuran Kepustakaan

Metoda ini dilakukan dengan mempelajari buku-buku bacaan, artikel-artikel, serta tulisan-tulisan yang berkaitan dengan pasar modal dan investasi yang mengacu pada teori reksa dana pada umumnya, dan pengukuran kinerja reksa dana saham pada khususnya.

#### b. Pemilihan Sampel dan Sumber Data

Sampel akan dikembangkan dari reksa dana saham yang ada di Indonesia sesuai dengan kriteria tertentu. Periode observasi adalah atas bulanan untuk mendapatkan validitas penelitian, antara Januari 2005 sampai dengan desember 2007. Keseluruhan data yang digunakan merupakan data sekunder.

### 2. Metode analisis kinerja Portfolio

#### a. Metode pengukuran Kinerja dari reksa dana

Kinerja portofolio diukur dengan menggunakan metode pengukuran tingkat pengembalian yang disesuaikan dengan risiko yang terkandung didalamnya. Ada 3 macam metode ini yaitu: Sharpe's Measure, Treynor's measure, dan Appraisal's Measure. Pengukuran dengan membandingkan berbagai metode pengukuran tersebut terhadap kinerja pembandingnya.

#### b. Metode pengukuran Dengan menggunakan *stock selection* dan *market timing*

Return yang dihasilkan pada suatu reksa dana terkait pada kemampuan stock selection dan market timing yang dilakukan oleh manajer investasi pada suatu manajemen investasi baik dalam negeri maupun manajemen investasi asing. Kemampuan stock selection dan market timing dapat diukur dengan menggunakan model Henriksson dan Merton dan Treynor dan Mazuy dan Jensen.

## 1.5 Hipotesis Penelitian

Hipotesis yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

### a) Model Henriksson dan Merton

H.1. : Manajemen investasi reksa dana memiliki kemampuan dalam membeli dan menjual pada saat yang tepat atau memiliki *market timing ability* dengan mengasumsikan variabel lainnya konstan.

$H_0 : \beta_{\square} \leq 0$  Manajemen investasi tidak memiliki *market timing ability*.

$H_1 : \beta_{\square} > 0$  Manajemen investasi memiliki *market timing ability*.

### b) Model Treynor dan Mazuy

H.2.: Manajemen investasi reksa dana memiliki kemampuan dalam membeli dan menjual pada saat yang tepat atau memiliki *market timing ability* dengan mengasumsikan variabel lainnya konstan.

$H_0 : \delta_{\square} \leq 0$  Manajemen investasi tidak memiliki *market timing ability*.

$H_1 : \delta_{\square} > 0$  Manajemen investasi memiliki *market timing ability*.

### c) Model Jensen

H.3.: Manajemen investasi reksa dana memiliki kemampuan dalam memilih saham yang tepat atau memiliki *stock selection ability* dengan mengasumsikan variabel lainnya konstan

$H_0 : \beta_0 \leq 0$  Manajemen investasi tidak memiliki *stock selection ability*

$H_1 : \beta_0 > 0$  Manajemen investasi memiliki *stock selection ability*.

## 1.6 Lingkup Penelitian

Penelitian dilakukan dengan memilih 10 reksa dana saham yang dibagi menjadi dua bagian menjadi reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi dalam negeri dan reksa dana yang dikelola manajemen investasi asing di Indonesia yang didasarkan pada reksa dana saham yang memiliki *asset under management* (AUM) terbesar. Periode penelitian dilakukan mulai dari Januari 2005 – Desember 2007 dengan dasar perhitungan bulanan.

## 1.7 Sistematika Pembahasan

### **BAB I : Pendahuluan**

Bab ini menjelaskan tentang latar belakang permasalahan, pokok dan Pembatasan masalah, tujuan dan manfaat penelitian, metodologi penelitian dan sistematika pembahasan

### **BAB II : Landasan Teori**

Bab ini menjelaskan tentang tentang landasan teori yang berhubungan dengan pengertian, fungsi reksa dana, struktur dan mekanisme reksa dana. Selain itu dijelaskan juga lembaga yang terkait dengan reksa dana, pengelolaan reksa dana, pajak dan juga strategi investasi serta manfaat dari reksa dana serta resiko. Dalam teori akan dijelaskan mengenai NAB dan imbal hasil reksa dana.

### **BAB III: Metodologi Penelitian**

Bab ini menjelaskan tentang rancangan penelitian yang akan dilaksanakan, variable dan pengukurannya, teknik pengumpulan sample, teknik pengumpulan

data, dan metode analisis data yang digunakan penulis dalam penulisan karya akhir ini.

#### **BAB IV: Analisis Data**

Bab ini mengkaji mengenai hasil perhitungan dari model regresi yang digunakan dalam melakukan analisis dan pembatasan dengan menitikberatkan pada kemampuan manajer investasi dalam melakukan strategi aktif market timing dan tingkat keberhasilan stock selection serta dihubungkan dengan kinerja dari masing-masing reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi dalam negeri maupun asing di Indonesia. Dan kemudian dari hasil penelitian yang diperoleh dibandingkan dengan penelitian sebelumnya dan jurnal.

#### **BAB V : Kesimpulan dan Saran**

##### **Kesimpulan**

Bab ini merupakan hasil generalisasi studi yang telah dilakukan atas pernyataan singkat yang diambil dari bab hasil analisa dan pembatasan penelitian yang mengacu untuk mencapai tujuan.

##### **Saran**

Berisi tentang saran untuk penelitian lanjutan yang diperlukan dikemudian hari untuk mengkaji lebih lanjut dalam dan luas masalah yang diteliti obyek, subyek yang berbeda dan mungkin diikuti pula dengan metode penelitian yang berbeda.

## Bab 2

### TINJAUAN PUSTAKA

#### 2.1 Pengertian Investasi

Investasi adalah suatu istilah yang sering digunakan dalam dunia ekonomi dan keuangan. Dalam pengertian yang luas mengandung makna bahwa menyisihkan sebagian pendapatan yang dimiliki guna mengharapkan memperoleh hasil yang lebih besar dimasa yang akan datang. Dalam pengertian ini ada dua hal secara umum yang terkait dalam investasi yaitu *return* dan *risk*. Investasi selain juga dapat menambah penghasilan seseorang tetapi juga dapat membawa dampak pada risiko keuangan bilamana investasi tersebut mengalami kegagalan.

Menurut pendapat dari Bodie K.M (2008:1) mendefinisikan pengertian investasi sebagai berikut: "The current commitment of money or other resources in the expectation of reaping future benefits". Sedangkan pengertian investasi menurut Charles P Jones (2000:3): "The commitment of fund to one or more asset that will be held over some future time period".

Dalam ekonomi, investasi adalah berarti pembelian (dan berarti juga produksi) dari kapital/modal barang-barang yang tidak dikonsumsi tetapi digunakan untuk produksi yang akan datang (barang produksi). Investasi dalam pengertian ekonomi terbagi atas dua yaitu tangibles (seperti : tanah, emas, rumah) dan intangibles (seperti : investasi pada asset keuangan).

Dari beberapa pengertian diatas dapat disimpulkan bahwa investasi merupakan suatu komitmen atas satu atau lebih asset yang disimpan / ditahan untuk jangka waktu yang akan datang dalam rangka untuk menghasilkan suatu manfaat.

### 2.1.1 Alasan Melakukan Investasi

Ada banyak alasan yang mendasari dari kegiatan investasi yang dilakukan. Investasi merupakan suatu usaha yang dilakukan dengan mengeluarkan sejumlah modal tertentu untuk menghasilkan manfaat dimasa yang akan datang. Hasil yang diperoleh dapat berupa uang dapat pula yang lain. Dilihat dari sudut pandang Investor ada beberapa alasan yang mendasari seseorang dalam melakukan investasi diantaranya adalah:

- a) Untuk melindungi kekayaan (asset) investor terhadap pengaruh tingkat inflasi.
- b) Untuk mendapatkan keuntungan yang lebih besar dimasa yang akan datang.
- c) Untuk mengantisipasi ketidakpastian pendapatan dimasa yang akan datang.

Dilihat dari sudut pandang perusahaan, maka investasi merupakan hal yang sangat penting bagi perusahaan karena menyangkut sejumlah modal yang dikeluarkan karena:

- Pengeluaran modal pada perusahaan akan berdampak terhadap kinerja perusahaan dimasa yang akan datang
- Keputusan pengeluaran modal yang telah diambil tidak mungkin dirubah apabila terjadi kesalahan
- Pengeluaran modal menyangkut hidup matinya suatu Perusahaan.



### 2.1.2 Jenis-Jenis Investasi

Menurut Charles P Jones (2000:3) investasi dapat dikelompokkan menjadi dua kategori yaitu: “Financial asset are paper (electronic) claims on some issuer,such as the federal government or a corporation; on the other hand,real asset are tangible assets such as gold,silver,diamond,art and real asset”.

Real asset and Financial asset dapat dijelaskan sebagai berikut :

- a. Financial assets (investasi pada asset keuangan) adalah suatu investasi dimana investor menanamkan dana yang dimilikinya ke dalam asset keuangan yang merupakan klaim terhadap pihak tertentu.Klaim tersebut biasanya dinyatakan dalam bentuk sertifikat atau surat berharga yang menunjukkan kepemilikan asset tersebut,misalnya saham,obligasi dan kredit bank.
- b. Real asset (investasi pada asset nyata) adalah suatu investasi dimana investor menanamkan dana yang dimilikinya ke dalam asset nyata yang dapat dilihat secara fisik atau wujudnya. Misalnya tanah, gedung, perumahan, mesin, pabrik, emas dan lain-lain.

Jenis investasi menurut Agus Sartono (2000:247) berdasarkan jangka waktunya dibedakan menjadi dua:

- Investasi jangka pendek : investasi yang berumur kurang dari satu tahun.
- Investasi jangka menengah : investasi yang berumur lebih dari satu tahun.
- Investasi jangka panjang dibedakan menjadi dua yaitu:
- Investasi menengah : investasi yang berumur antara 1-5 tahun.
- Investasi jangka panjang : investasi yang berumur lebih dari lima tahun.

### 2.1.3 Jenis-Jenis Risiko

Menurut pendapat Dahlan Siamat (2001:206) bahwa risiko yang mungkin dihadapi oleh investor dalam kegiatan investasi di pasar keuangan antara lain sebagai berikut:

- Risiko Pasar (interest rate risk). semua surat berharga termasuk instrument pasar uang memiliki risiko yang disebut market risk atau interest rate risk yaitu risiko yang berkaitan dengan turunnya harga surat berharga (dan tingkat bunga naik) mengakibatkan investor mengalami capital loss.
- Risiko reinvestment. Dalam prakteknya bukan saja surat berharga yang dapat jatuh tetapi juga tingkat bunga. Turunnya harga sekuritas pada gilirannya menyebabkan timbulnya risiko investor yang disebut reinvestment yaitu risiko terhadap penghasilan suatu asset financial yang harus direinvest dalam asset yang berpendapatan rendah.
- Risiko Gagal Bayar (default risk). Risiko yang terjadi akibat debitor tidak mampu memenuhi kewajibannya sesuai dengan yang diperjanjikan.
- Risiko Inflasi. Pemberi pinjaman menghadapi kemungkinan naiknya harga-harga barang dan jasa-jasa yang akan menurunkan daya beli atas pendapatan yang diterimanya.
- Risiko Valuta (currency or exchange rate risk). Investor internasional dihadapkan pada risiko mata uang yaitu: kerugian yang terjadi akibat adanya perubahan yang tidak menguntungkan terhadap kurs mata uang asing.
- Risiko Politik. Risiko ini berkaitan dengan kemungkinan adanya perubahan ketentuan perundangan yang mengakibatkan turunya pendapatan yang

diperkirakan dari suatu investasi atau bahkan akan terjadi kerugian total dari modal yang diinvestasikan.

- Liquidity Risk. Risiko ini dapat terjadi apabila instrument pasar uang yang dimiliki sulit untuk dijual kembali sebelum jatuh tempo.

#### **2.1.4 Karakteristik Investor**

Menurut Bodie Kane Marcus (2008 : 168) karakteristik dari investor dapat dibedakan berdasarkan dari resiko yang ditimbulkan antara lain :

- a) Risk averse  
Investor yang bersifat defensive dalam melakukan investasi dan cenderung memilih investasi yang memiliki resiko yang rendah atau investasi bebas resiko.
- b) Risk Neutral  
Investor yang mempertimbangkan resiko investasi berdasarkan pada tingkat expected rate of return. Untuk tipe ini menganggap bahwa kelebihan resiko merupakan penambahan expected rate of return.
- c) Risk Lover  
Investor yang menyukai resiko dalam melakukan investasi dan melakukan penyesuaian expected return untuk memperoleh kesenangan.

## **2.2 Pengertian Reksa dana**

### **2.2.1 Definisi Reksa dana**

Bodie, Kane dan Marcus (2008 : 936 ) menyatakan bahwa “mutual funds are pools of investors money, They invest in ways specified in their prospectuses and issue shares to investors entitling them to a pro rata portion of the income generated by the funds”.

Menurut Eko. P. Pratomo (2007 : 33) “Reksadana adalah sarana (vehicle) sebagai alternative dari cara berinvestasi”.

Reksa dana merupakan sarana investasi bagi para investor untuk dapat berinvestasi ke berbagai instrumen investasi yang tersedia dipasar melalui reksa dana. Menurut undang-undang pasar modal no.8 tahun 1995, pasal 1 ayat 27 mendefinisikan bahwa reksadana sebagai wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portfolio efek oleh manajer investasi yang telah mendapat izin dari BAPEPAM.

Dari definisi diatas dapat disimpulkan bahwa reksadana adalah sebuah wadah yang menghimpun dana dari investor yang dikelola oleh manajer investasi yang telah mendapat izin dari BAPEPAM yang memiliki kemampuan dan keahlian dalam mengelola dana tersebut untuk dialokasi ke berbagai produk investasi. Investor akan memperoleh bukti investasi dari manajer investasi yang disebut dengan unit penyertaan yang mewakili sebagian dari kepemilikan efek dari reksadana tersebut.

### **2.2.2 Dasar Hukum Reksa dana**

Pada Penjelasan dari undang-undang pasar modal pasal 18 ayat 1 huruf a adalah bahwa reksa dana berbentuk perseroan : “Manajemen investasi yang kegiatan usahanya menghimpun dana dengan cara menjual saham, dan selanjutnya dana dari penjualan saham tersebut diinvestasikan pada berbagai jenis efek yang diperdagangkan dipasar modal dan pasar uang”(undang-undang pasar modal).

Pada penjelasan dari undang-undang pasar modal pasal 18 ayat 1 huruf b adalah reksa dana berbentuk kontrak investasi kolektif (KIK) :”Kontrak antara manajer investasi dan bank kustodian yang mengikat pemegang unit penyertaan dimana manajer investasi diberi wewenang untuk mengelola portfolio investasi

kolektif dan bank custodian diberi wewenang untuk melaksanakan penitipan kolektif”(undang-undang pasar modal).

### 2.2.3 Struktur Reksa Dana

#### Struktur Reksa Dana Berdasarkan Sifatnya

##### a) Reksa Dana Tertutup (closed end mutual fund)

Menurut Reily dan Brown (2003:1075) menyatakan bahwa “A closed end Investment company operates like any other public firm. Its stock trades on the regular secondary market, and the market price of its shares is determined by supply and demand. The typical closed end investment company offers no further shares and does not repurchase the shares on demand”.

Pada jenis reksa dana tertutup bahwa investor akan menjual unit penyertaannya tidak bisa dijual langsung tetapi harus melalui broker terlebih dahulu untuk memperoleh dananya. Mekanisme dari reksa dana tertutup ini hampir sama dengan saham. Biasanya reksa dana tertutup ini nilai aktivitya selalu lebih rendah karena adanya potongan biaya transaksi.

##### b) Reksa Dana Terbuka (open end mutual fund)

Menurut Reily dan Brown (2003 : 1078) menyatakan bahwa “open end investment companies continue to sell and repurchase shares after their initial public offerings. They stand ready to sell additional shares of the fund at the NAV, with or without sales charge, or to buy back (redeem) shares of the fund at the NAV, with or without redemption fee”.

Pada jenis reksa dana terbuka apabila investor akan menjual unit penyertaannya maka manajer investasi wajib untuk membeli kembali unit penyertaan yang dijual oleh investor dan biasanya harganya ditentukan oleh harga penutupan perdagangan pada saat reksadana dijual sehingga manajer investasi tidak mengetahui harga beli atau jual dari unit penyertaan.

#### 2.2.4 Jenis Dan Karakteristik Reksa Dana

Jenis-jenis reksa dana berdasarkan peraturan Bapepam nomor IV.C.3 tentang pedoman pengumuman Harian Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana Terbuka diklasifikasikan dalam empat kategori berdasarkan investasinya (BAPEPAM NO KEP 08/PM/1997) :

a) Reksa dana saham (Equity Funds)

Merupakan reksa dana yang menginvestasikan dananya minimal 80% dari aktivitya dalam bentuk efek bersifat ekuitas. Efek saham umumnya memberikan imbal hasil yang lebih tinggi yang didalamnya terdiri dari capital gain dengan kenaikan dari harga saham dan pendapatan lain berupa deviden. Reksadana jenis ini cocok bagi investor yang memiliki sifat risk seeker karena risikonya tinggi tetapi diimbangi dengan potensi pertumbuhan nilai investasi yang besar. Biasanya reksadana jenis ini dipilih oleh investor yang berjiwa muda yang menyukai tantangan dalam berinvestasi. Kendala utama yang dihadapi oleh investor antara lain : terbatasnya kemampuan untuk menganalisa dan memilih saham, terbatasnya dana untuk melakukan diversifikasi, serta terbatasnya waktu untuk terus memonitor kondisi pasar. Reksadana ini menarik bagi investor yang mengerti potensi investasi pada saham untuk jangka panjang, sehingga dana yang digunakan untuk investasi merupakan dana untuk kebutuhan jangka panjang.

b) Reksa dana Pendapatan Tetap (Fixed Income)

Merupakan reksa dana yang menginvestasikan dananya minimal 80% dari aktivitya dalam bentuk efek bersifat utang. Efek bersifat hutang memberikan penghasilan dalam bentuk bunga seperti : deposito, SBI, obligasi dan instrument lainnya. Pada umumnya reksadana

jenis ini memanfaatkan instrument obligasi sebagai bagian terbesar dari investasinya. Biasanya hasil dari investasi obligasi akan memperoleh kupon disertai dengan pokoknya pada saat jatuh tempo. Manfaat yang diperoleh investor dalam reksadana pendapatan tetap adalah dapat menikmati investasi pada obligasi dengan dana yang kecil dan keuntungan dalam hal diversifikasi portfolio. Reksadana ini cocok digunakan oleh investor yang memiliki sifat risk averse karena risikonya rendah. Reksadana jenis ini cocok digunakan untuk investasi jangka menengah dan panjang (lebih besar dari 3 tahun) dengan risiko yang rendah.

c) Reksa dana pasar uang (Money Market)

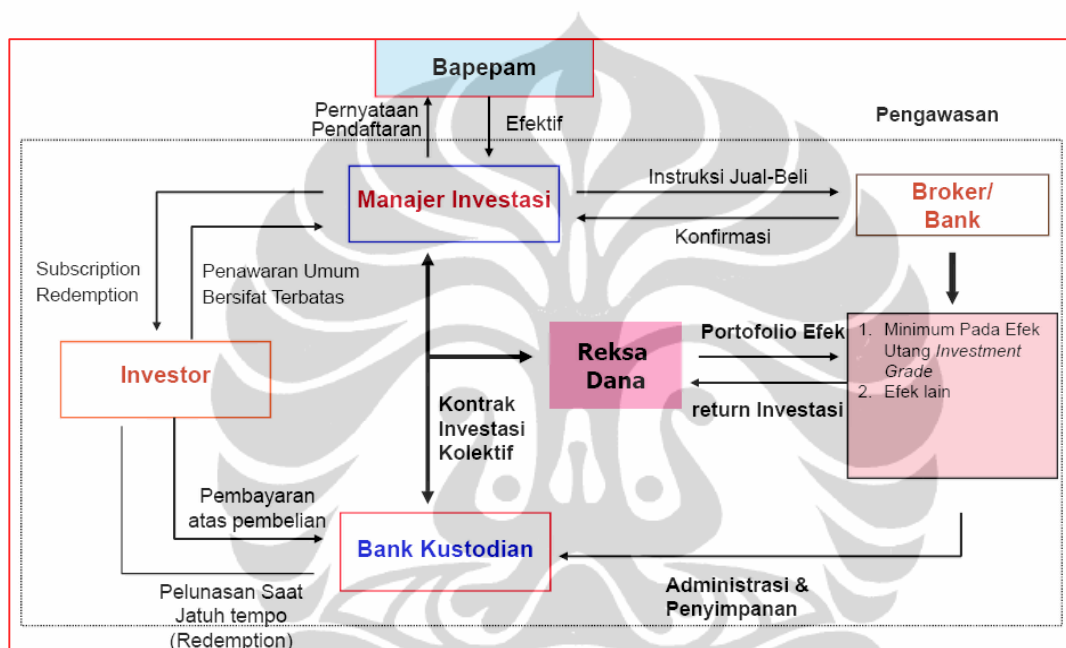
Merupakan reksa dana yang hanya melakukan investasi pada 100% pada efek pasar uang yaitu efek-efek hutang yang berjangka waktu kurang dari 1 tahun. Instrumen atau efek yang masuk dalam reksadana ini meliputi: deposito, SBI, obligasi serta efek hutang lain dengan jatuh tempo kurang dari satu tahun. Reksadana ini memiliki tingkat risiko yang rendah dan potensi keuntungan investasi yang terbatas. Hasil dari investasi reksadana pasar uang sangat mirip dengan tingkat suku bunga deposito karena sebagian besar portfolio reksadana pasar uang terdiri dari deposito. Reksadana jenis ini cocok untuk jangka pendek (kurang dari 1 tahun). Cocok bagi investor yang membutuhkan dana dari hasil investasi yang relatif cepat.

d) Reksa dana campuran (Balanced Fund)

Merupakan reksadana yang melakukan investasi dalam efek bersifat ekuitas dan efek bersifat utang. Komposisi saham atau ekuitas berkisar 50%-65% dan sisanya pada obligasi. Reksadana jenis ini merupakan campuran antara reksadana pendapatan tetap dengan reksadana

saham. Bagi investor yang kurang berani menerima risiko yang terlalu besar namun ingin hasil yang sedikit lebih besar maka dapat memilih reksadana ini sebagai alternative pilihan.

### 2.2.5 Mekanisme Transaksi Reksadana kredit Investasi Kolektif ( KIK)



Sumber : Bapepam

Gambar 2.1 Mekanisme Transaksi Reksa Dana KIK

Prosedur mekanisme transaksi reksadana Kontrak Investasi Kolektif (KIK) dapat diuraikan sebagai berikut :

1. Seorang investor yang ingin melakukan investasi di Reksa Dana Kontrak Investasi Kolektif menghubungi Manajer Investasi yang mengeluarkan reksa dana tersebut atau agen penjualnya. Pemodal dapat menanyakan langsung semua informasi mengenai reksa dana yang dikeluarkan oleh Manajer Investasi yang bersangkutan.



2. Setelah memutuskan untuk melakukan investasi, investor harus membayar sejumlah nilai investasi ke Bank Kustodian. Kemudian bukti transfer beserta formulir permohonan pembelian reksa dana diserahkan kepada Manajer Investasi atau agen penjualnya.
3. Manajer Investasi akan menghubungi Bank Kustodian untuk menerbitkan surat konfirmasi (sebagai bukti investasi yang berisi banyaknya unit penyertaan) kepada investor.
4. Pada saat investor ingin menjual kembali investasinya dalam Reksa Dana Kontrak Investasi Kolektif yang telah dibeli, investor menghubungi Manajer Investasi atau agen penjualnya dengan menyerahkan surat konfirmasi.
5. Manajer Investasi akan memerintahkan kepada Bank Kustodian untuk melakukan pembayaran ke rekening pemodal yang melakukan redemption tersebut.

### 2.2.6 Aspek Perpajakan

Berdasarkan pada surat Edaran Dirjen Pajak Nomor : SE-18/PJ.42/1996 tanggal 30 April 1996 tentang perlakuan pajak penghasilan atas perusahaan reksadana yang telah diatur dalam ketentuan pajak yang berlaku sebagai berikut:

**Tabel 2.1 Pajak Reksadana**

No	Uraian	Perlakuan PPh	Dasar Hukum
A.	Penghasilan Reksa Dana yang berasal dari :		
	a) Dividen	Bukan Objek PPh	Pasal 4 (3) huruf f UU PPh
	b) Bunga obligasi	Bukan Objek PPh	Pasal 4 (3) huruf i UU PPh
	c) Bunga Deposito/Tabungan	PPh Final (15%)	PP 51 Tahun 1994
	d) Capital gain saham dibursa	PPh final (0,1%)	PP 41 Tahun 1994
	e) Commercial paper dan surat utang lainnya	PPh tarif umum	Pasal 4 (1) UU PPh
B.	Bagian laba termasuk pelunasan kembali (redemption) unit penyertaan yang diterima pemegang unit	Bukan Objek PPh	Pasal 4 (3) huruf h UU PPh

Sumber : Bapepam

Universitas Indonesia

### 2.2.7 Nilai Aktiva Bersih (NAB)

Pada Reksa dana nilai aktiva bersih merupakan suatu indikator yang digunakan untuk menentukan harga jual dan harga beli dari setiap unit penyertaan reksa dana. Perubahan dari nilai aktiva bersih dapat digunakan untuk melihat peningkatan atau penurunan dari kinerja reksa dana. Biasanya nilai aktiva bersih dihitung oleh Bank Kustodian dimana untuk reksa dana terbuka saham perhitungannya dilakukan setiap hari dan dipublikasikan. Sedangkan dengan nilai aktiva bersih tertutup perhitungannya hanya dilakukan sekali seminggu. Besaran dari NAB sangat dipengaruhi juga oleh adanya dana yang masuk dan keluar. Dalam melakukan perhitungan semua biaya telah dimasukkan kedalamnya seperti investment fee, biaya akuntan publik, biaya bank kustodian dan biaya lainnya.

Total nilai aktiva bersih pada periode tertentu

$$\text{Total NAB} = \text{Nilai Aktiva} - \text{Nilai Kewajiban}$$

Nilai Aktiva Bersih (NAB perunit)

$$\text{NAB perunit} = \frac{\text{Total Nilai Aktiva Bersih}}{\text{Total Unit Penyertaan Yang Diterbitkan}}$$

Keterangan :

Total NAB : Jumlah nilai aktiva bersih pada periode tertentu

NAB per unit : Nilai aktiva bersih per saham atau unit penyertaan pada

periode tertentu.

### 2.2.8 Keuntungan Dalam Berinvestasi di Reksa Dana

Dengan munculnya produk investasi yang bernama reksa dana memberikan beberapa keuntungan baik bagi likuiditas pasar modal maupun investor diantaranya adalah :

- a) Investor memiliki akses untuk menyusun portfolio dari beragam instrument investasi yang sulit dan mahal untuk dilakukan sendiri.
- b) Diversifikasi secara dengan sendirinya karena portfolio investor dengan sendirinya akan tersebar ke beragam asset disesuaikan dengan profil resiko masing-masing investor.
- c) Barrier to entry rendah. Bagi siapapun yang ingin berinvestasi pada reksa dana bisa dimulai hanya dengan Rp.200 ribu.
- d) Investasi dikelola oleh manajer investasi yang professional dengan administrasi oleh kustodian dan diawasi secara ketat oleh Bapepam LK.
- e) Investor institusional seperti dana pension, bank, perusahaan swasta, juga dapat memetik keuntungan dari reksa dana.
- f) Bagi pemerintah dan perusahaan manajemen investasi, reksa dana merupakan salah satu sumber dana investasi yang dapat menjangkau investor secara luas sehingga dana terkumpul bisa jauh lebih besar.
- g) Biaya transaksi lebih rendah dibandingkan jika investor individu melakukan transaksi langsung di bursa efek.
- h) Likuiditas tinggi. Unit penyertaan dapat dibeli atau dijual kembali setiap hari dibursa melalui manajer investasi.

- i) Dengan melakukan investasi pada reksa dana dengan demikian investor tidak perlu memantau setiap hari atas portfolio investasinya karena hal tersebut telah dilakukan oleh manajer investasi yang professional dibidangnya.

### 2.2.9 Pihak – Pihak Yang Terkait Dalam Reksa Dana

Lembaga – lembaga yang terlibat didalam kegiatan reksa dana dibagi menjadi dua bagian pada umumnya yaitu lembaga pemerintah dan lembaga swasta. Dimana lembaga pemerintah terkait dengan Bapepam sedangkan lembaga swasta yang berhubungan dengan reksa dana adalah sebagai berikut :

#### a) Bapepam

Bapepam merupakan suatu badan pemerintah yang melakukan pengawasan bagi kegiatan pasar modal di Indonesia. Hal tersebut dilakukan dengan tujuan agar pasar modal di Indonesia menjadi lebih teratur, efisien, transparan dan melindungi kepentingan masyarakat khususnya investor pasar modal.

Bapepam tidak hanya member ijin usaha pada reksa dana tetapi memberikan ijin usaha bagi manajer investasi selain itu baik akuntan publik, bank kustodian dan agen penjual reksa dana harus terdaftar di Bapepam. Sesuai dengan undang-undang nomor 8 tahun 1995 tentang pasar modal dan peraturan pelaksanaannya maka Bapepam dapat mengganti manajer investasi setiap saat.

#### b) Manajer Investasi (MI)

Manajer investasi merupakan pihak yang bertanggung jawab dalam mengelola dana yang terkumpul dalam reksa dana. Manajer Investasi memperhatikan setiap kegiatan investasi mulai dari analisis investasi, pengambilan keputusan, monitoring pasar atau mengambil tindakan emergency yang sekiranya diperlukan. Setiap

manajer investasi harus mendapat izin dari Bapepam dalam mengelola dana investor. Manajer investasi akan memperoleh fee dari pengelolaan dana investor. Kekayaan atas reksa dana disimpan pada Bank Kustodian. Kebijakan yang dilakukan oleh manajer investasi harus sesuai dengan undang-undang nomor 8 tahun 1995 tentang pasar modal dan peraturan pelaksanaannya.

#### c) Bank Kustodian

Bank kustodian adalah pihak yang memegang dana investasi sehingga dana investor tidak dipegang langsung atau disalah gunakan oleh manajer investasi. Bank kustodian mengawasi setiap hari penggunaan dana. Biasanya yang menjadi Bank kustodian merupakan bank umum yang disetujui oleh Bapepam LK untuk menyelenggarakan jasa kustodian atau penitipan efek secara kolektif dan harta lain serta menerima deviden, bunga atau hak-hak lainnya. Bank kustodian akan mendapatkan kustodian fee sekian persen dari dana yang dikelolanya yang dipotong langsung dari nilai NAB/NAV. Berdasarkan undang-undang nomor 8 tahun 1995 tentang pasar modal menyebutkan bahwa kustodian merupakan pihak yang memberikan jasa penitipan efek dan harta lain yang berkaitan dengan efek serta jasa lain yang berkaitan dengan efek serta jasa lain termasuk menerima deviden, bunga dan hak-hak lainnya.

#### d) Konsultan Hukum

Konsultan hukum memiliki peranan yang penting dalam kegiatan reksa dana. Bertugas untuk memeriksa apakah KIK telah memuat dengan jelas mengenai kewajiban manajer investasi, bank kustodian serta dokumen-dokumen yang mendukung penerbitan reksa dana tersebut. Konsultan hukum memberikan pendapat mengenai anggaran atau akte pendirian lembaga-lembaga tersebut, kepemilikan izin usaha dan gugatan-gugatan atau tuntutan pidana atau perdata pada lembaga peradilan atau perselisihan administrasi dengan instansi pemerintah yang berwenang atau sedang dalam proses kepailitan. Pendapat

tersebut sangat diperlukan untuk menciptakan keadaan lembaga-lembaga tersebut dari segi hukum.

e) Notaris

Notaris mempunyai peranan dalam membuat atau melegalisasi kontrak yang dibuat pada kontrak investasi kolektif yang mana biasanya berupa kontrak antara manajer investasi dengan bank kustodian.

f) Wakil Agen Penjual Efek Reksa Dana (WAPERD)

WAPERD adalah seseorang yang mendapat ijin dari Bapepam untuk bertindak sebagai wakil perusahaan efek untuk menjual efek reksa dana. Ijin tersebut hanya digunakan pada perusahaan efek. Biasanya WAPERD telah lulus uji dan mendapatkan sertifikat dalam bidang pasar modal. Hal tersebut merupakan syarat yang ditentukan oleh Bapepam untuk mendapatkan ijin menjadi WAPERD.

### 2.3 Instrumen Pasar Modal Indonesia

Tabel 2.2 Instrumen Pasar Modal Indonesia

Instrumen	Definisi	Keuntungan	Resiko	
Saham	sertifikat yang menunjukkan bukti kepemilikan suatu perusahaan	capital gain dividen	Capital loss Tidak ada pembagian dividen Resiko likuidasi	
	Obligasi	Efek bersifat hutang	Capital gain	Gagal bayar
		Bunga dgn jumlah - dan waktu yang di - tetapkan		Capital loss Callability
Dpt dikonversi kesaham				
Memiliki klaim pertama - saat emiten dilikuidasi				
Bukti right		Sekuritas yang memberikan hak kepada pemiliknya utk membeli saham baru prsh dengan harga & dlm periode tertentu.	Capital gain dgn leverage - jika bukti right ditukar - dgn saham baru Capital gain diperoleh - pd pasar skunder	Capital loss dgn leverage Capital loss dipasar skunder
		Waran	sekuritas yang melekat pada penerbitan saham ataupun obligasi yang memberikan hak membeli saham perusahaan - dgn harga & jangka waktu tertentu	Capital gain dgn leverage - jika dikonversi mjd saham Capital gain diperoleh - pd pasar skunder
	Kontrak berjangka		Kontrak/ perjanjian berjangka -	Hedging instrumen Capital loss dgn leverage
	indeks saham		indeks saham dgn variabel - pokok indeks	Spekulasi dgn leverage Arbitrase
Reksa dana		Saham, obligasi atau efek lain - yg dibeli oleh sejumlah investor - & dikelola oleh perusahaan - investasi profesional	Tingkat pengembalian yg - potensial Pengelolaan dana oleh - manajemen yg profesional Likuiditas	Capital loss Resiko likuidasi pd reksa dana - reksa dana tertutup
	Depositto berjangka	jenis tabungan pada bank dgn - jangka waktu tertentu	Bunga Tdk ada capital loss	Tingkat suku bunga rendah Tdk ada capital gain

Sumber : Bapepam

## 2.4 Strategi Manajemen

### a) Manajemen Pasif

Manajemen pasif biasanya memegang sekuritas dalam jangka waktu yang relatif panjang serta tidak ada perubahan terhadap komposisi dalam portfolionya. Para manajer investasi yang menggunakan strategi pasif mengasumsikan bahwa pasar dalam keadaan efisien sehingga harga dari sekuritas mencerminkan informasi yang tersedia di pasar, semua informasi yang diterima sama. Manajer pasif akan mengikuti pasar dan tidak memiliki usaha untuk mengalahkan pasar (*beat the market*).

Pada manajer pasif ini usaha yang dilakukan hanya menjaga agar portfolionya *well diversified* tanpa melakukan analisa lebih lanjut untuk mengetahui sekuritas yang memiliki *undervalued* maupun *overvalued*. Dalam manajemen pasif ini komposisi dalam portfolionya yang diinvestasikan pada aktiva bebas risiko (*risk free asset*) dan aktiva berisiko (*risky asset*) dipasar modal yang mana biasanya komposisinya selalu tetap atau dengan kata lain jarang sekali melakukan perubahan. Manajer pasif tidak melakukan peramalan terhadap perubahan parameter ekonomi yang akan berdampak pada hasil dari portfolio serta tidak bereaksi melakukan antisipasi.

Menurut Bodie et al (2008 :187) alasan yang mengemukakan mengapa investor lebih memilih melakukan strategi pasif dalam mengelola sekuritasnya adalah :

- Biaya yang dikeluarkan untuk melakukan investasi lebih murah.

Karena manajer investasi hanya mengikuti kinerja dari indeks pasar sehingga sebagai dasar untuk pembentukan dalam menyusun portfolio reksa dana. Dan management fee bagi manajer investasi juga kecil karena biaya operasionalnya



rendah, tidak melakukan riset yang begitu besar serta turnover dari perdagangan tidak begitu besar.

- Mengejar Free rider benefit

Karena yang digunakan sebagai dasar dalam menyusun portfolio adalah indeks pasar yang merupakan patokan bagi kinerja dari saham.

#### b) Manajemen Aktif

Manajemen aktif adalah dimana manajemen yakin bahwa harga saham dari waktu ke waktu akan mengalami undervalue (*mispriced*). Mereka tidak akan melakukan suatu tindakan jika mereka yakin bahwa pasar itu efisien. Menempatkan sesuatu yang berbeda karena mereka menggunakan prediksi yang menyimpang pada estimasi terhadap risk maupun expected returns yang berbeda dari pendapat secara umum. Beberapa manajer aktif akan mengalami peningkatan dari rata-rata pada umumnya terhadap portfolionya dan beberapa manajer aktif yang lain mungkin akan mengalami penurunan terhadap rata-rata pada umumnya terhadap portfolionya. Cara pemikiran yang digunakan adalah mereka mempunyai dua komponen yaitu: market portfolio dan deviation untuk mendapatkan keuntungan dari sekuritas yang *mispriced*.

Kemudian strategi aktif juga berusaha untuk memperoleh *reward to variability* yang lebih baik daripada portfolio indeks pasar, dengan menambahkan sekuritas yang masih *undervalued*. *Reward to variability ratio* adalah nilai harapan tingkat pengembalian investasi dikurangi dengan tingkat suku bunga bebas risiko lalu dibagi dengan standar deviasi. Pada dasarnya keputusan ini menyangkut pemilihan sekuritas dari portfolio *risky assets* agar menghasilkan suatu portfolio dengan *reward to variability*. Dalam strategi aktif ini banyak sekali aktivitas yang dilakukan dibandingkan dengan strategi pasif dimana para manajer aktif dituntut untuk melakukan *security selection ability* dan juga market timing serta biaya

untuk melakukan analisis terhadap parameter ekonomi, biaya transaksi atas jual dan beli sekuritas yang dilakukan dan pajak atas capital gain sehingga yang menyebabkan biaya manajemen aktif lebih tinggi. Keuntungan yang diperoleh oleh investor antara lain: investor memperoleh analisis dan informasi yang lebih unggul dari investor lainnya sehingga akan memperoleh tingkat return yang lebih baik. Perbedaan yang paling kontras antara manajer aktif dan manajer pasif adalah bahwa manajer aktif berusaha untuk mengantisipasi terhadap setiap perubahan parameter ekonomi yang dapat mempengaruhi terhadap *return* yang dihasilkan.

## 2.5 Pengukuran risiko

Secara umum risiko didefinisikan bahwa peluang dari kejadian yang tidak diharapkan akan terjadi (Brigham:1999,160). Dalam memilih suatu investasi risiko investasi harus diperhitungkan karena hal tersebut berguna untuk menghindari kerugian. Setiap hari harga saham berfluktuasi naik turun, hal tersebut yang menjadi salah satu faktor risiko sistematis dari suatu portfolio yang sehingga menjadi ketidakpastian dalam tingkat *return* yang diperoleh. Risiko digunakan untuk menghitung tingkat pengembalian yang dikehendaki (*required of return*). Risiko dari suatu investasi dapat diukur dari besarnya nilai sebaran (*variance*) atau simpangan baku (*standar deviasi*) dari *expected return* investasi tersebut. Semakin besar tingkat penyebarannya maka semakin besar pula risiko yang terkandung dalam investasi tersebut.

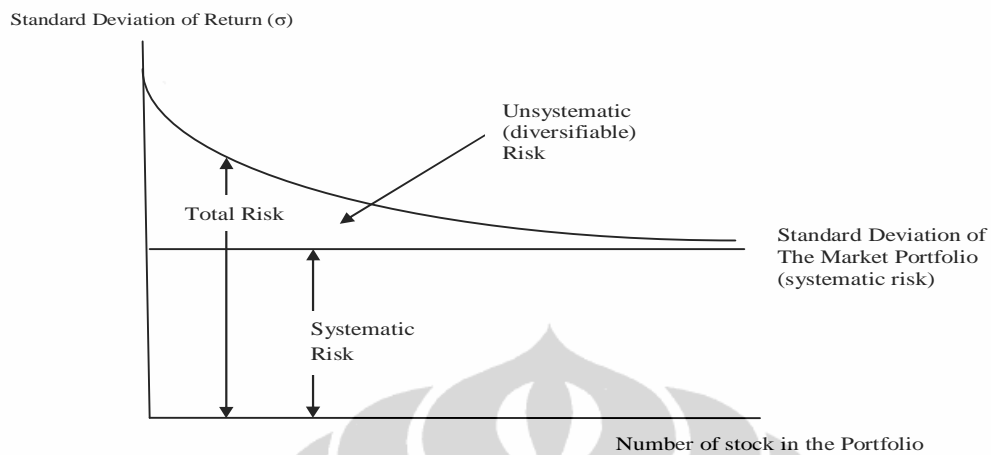
Berdasarkan klasifikasi dari risiko terbagi dua yaitu :

- a) *Systematic Risk*, merupakan risiko yang berasal dari luar lingkungan perusahaan yang tidak dapat dikontrol dan diversifikasi oleh bagian dari manajemen yang terdiri dari :
  - *Market Risk* , merupakan risiko yang berkaitan dengan perekonomian secara makro yang mana menyangkut unsur ketidakpastian tingkat

pengembalian portofolio yang disebabkan oleh ekspektasi investor yang dipengaruhi oleh iklim politik, ekonomi, sosial budaya dan psikologi pasar.

- *Intrereest Rate Risk*, merupakan risiko akibat ketidakpastian nilai pasar dan tingkat penghasilan di masa datang yang disebabkan oleh fluktuasi tingkat bunga secara keseluruhan.
  - *Purchasing Power Risk*, merupakan risiko yang disebabkan ketidakpastian nilai yang disebabkan oleh inflasi, bila inflasi naik, investor mengalami penurunan daya beli terhadap suatu barang atau jasa.
- b) *Unsystematic Risk*, merupakan firm spesifik risk yang ada pada perusahaan atau aset keuangan tertentu sehingga dapat diminimalisasi dengan cara diversifikasi. Biasanya risiko ini dapat dikurangi bahkan menjadi nol atau yang tinggal hanya risiko sistematik. Risiko ini terbagi menjadi dua bagian yaitu :
- *Business Risk* , merupakan risiko dalam menerima hasil yang berasal dari adanya efisiensi perusahaan dan siklus usaha.
  - *Financial Risk* , merupakan risiko dalam kaitannya dengan keputusan pembiayaan yang sangat mempengaruhi biaya bunga, laba yang akan dibagi dan tingkat pengembalian.

Penjumlahan dari *Systematic* dan *Unsystematic Risk* dijelaskan dalam gambar berikut ini :



Sumber : *Investment Analysis and Portfolio Management, Reilly & Brown ( 2006:237)*

**Gambar 2.2 Systematic Risk dan Unsystematic Risk**

## 2.6 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

*Capital Asset Pricing Model* adalah model yang digunakan untuk menentukan berapa tingkat imbal hasil yang diharapkan dari suatu investasi aset berisiko. CAPM menjelaskan hubungan antara imbal hasil yang diharapkan dengan risiko sistematis dan penilaian aset portofolio. Tingkat imbal hasil yang diminta oleh investor akan dipengaruhi oleh risiko saham atau portofolio tersebut. Dengan dapat menentukan tingkat imbal hasil yang diharapkan, maka CAPM juga dapat memberikan gambaran kepada investor apakah suatu aset investasi keuangan tersebut *undervalue*, *properly value*, atau *overvalue*. Disebut *undervalue* apabila imbal hasil aktual aset berisiko lebih kecil daripada imbal hasil yang diharapkan sehingga masih memiliki potensi untuk naik, sedangkan *properly value* adalah apabila imbal hasil aktual mendekati sama dengan yang diharapkan, dan *overvalue* adalah apabila imbal hasil aktual lebih besar dari yang diharapkan sehingga ada potensi akan turun. Tingkat imbal hasil / pengembalian dari saham secara individu dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$E(R_p) = R_f + [E(R_m) - R_f] \beta_p \dots \dots \dots (2.1)$$

Dimana:

$E(R_p)$  = Tingkat pengembalian yang diharapkan

$R_f$  = Tingkat pengembalian asset bebas resiko

$E(R_m)$  = Tingkat pengembalian portfolio pasar yang diestimasikan

$\beta_p$  = Beta portfolio

$E(R_m) - R_f$  = Premi resiko pasar

Rumus tersebut mengasumsikan bahwa saham dalam portfolio telah terdiversifikasikan dengan baik, yang mana saham dalam portfolio terdiri dari sejumlah besar efek dengan proporsi yang cukup kecil sehingga bila terjadi perubahan terhadap tingkat pengembalian efeknya, dapat diabaikan terhadap tingkat pengembalian secara keseluruhan portfolio yang mana hanya resiko sistematis yang terjadi. Resiko sistematis dapat dilihat dari koefisien beta. Koefisien beta ( $\beta$ ) mengukur kepekaan suatu saham terhadap perubahan portfolio pasar. (Husnan : 2001, 208). Misalnya sebagian besar perusahaan akan mengalami penurunan harga sahamnya jika tingkat inflasi naik lebih besar dari yang diharapkan dengan demikian korelasi negatif.

## BAB 3

### METODOLOGI PENELITIAN

#### 3.1 Metode Penelitian

Dalam penelitian ini menggunakan analisis deskriptif kuantitatif dimana melakukan penelitian terhadap reksadana saham untuk memberikan gambar mengenai fakta dan karakteristik yang berhubungan dengan reksadana saham berdasarkan dari data yang diperoleh. Kemudian dilakukan evaluasi penilaian terhadap kinerja dan market timing dari reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi dalam negeri dan manajemen investasi asing.

#### 3.2 Definisi Operasional

Definisi operasional variable merupakan penjelasan dari pengertian variable-variabel baik variable bebas maupun terikat yang digunakan dalam penelitian. Agar pemahaman mengenai variable-variabel dalam penelitian ini tidak bias maka diperlukan adanya definisi mengenai pengertian dari variable-variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

- Return market (Pasar)

Return bulanan yang didapatkan dari IHSG (indeks harga saham gabungan). IHSG biasanya digunakan atau dipakai sebagai patokan untuk melihat return pasar saham. Untuk menghitung return market digunakan rumus sebagai berikut :

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \dots\dots\dots(3.1)$$

$P_{t-1}$

Dimana :

$P_t$  = Nilai IHSG ke  $i$  pada periode  $t$

$P_{t-1}$  = Nilai IHSG ke  $i$  pada periode  $t-1$

- Tingkat Suku Bunga Bank Indonesia ( SBI )

Pada penelitian ini untuk mengukur kinerja dari market timing dan stock selection pada pengelolaan reksadana saham maka digunakan tingkat suku bunga SBI dengan jangka waktu 1 bulan dipakai sebagai patokan (*benchmark*) sebagai suku bunga bebas resiko (*risk free rate*). Untuk Negara Indonesia, Sudah dikenal oleh masyarakat bahwa SBI memang sudah menjadi instrument keuangan yang dianggap bebas resiko hal ini disebabkan karena tingkat likuiditas dan jangka waktu yang pendek jika dibandingkan dengan instrumen keuangan pemerintah lainnya. Biasanya dalam melakukan penentuan tingkat suku bunga secara keseluruhan maka tingkat suku bunga SBI 1 bulan selalu dijadikan patokan oleh para pelaku.

- Return Reksadana (Portfolio)

Return portfolio merupakan hasil atau keuntungan yang diperoleh oleh investor dalam melakukan investasi pada instrumen keuangan reksadana baik yang sudah direalisasikan maupun tingkat keuntungan yang akan diharapkan dimasa yang akan datang. Rumus yang digunakan dalam menghitung *return* portfolio adalah sebagai berikut :

$$\text{Return Portfolio} = \frac{\text{NAB}_t - \text{NAB}_{t-1}}{\text{NAB}_{t-1}} \dots\dots\dots(3.2)$$

NAB t - 1

Dimana :

NABt = NAB pada periode t

NABt-1 = NAB pada periode t-1

### **3.3 Metode Pengamatan**

Penelitian yang dilakukan dengan menggunakan data periode penelitian dari bulan januari 2005 sampai dengan bulan desember 2007. Jadi ada 36 data yang masuk dalam penelitian.

### **3.4 Obyek penelitian**

Obyek yang digunakan dalam penelitian ini adalah reksadana yang masuk dalam kategori reksadana saham yang masuk peringkat kedalam 15 besar asset under management dan memenuhi syarat pada periode pengamatan

**Tabel 3.1 Asset Under Management**



No	MI dalam negeri	Dalam negeri	Luar negeri	Jumlah (Rp.M)
1	Trimegah Securities Tbk	3,921.49	0.00	3,921.49
2	NISP Sekuritas	3,699.52	0.00	3,699.52
3	Batavia Prosperindo A Mjn	3,640.43	0.00	3,640.43
4	Panin Sekuritas	2,349.83	0.00	2,349.83
5	Danareksa Inv. Mgt.	4,517.60	940.44	5,458.04
No	MI asing	Dalam negeri	Luar negeri	Jumlah (Rp.M)
1	Schroder Inv. Mgt.	25,526.26	0.00	25,526.26
2	Fortis Investments	21,731.58	0.00	21,731.58
3	Manulife Aset Mjn	18,872.62	0.00	18,872.62
4	Bahana TCW Inv. Mgt.	7,514.98	0.00	7,514.98
5	Nikko Securities	3,471.50	0.00	3,471.50

Sumber : Bapepam L-K

### 3.5 Metode Penarikan Sampel

Penelitian ini menggunakan tehnik pengambilan sampel purposive sampling yaitu pengambilan sampel berdasarkan tujuan-tujuan tertentu. Tujuan tersebut adalah sebagai berikut periode pengambilan sampel jangka panjang / lebih dari 1 tahun untuk bisa mendapatkan data yang dianggap mempunyai distribusi normal.

Selain itu pengambilan sampel juga bertujuan untuk bisa mencakup sebanyak mungkin produk reksadana saham yang sekarang masih aktif, untuk ada pada periode pengamatan dalam ketersediaan data yang membuat reksadana saham yang diambil mempunyai periode waktu dari bulan januari 2005 – desember 2007 (36 bulan).

### 3.6 Data Yang Digunakan

Penelitian ini menggunakan data-data sebagai berikut :

- Data nilai aktiva bersih (NAB) / unit penyertaan produk reksadana saham yang diperoleh dari Bapepam untuk periode januari 2005 – desember 2007

- Data tingkat suku bunga bebas resiko / SBI satu bulan untuk periode januari 2005 – desember 2007
- Data Indeks harga saham gabungan (IHSG) bulanan dibursa efek Indonesia untuk periode januari 2005 – desember 2007

### 3.7 Metode Pengumpulan Sampel

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data skunder yang berasal dari berbagai sumber. Data penelitian yang dikumpulkan adalah data historis tahun 2005-2007. Penelitian data selama 2 tahun tersebut berdasarkan kelengkapan data sampel penelitian ini menggunakan data cross section selama beberapa tahun.

Data skunder berupa NAB reksadana saham yang diperoleh melalui laporan bulanan mengenai perkembangan reksadana Bapepam dan [www.Bapepam.go.id](http://www.Bapepam.go.id). Data IHSG diperoleh melalui JSX Monthly Statistics dan [www.BEI.co.id](http://www.BEI.co.id) dan untuk SBI dan tingkat inflasi diperoleh dari [www.bank Indonesia .co.id](http://www.bank Indonesia .co.id). Selanjutnya, pengolahan data menggunakan software E-Views versi 5.0 dan Microsoft Excel 2007.

### 3.8 Metode Analisa

Sebelum melakukan analisa terhadap hasil regresi maka perlu dilakukan statistik deskriptif. Statistik deskriptif ini memberikan gambaran (deskriptif) mengenai data yang akan diolah. Dimana dalam penelitian ini untuk melihat normalitas data adalah dengan menggunakan jarque-bera merupakan uji statistik yang digunakan untuk melihat apakah data yang digunakan berdistribusi normal. Kemudian untuk melihat stationeritas dari suatu data pada penelitian ini digunakan uji ADF test (*Augmented Dickey Fuller*) atau uji unit root. Selain itu untuk mengetahui ada tidaknya masalah autokorelasi digunakan uji durbin Watson

sehingga nantinya diharapkan antara varians residual yang satu dengan yang lain tidak saling berhubungan. Dan yang terakhir adalah *Breusch-Pagan-Godfrey* atau uji L-M. digunakan untuk mengatasi masalah heteroskedastisitas. dengan uji L-M Diharapkan antara varians residual yang satu dengan yang lain tidak saling berhubungan. Sehingga nantinya dapat diperoleh hasil penelitian yang bersifat BLUE (*Best Linier Unbiased Estimators*).

### 3.9 Pengukuran Kinerja Reksa dana Saham

#### 3.9.1 Indeks Sharpe (*Excess Return to Variability Measure*)

Pengukuran indeks ini dikembangkan oleh William Sharpe. Konsep perhitungan berdasarkan pada garis pasar modal (*Capital Market Line*) dimana dibagi antara excess return portfolio dari reksa dana dengan standar deviasi. Standar deviasi merupakan total risiko yang mana merupakan hasil penjumlahan dari risiko sistematis dan risiko unsistematis. Risiko unsistematis dapat dikurangi dengan melakukan diversifikasi sedangkan risiko sistematis tidak dapat dihilangkan sehingga total risiko hampir sama dengan risiko sistematis. Reksa dana yang memiliki nilai Sharpe ratio tinggi berarti reksa dana memiliki kinerja yang lebih baik. Berikut perhitungan Sharpe ratio diformulasikan sebagai berikut :

$$Sp = \frac{(\bar{R}_i - \bar{R}_f)}{\sigma_i} \dots\dots\dots(3.4)$$

Dimana :

$R_i$  = adalah rata-rata return portofolio pada periode penelitian

$R_f$  = adalah rata-rata return aset bebas risiko pada periode penelitian

$\sigma$  = standar deviasi portofolio selama periode penelitian.

### 3.9.2 Indeks Treynor (*Reward to volatility Ratio*)

Pengukuran indeks ini diperkenalkan oleh Jack Treynor. Konsep perhitungannya berdasarkan pada garis yang menghubungkan antara portfolio pasar dengan investasi yang bebas risiko (*security market line*). Model perhitungannya hampir sama dengan metode Sharpe yang membedakannya adalah terletak pada denominator dimana Treynor menggunakan beta ( $\beta$ ) sebagai unsur dari risiko. Beta ( $\beta$ ) merupakan risiko sistematis. Semakin tinggi nilai Treynor ratio menandakan bahwa reksa dana memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan dengan yang memiliki nilai Treynor ratio rendah. Pengukuran indeks Treynor diformulasikan sebagai berikut :

$$T_i = \frac{(\bar{R}_i - \bar{R}_f)}{\beta_i} \dots\dots\dots(3.5)$$

Dimana :

$R_i$  = rata-rata return portfolio pada periode penelitian

$R_f$  = rata-rata return aset bebas risiko pada periode penelitian

$\beta_p$  = Excess return portofolio terhadap Excess return market.

### 3.9.3 Indeks Jensen

Suatu pengukuran kinerja dari portfolio yang didasarkan pada *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Metode ini mengukur kemampuan manajer investasi dalam menghasilkan laba portfolio diatas laba pasar (*abnormal return*) terhadap dengan risiko yang dimiliki atau dengan kata lain menggambarkan kemampuan manajer investasi dalam memilih saham yang tepat

(*undervalued*).Dimana digambarkan dengan perpotongan garis regresi linier yang disebut juga dengan perpotongan Jensen (*intercept*) yang dinyatakan dengan nilai alpha ( $\alpha$ ).bila nilai alpha positif berarti kinerja dari reksa dana tersebut baik atau superior jika portfolio reksa dana saham berada diatas garis *SML* (*security market line*),dan bila alpha negatif maka berarti kinerja dari reksa dana tersebut buruk atau inferior jika portfolio reksa dana saham berada dibawah garis *SML* (*security market line*).berikut pengukuran indeks Jensen diformulasikan sebagai berikut :

$$\alpha = (R_p - R_f) - \beta (R_m - R_f) \dots\dots\dots(3.6)$$

Dimana :

$R_i$  = rata-rata return portofolio pada periode penelitian

$R_f$  = rata-rata return aset bebas risiko pada periode penelitian

$R_m$  = return market

$\beta_p$  = risiko sistematis dari potofolio

### 3.9.4 Appraisal Ratio (Information Ratio)

Mengukur abnormal return perunit terhadap risiko portfolio yang didiversifikasi oleh market index portfolio.Dengan Appraisal ratio dapat mengetahui bagaimana kemampuan manajer investasi dalam merespon informasi yang diperoleh yang digunakan untuk menghasilkan abnormal return dari terhadap *non sistematis risk*. berikut pengukuran *appraisal ratio* diformulasikan sebagai berikut :

$$IR = \frac{\alpha_p}{\sigma^2(\epsilon_p)} \dots\dots\dots(3.7)$$

Dimana :

$\alpha_p$  = Alpha total dari portfolio

$\sigma(\epsilon_p)$  = Resiko unsistematik portfolio

### 3.9.5 Market Timing

Melalui model regresi yang dikembangkan oleh Henrikson dan Merton kita bisa mengukur kemampuan market timing dan tingkat keberhasilan stock selection ability dari portfolio yang dikelola secara aktif, yang masing-masing memberikan kontribusi secara terpisah pada kinerja portfolio secara keseluruhan yang dilakukan oleh para manajer investasi sebagai pengelola reksadana.

Kesuksesan dari market timing dari sebuah portfolio memiliki hubungan dengan beta yang memiliki nilai tinggi pada saat pasar naik dan memiliki hubungan dengan beta yang memiliki nilai rendah pada saat pasar mengalami penurunan. Dengan kata lain ketika pasar sedang naik ( $R_m > R_f$ ) maka manajer investasi akan merubah komponen portfolionya dengan beta yang memiliki nilai yang tinggi ( $\beta > 1$ ) tetapi ketika pasar sedang mengalami penurunan ( $R_m < R_f$ ) maka manajer investasi akan merubah komponen portfolio dalam reksa dana dengan beta yang memiliki nilai yang rendah ( $\beta < 1$ ). (Sharpe, William F:1998,754).

Pada prinsipnya untuk menguji kemampuan market timing (*macroforecasting*) adalah dapat dilihat dari koefisien nilai c apabila nilainya positif berarti menunjukkan adanya kinerja dari market timing yang memiliki arti bahwa manajer investasi mempunyai kemampuan market timing atau manajer investasi tidak melakukan aksi apapun terhadap peramalannya. Bentuk persamaan yang dilakukan adalah sebagai berikut (Henriksson dan Merton : 1981) :

$$R_p - R_f = a + b (R_m - R_f) + c (R_m - R_f) D + \varepsilon_p \dots\dots\dots(3.8)$$

Dimana :

a = Intercept

$R_m$  = Return dari pasar saham.

$R_f$  = Return untuk asset bebas resiko.

b = Koefisien regresi excess return pasar (market) atau slope pada waktu pasar turun (bearish)

c = Koefisien regresi yang merupakan indikasi kemampuan market timing dari manajer investasi.

Untuk melakukan peramalan market timing adalah:

$D = 1$ , Jika  $(R_m - R_f) > 0$  Up market (bullish)

0, Jika  $(R_m - R_f) < 0$  Down market (bearish)

$\varepsilon$  = merupakan random error

Atau dapat ditulis sebagai berikut :

$$Y_i = \alpha + b x_1 + c x_2 + \varepsilon$$

Dimana :

$i = 1, 2, \dots, n$  adalah reksadana saham ke -i

$Y = R_{pt} - R_{ft}$  adalah excess return NAB reksadana saham sebagai variable

terikat.

$X1 = R_{mt} - R_{ft}$  adalah down market excess return sebagai variable bebas.

$X2 = D(R_{mt} - R_{ft})$  adalah up market excess return sebagai variable bebas.

Dimana taksiran untuk setiap variable dalam model adalah sebagai berikut :

$\alpha$  = Taksiran untuk mengukur intercept

$b$  = Taksiran untuk mengukur pengaruh excess return pasar.

$c$  = Taksiran untuk kemampuan market timing

$\varepsilon$  = random error

Untuk model market timing pertama kalinya diperkenalkan oleh Treynor dan Mazuy yang mana kemudian dilanjutkan oleh Henriksson dan Merton. *Market timing* yang dilakukan oleh para manajer investasi. Dalam hal ini koefisien  $c$  bila memiliki nilai positif menunjukkan manajer investasi memiliki kemampuan dalam *market timing*.

Menurut Treynor dan Mazuy (1966) bahwa ketika nilai ( $c$ ) atau *market timing* positif berarti menunjukkan adanya kemampuan market timing maka hal ini mengindikasikan bahwa manajer investasi menghasilkan excess return portfolio reksa dana yang lebih besar dibandingkan dengan excess return market. Menurut Admati, Bhattacharya, Pfleiderer dan Ross (1986) bahwa model regresi kuadratik adalah sebuah pengukuran yang valid dari pengukuran kinerja market timing dan dapat digunakan untuk mengidentifikasi kualitas dari timing information dan mendeteksi keberadaan dari selectivity information. Bentuk yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$R_p - R_f = a + b (R_m - R_f) + c (R_m - R_f)^2 + \varepsilon_p \dots\dots\dots(3.9)$$



Dimana :

$a$  = Intercept

$R_m$  = Return dari pasar saham.

$R_f$  = Return untuk asset bebas resiko.

$b$  = Koefisien regresi excess return pasar (market) atau slope pada waktu pasar turun (bearish)

$c$  = Koefisien regresi yang merupakan indikasi kemampuan market timing dari manajer investasi.

### 3.10 Uji Asumsi

Agar analisis regresi korelasi yang dilakukan memenuhi segala asumsi yang diperlukan agar model dapat digunakan sebagai alat prediksi yang baik, maka perlu dilakukan analisis terhadap data yang digunakan. Didalam penelitian ada 3 uji asumsi klasik yang dianggap penting dalam penelitian yaitu tidak terdapat multikolinearitas antar variable independen, tidak terjadi autokorelasi dan heterokedasitas. Hal ini dimaksudkan agar persamaan regresi yang dihasilkan adalah BLUE (Best Linier Unbiased Estimators).

#### 3.10.1 Stasioneritas

Dalam melakukan pengujian terhadap stationeritas adalah dengan menggunakan Augmented dickey fuller (ADF) dengan hipotesis yang digunakan adalah :

$H_0$  : data tidak stationer

$H_1$  : data stationer

Kriteria untuk menentukan apakah sebuah data itu stasioner atau tidak adalah dengan membandingkan antara nilai ADF test statistiknya dengan 5% critical value. Jika nilai ADF test statistik  $\leq$  5% critical value maka  $H_0$  ditolak sehingga dapat disimpulkan bahwa data stasioner. Sebaliknya jika ADF test statistiknya  $>$  5% critical value maka  $H_0$  tidak ditolak sehingga dapat disimpulkan bahwa data tidak stasioner (Gujarati :2003,818)

### 3.10.2 Normalitas

Untuk melakukan pengujian terhadap normalitas data dilakukan dengan menggunakan jarque- bera (JB) dengan hipotesis sebagai berikut :

$H_0$  : data terdistribusi normal

$H_1$  : data terdistribusi tidak normal

Berdasarkan uji JB ini, apabila nilai probabilitas  $JB > 5\%$  maka  $H_0$  tidak ditolak sehingga dapat dikatakan bahwa data terdistribusi dengan normal. Sedangkan apabila nilai probabilitas  $JB \leq 5\%$  maka  $H_0$  ditolak sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa data terdistribusi tidak normal. (Gujarati : 2003,149)

### 3.10.3 Uji autokorelasi

Menurut Wing winarno (2007:5.25) Uji autokorelasi ini dapat didefinisikan terjadinya hubungan antara residual satu observasi dengan residual observasi lainnya dimana autokorelasi ini biasanya terdapat pada data yang bersifat runtut waktu (time series) karena data sekarang dipengaruhi oleh data dimasa lalu (historic data) tetapi tidak menutup dengan data yang bersifat cross section. Pengujian ada tidaknya autokorelasi dapat dilakukan dengan uji Durbin Watson (DW Test) dimana nilai DW table (du dan dL) ditentukan pada tingkat

signifikansi atau  $\alpha = 5\%$  dan derajat kebebasan atau  $df = k$  (jumlah variabel independen), jumlah =  $n$ . Kriteria pengujian adalah :

Nilai  $d_{hit} < d_L$  terdapat autokorelasi

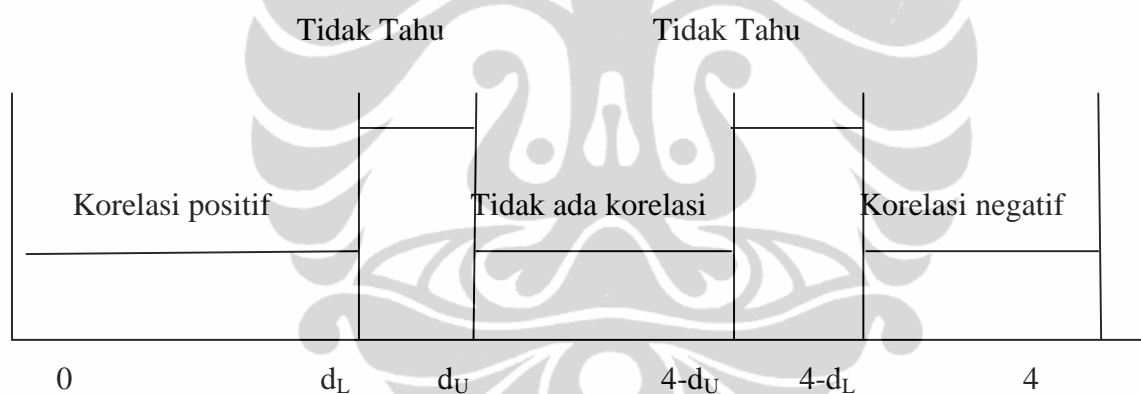
Nilai  $d_U \leq d_{hit} \leq d_L$  tidak dapat disimpulkan

Nilai  $d_U \leq d_{hit} \leq 4 - d_U$  tidak ada autokorelasi

Nilai  $4 - d_U \leq d_{hit} \leq 4 - d_L$  tidak dapat disimpulkan

Nilai  $d_{hit} > d_L$  terdapat autokorelasi

**Gambar 3.1 Daerah Kritis Uji Durbin Watson**



### 3.10.4 Heteroskedastisitas

Bila multikolinearitas hanya mungkin terjadi dalam regresi linier majemuk, maka heteroskedastisitas ini dapat terjadi pada regresi sederhana. Heteroskedastisitas terjadi bila semua residual atau variabel errornya mempunyai varians yang berubah-ubah dari satu pengamatan ke pengamatan lainnya. Heteroskedastisitas ini banyak ditemui pada data cross section karena pengamatannya dilakukan pada individu yang berbeda pada waktu yang sama akan tetapi belum tentu pada data time series akan terdapat heteroskedastisitas. Model

regresi yang baik adalah model yang tidak terdapat heteroskedastisitas.(Nachrowi : 2008,109) Ada tidaknya masalah heteroskedastisitas pada penelitian ini dilakukan dengan menggunakan uji Breusch-Pagan-Godfrey atau uji L-M. dengan hipotesis sebagai berikut :

1. Pada model Henriksson dan Merton

Ho : Data bersifat Homokedastik

H<sub>1</sub> : Data bersifat Heterokedastik

2. Pada model Treynor dan Mazuy

Ho : Data bersifat Homokedastik

H<sub>1</sub> : Data bersifat Heterokedastik

Berdasarkan dari uji Breusch-Pagan-Godfrey atau uji L-M maka dapat diketahui bahwa ketika nilai probabilitas  $Obs \cdot R\text{-squared} \leq 5\%$  maka Ho ditolak maka dapat diketahui bahwa penelitian yang dilakukan terdapat masalah heteroskedastisitas.Sedangkan apabila nilai probabilitas  $Obs \cdot R\text{-squared} \geq 5\%$  maka Ho tidak ditolak sehingga dapat diketahui bahwa penelitian yang dilakukan tidak terdapat masalah heteroskedastisitas.

### 3.10.5 Uji Signifikansi (Uji T,Uji F,Uji R<sup>2</sup>, Dan Adjusted R<sup>2</sup>)

Uji T dilakukan untuk menguji apakah konstanta dan masing-masing koefisien variabel bebas signifikan atau tidak terhadap model regresi.

Hipotesis sebagai berikut:

$H_0$  = koefisien regresi tidak sempurna

$H_1$  = Koefisien regresi signifikan

Pengambilan keputusan berdasarkan probabilitas :

Jika probabilitas  $> 0.05$  maka  $H_0$  diterima

Jika probabilitas  $< 0.05$  maka  $H_0$  ditolak

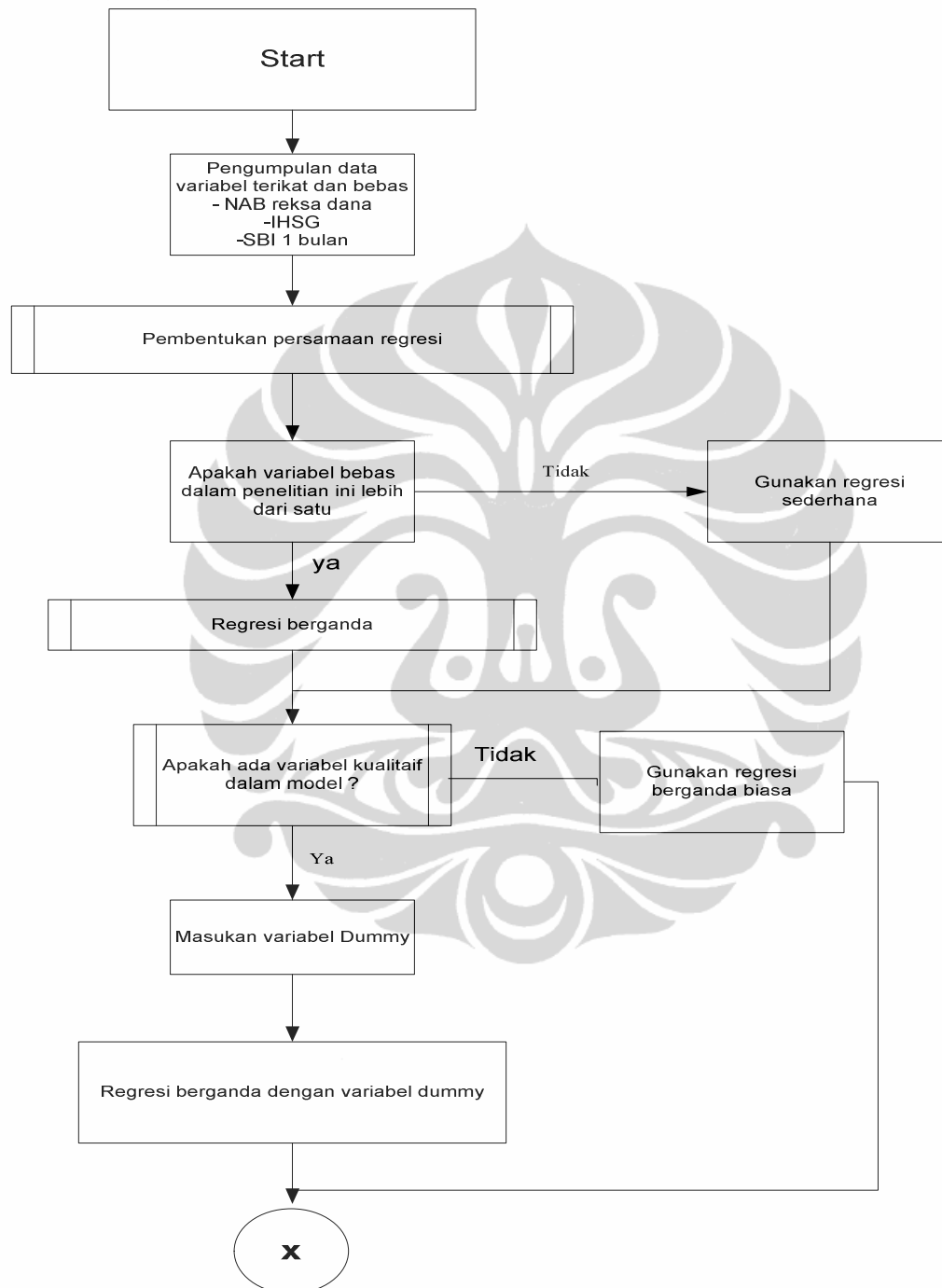
Uji F dilakukan untuk menguji apakah secara keseluruhan variabel bebas dapat menjelaskan variabel terikat secara signifikan atau tidak. Pengambilan keputusannya sama dengan uji T.

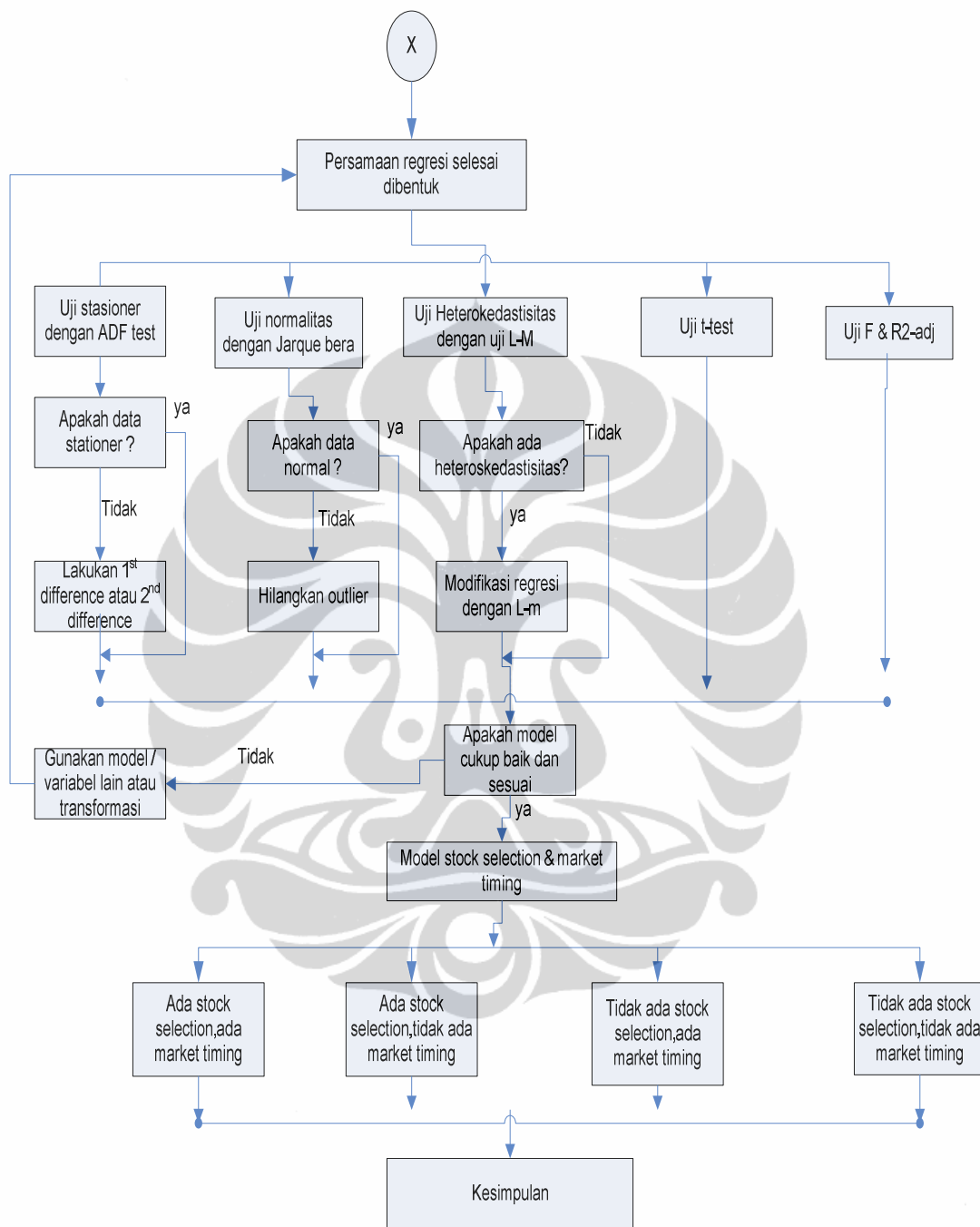
$R^2$  dikenal juga dengan istilah coefficient of determination atau coefficient of explanation atau daya jelas.  $R^2$  menunjukkan berapa besar variasi dari variabel terikat yang dapat dijelaskan oleh variabel bebasnya, menunjukkan bahwa sejauh mana garis regresi yang dibuat bisa mewakili titik-titik observasi yang bisa digambar dalam scatter diagram. Selain itu  $R^2$  sering digunakan sebagai titik statistic baik buruknya kecocokan ( goodness of fit ) satu model regresi.

Kelemahan dari  $R^2$  antara lain adalah peka terhadap jumlah variabel bebas yang dimasukkan dalam model regresi. Penambahan variabel bebas kedalam model regresi tidak pernah menurunkan  $R^2$  dan kemungkinan akan menaikkan  $R^2$ . Oleh karena itu adjusted  $R^2$  dilakukan untuk mengatasi kelemahan ini. Nilai adjusted  $R^2$  akan menurun dengan adanya penambahan variabel bebas yang tidak signifikan terhadap model regresi. Untuk data yang menggunakan data silang (cross section) biasanya memiliki kecenderungan nilainya akan menurun. Maka untuk data yang menggunakan data silang (cross section) maka nilai adjusted  $R^2$  kurang begitu diperhatikan. (Wing Winarno : 2007,4.8).



### 3.11 Flowchart Penelitian







## Bab 4

### PEMBAHASAN

#### 3.12 Perkembangan Reksa Dana di Indonesia

Mulai diperkenalkan reksa dana di Indonesia ketika PT Danareksa didirikan pada tahun 1976 dengan menerbitkan sertifikat yang dikenal dengan sertifikat Danareksa I dan II. Pada tahun 1990 pemerintah mengeluarkan SK menteri keuangan no 1548 yang intinya mengizinkan para pelaku pasar modal untuk menerbitkan reksa dana walaupun masih terbatas pada reksa dana berbentuk perseroan yang bersifat tertutup (*closed ended fund*). Dengan disahkannya UU no.8 tahun 1995 mengenai pasar modal pada saat inilah merupakan momentum yang paling penting bagi perkembangan reksa dana di Indonesia. Pada tahun ini PT BDNI reksa dana mengawali perkembangan reksa dana di Indonesia dengan membentuk sebuah reksa dana tertutup (*closed end fund*) dengan menawarkan 600 juta saham dengan nilai satu saham Rp.500,- sehingga terkumpul dana sebesar Rp.300 miliar (Adler Manurung, 2007:10). Reksa dana mengalami booming selama pertengahan tahun 1996 sampai pertengahan tahun 1997. Hal itu tentunya tidak terlepas dari peran penting pemerintah yang mendorong industri tersebut. Peran pemerintah dapat terlihat dari: adanya landasan yang kuat mengenai hukum tentang reksa dana yaitu undang-undang pasar modal yang mengizinkan terbitnya reksa dana terbuka, banyaknya perusahaan manajemen investasi milik pemerintah dan kesediaan pemerintah memberikan insentif perpajakan untuk mendorong investor masuk ke industri ini yang mana berupa keringanan pajak bagi reksa dana KIK.

Pada tahun 1998 pertumbuhan reksa dana terhambat dengan terjadinya krisis moneter yang diakibatkan menurunnya nilai rupiah terhadap dolar serta

banyak utang-utang Indonesia terhadap pihak luar. Krisis moneter menyebabkan penurunan signifikan pada nilai saham dipasar modal sehingga berdampak pada reksa dana. NAB reksa dana mengalami penurunan tajam sebesar Rp.2.992 triliun dari yang sebelumnya Rp.4.917 triliun. Keadaan yang semakin membaik dari pasar modal di Indonesia membangkitkan reksa dana yang sebelumnya terjadi penurunan akibat krisis moneter sehingga pada tahun 2000 terjadi peningkatan NAB menjadi Rp.5.516 triliun. Sejalan dengan pertumbuhan yang semakin membaik maka NAB mengalami kenaikan yang cukup tajam dari Rp.8.004 triliun menjadi sebesar Rp.46.614 triliun dengan peningkatan melebihi 400%.

Namun pada akhir tahun 2003 reksa dana dilanda isu akan diberlakukan perhitungan NAB reksa dana sesuai dengan nilai pasar (marked to market) sehingga banyak investor yang khawatir akan penurunan terhadap nilai NAB jika dinilai dengan metode tersebut sehingga melakukan penjualan kembali unit penyertaannya (redemption). Kemudian selain itu munculnya isu bahwa reksa dana akan dikenakan pajak yang mana selama ini dibebaskan dari pajak sehingga lebih menarik dari deposito. Akan tetapi isu tersebut tidak menghambat pertumbuhan reksa dana dan NAB reksa dana pada tahun 2004 mengalami pertumbuhan yang signifikan hingga mencapai 100 triliun.

Kemudian pada tahun 2005 NAB reksa dana mengalami penurunan dari sebelumnya Rp.104.038 triliun menjadi Rp.29.406 penurunannya sekitar 71.7%. Hal tersebut disebabkan karena peningkatan reksadana ditahun sebelumnya tidak didukung dengan perbaikan ekonomi dimana melemahnya nilai tukar rupiah terhadap nilai tukar dollar US mencapai level Rp.12.000 terjadi akibat naiknya harga minyak dunia yang mencapai level tertinggi di US\$ 71 per barel di akhir agustus 2005 sehingga memaksa pemerintah Indonesia menyebabkan kenaikan BBM sebesar 80% menyebabkan inflasi naik tajam sebesar 15.65% pada akhir bulan oktober. Dan pada akhirnya berdampak terhadap penurunan harga saham yang mengakibatkan banyak investor yang menarik investasinya pada reksa dana

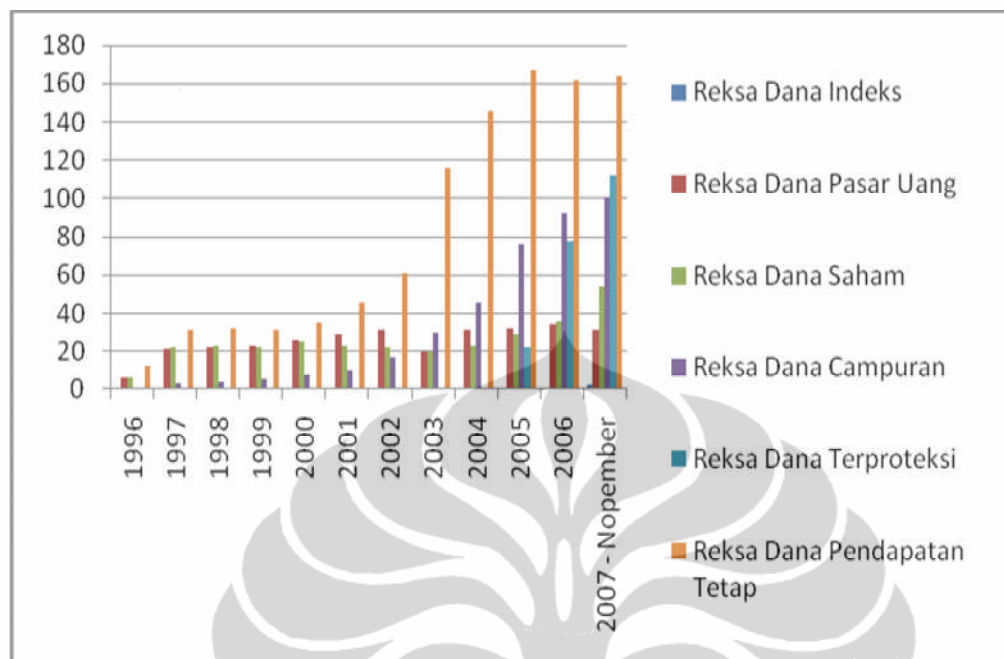
saham. Pada tahun 2006 industri reksa dana mengalami peningkatan pada NAB menjadi Rp.51.621 seiring dengan membaiknya kondisi makro ekonomi seperti tingkat inflasi yang terkendali, suku bunga yang menurun, nilai tukar yang stabil serta indeks saham (IHSG) yang pesat telah membawa pengaruh positif bagi perkembangan industri sekuritas tahun 2006 yang sebelumnya sempat menurun khususnya aktivitas Manager Investasi akibat kasus redemption akhir 2005. Meskipun sekilas pada tahun 2007 NAB meningkat sebesar Rp.89.413 triliun tetapi kepercayaan investor terhadap industri sekuritas belum sepenuhnya pulih akibat kasus redemption besar-besaran akhir 2005 karena turunnya NAB serta kemungkinan naiknya suku bunga The Fed akan berdampak terhadap penarikan dana oleh investor asing dipasar dalam negeri.

Berikut ini penjelasan mengenai pertumbuhan reksa dana dari tahun 1995 hingga desember 2007 dapat dilihat pada table dibawah ini :

**Tabel 4.1 Pertumbuhan Reksa Dana Tahun 1995 - 2007**

periode	jumlah reksadana	Pemegang saham up	NAB (Rp. triliun)	Unit penyertaan yang beredar
1996	25	2,441	2.782	2.942.232.210,518
1997	77	20,234.00	4.917	6.007.373.758,547
1998	81	15,482.00	2.992	3.680.892.097,256
1999	81	24,127.00	4.974	4.349.952.950,816
2000	94	39,487.00	5.516	5.006.049.769,659
2001	108	51,723.00	8.004	7.303.771.880,360
2002	131	125,820.00	46.614	41.665.523.049,213
2003	186	171,172.00	69.478	60.020.745.572,816
2004	246	299,063.00	104.038	84.700.701.702,709
2005	328	254,660.00	29.406	21.262.143.379,980
2006	403	202,991.00	51,621.00	36.140.102.795,600
2007	464	301,361	89,413.00	53.014.440.879,760

Sumber : Bapepam



Sumber : Bapepam

**Grafik 4.1** Pertumbuhan Reksa Dana Tahun 1995 - 2007

**Tabel 4.2** Jumlah Reksa Dana Berdasarkan Jenis Reksa Dana Periode 1996 -2007

periode	saham	pasar uang	campuran	pendapatan tetap	terproteksi	indeks	jumlah
1996	6	6	1	12			25
1997	22	21	3	31			77
1998	23	22	4	32			81
1999	22	23	5	31			81
2000	25	26	8	35			94
2001	23	29	10	46			108
2002	22	31	17	61			131
2003	20	20	30	116			186
2004	23	31	46	146			246
2005	29	32	76	167	22		326
2006	36	34	92	162	78	1	402
2007	54	31	101	164	112	2	462

Sumber : Bapepam

### 3.13 Pengujian Data Dan Model

#### 3.13.1 Pengujian Stationer

Untuk melakukan pengujian stationer pada penelitian dilakukan dengan menggunakan uji Augmented Dickey Fuller (ADF) dimana penjelasan mengenai uji ADF tersebut telah dijelaskan pada bab sebelumnya. Dibawah ini dijelaskan ringkasan mengenai uji DW sebagai berikut :

**Tabel 4.3 Ringkasan Hasil Uji ADF test**

No	Keterangan	ADF test Statistik	5% Critical Value	Kriteria	Kesimpulan
1	MI dalam negeri	-8.871529	-2.951125	Ho ditolak	Data Stationer
2	MI asing	-5.840991	-2.877544	Ho ditolak	Data Stationer

Sumber : Bank Indonesia, PT Bursa Efek Indonesia dan Bapepam yang diolah

Berdasarkan dari uji ADF diatas dapat diketahui bahwa nilai ADF test statistik yang diperoleh manajemen investasi dalam negeri adalah sebesar (8.871529) dan nilai ADF yang diperoleh manajemen investasi asing adalah sebesar (5.840991).Dilihat dari nilai kedua manajemen investasi baik dalam negeri maupun asing memiliki nilai yang lebih kecil dari 5% critical value yaitu sebesar (2.951125) untuk manajemen investasi dalam negeri dan sebesar (2.877544) untuk manajemen investasi asing.Maka dapat diperoleh kesimpulan bahwa Ho ditolak sehingga hal ini menjelaskan bahwa data dari masing-masing reksa dana saham sudah stationer.

#### 3.13.2 Pengujian Autokorelasi

Pengujian autokorelasi dalam penelitian ini menggunakan uji Durbin Watson (D-W) merupakan suatu pengujian yang digunakan untuk melihat ada

tidaknya autokorelasi pada model yang digunakan dalam penelitian ini sesuai dengan kriteria dan hipotesis yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya. Dibawah ini dijelaskan ringkasan mengenai uji DW sebagai berikut :

**Tabel 4.4 Ringkasan Hasil Uji Durbin Watson**

No	Keterangan	Henriksson-Merton	Treynor-Mazuy	Jensen	Kesimpulan
		Durbin Watson	Durbin Watson	Durbin Watson	
1	MI dalam negeri	2.47469	2.455348	2.453329	Tidak ada autokorelasi
2	MI asing	2.466202	2.451513	2.462473	Tidak ada autokorelasi

Sumber : Bank Indonesia, PT Bursa Efek Indonesia dan Bapepam yang diolah

Berdasarkan dari tabel diatas terlihat bahwa berdasarkan dari uji DW diatas maka Hasil yang didapatkan dari data diatas menunjukkan bahwa manajemen investasi dalam negeri memiliki nilai sebesar 2.47469 dan manajemen investasi asing memiliki nilai sebesar 2.466202 untuk model Henriksson dan Merton dan untuk model Merton dan Mazuy diperoleh nilai sebesar 2.455348 untuk manajemen investasi dalam negeri dan nilai sebesar 2.451513 untuk manajemen investasi asing di Indonesia. Sedangkan untuk model Jensen menunjukkan bahwa manajemen investasi dalam negeri memiliki nilai DW sebesar 2.453329 dan manajemen investasi asing memperoleh nilai 2.462473. Dari ketiga model tersebut diperoleh nilai sesuai dengan ketentuan dari Dw maka dapat diperoleh kesimpulan dari kedua manajemen investasi tersebut bahwa data tersebut tidak mengandung autokorelasi.

### 3.13.3 Uji Normalitas

Untuk mengetahui normalitas dari suatu data yang Digunakan dalam penelitian ini maka digunakan uji Jarque-Bera (JB) dengan kriteria dan hipotesis yang telah dijelaskan sebelumnya. Dibawah ini dijelaskan ringkasan mengenai hasil nilai dari pengujian jarque bera adalah sebagai berikut :

**Tabel 4.5 Ringkasan Hasil Jarque - Bera**

No	Keterangan	Jarque-Bera	Probabilitas	Kriteria	Kesimpulan
1	MI Dalam Negeri	29.50667	0.000000	Ho ditolak	Data normal
2	MI Asing	21.36576	0.000023	Ho ditolak	Data normal

Sumber : Bank Indonesia, PT Bursa Efek Indonesia dan Bapepam yang diolah

Berdasarkan dari pengujian normalitas data menggunakan Jarque-Bera maka hasil yang didapatkan baik Manajemen investasi dalam negeri maupun Asing menunjukkan bahwa data yang digunakan normal karena probabilitas Jarque-bera untuk masing-masing manajemen investasi  $< 5\%$  sehingga Ho ditolak. Dilihat dari data diatas bahwa Jarque-Bera tertinggi adalah manajemen investasi dalam negeri dengan nilai sebesar 29.50667 sedangkan yang mendapatkan nilai Jarque-Bera terendah adalah manajemen investasi asing dengan nilai sebesar 21.36576.

### 3.13.4 Uji Heterokedastisitas

Pengujian yang digunakan untuk melihat ada tidaknya masalah Heterokedastisitas dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan uji Breusch-

Godfrey atau dengan nama lain biasa disebut dengan uji langrange-Multiplier (LM) dengan kriteria dan hipotesis yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya. Dibawah ini dijelaskan mengenai hasil nilai dari pengujian model LM adalah sebagai berikut :

**Tabel 4.6 Ringkasan Hasil Uji Heteroskedastisitas**

No	Keterangan		Henriksson Dan Merton	Treynor Dan Mazuy	Jensen
1	MI dalam negeri	Probability	0.591603	0.630127	0.64498
		Obs*R-squared	2.801332	2.58137	2.498079
2	MI asing	Probability	0.64645	0.670327	0.656308
		Obs*R-squared	2.489872	2.357468	2.435021

Sumber : Bank Indonesia, PT Bursa Efek Indonesia dan Bapepam yang diolah

Berdasarkan dari hasil pengujian LM diatas dapat diketahui bahwa Baik manajemen investasi dalam negeri maupun manajemen investasi asing memiliki nilai obs\*R-squared untuk masing-masing sebesar  $> 5\%$  baik dengan menggunakan model Henriksson dan Merton maupun model Treynor dan Mazuy, sehingga hal ini membuktikan bahwa  $H_0$  ditolak. Maka dapat diperoleh kesimpulan bahwa pada masing-masing data membuktikan baik manajemen investasi dalam negeri maupun asing terhindar dari data yang bersifat Heterokedastisitas.

### 3.13.5 Uji T

Dalam melakukan pengujian masing-masing koefisien regresi variabel bebas secara parsial atau individu dilakukan sesuai dengan hiptotesis dan kriteria yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya. Hal ini dilakukan dengan menggunakan tingkat kepercayaan  $95\%$  ( $\alpha = 5\%$ ). Hasil perhitungannya model



Henriksson dan Merton serta Treynor dan Mazuy dapat dilihat pada tabel dibawah sebagai berikut :

**Tabel 4.7 Ringkasan Hasil Uji t-Test**

Keterangan		Henriksson dan Merton			Treynor dan Mazuy			Jensen
		$\beta_0$	$\beta_1$	$\beta_2$	$\delta_1$	$\delta_2$	$\delta_3$	$\alpha$
MI dalam negeri	Coeff	0.015746	0.622358	-0.112457	0.012538	0.561542	-0.039076	0.451032
	Prob	0.4318	0.0651	0.8337	0.42800	0.0008	0.984100	0.0671
	t-stat	0.795845	1.908532	-0.211603	0.802515	3.683588	-0.020024	2.930061
MI asing	Coeff	0.012947	0.613411	-0.038083	0.010304	0.590990	0.271470	0.418797
	Prob	0.5418	0.0856	0.9466	0.53830	0.0009	0.896400	0.0148
	t-stat	0.616493	1.772105	-0.067507	0.621842	3.655298	0.131162	2.567868

Signifikan pada  $\alpha = 5\%$

Sumber : Bank Indonesia, PT Bursa Efek Indonesia dan Bapepam yang diolah.

Berdasarkan dari perhitungan t-Test diatas, untuk model Henriksson dan Merton dari manajemen investasi reksa dana dalam negeri diperoleh hasil bahwa  $\beta_1$  menunjukkan nilai koefisien sebesar 0.622358 dan nilai t-stat sebesar 1.908532 serta  $\beta_2$  menunjukkan nilai koefisien sebesar (0.112457) dan nilai t-stat sebesar (0.211603). Manajemen investasi reksa dana asing juga menunjukkan nilai koefisien yaitu sebesar 0.613411 dan nilai t-stat sebesar 1.772105 serta  $\beta_2$  menunjukkan nilai koefisien sebesar (0.038083) dan nilai t-stat sebesar (0.067507). Sedangkan untuk kedua manajemen investasi dalam negeri maupun asing mempunyai tingkat signifikansi  $> 5\%$ . Hal ini menunjukkan bahwa secara individu variabel bebas dari  $\beta_1$  dan  $\beta_2$  untuk manajemen dalam negeri maupun asing tidak dapat menjelaskan variabel terikatnya.

Berdasarkan dari perhitungan t-Test untuk model Treynor dan Mazuy dari manajemen investasi reksa dana dalam negeri diperoleh hasil bahwa  $\delta_1$  menunjukkan nilai koefisien sebesar 0.561542 dan nilai t-stat sebesar 3.683588 serta  $\delta_2$  menunjukkan nilai koefisien sebesar (0.039076) dan nilai t-stat sebesar (0.020024). Manajemen investasi reksa dana asing menunjukkan hasil bahwa  $\delta_1$  menunjukkan nilai koefisien sebesar 0.590990 dan nilai t-stat sebesar 3.655298 serta  $\delta_2$  menunjukkan nilai koefisien sebesar 0.271470 dan nilai t-stat sebesar 0.131162. Sedangkan untuk kedua manajemen investasi dalam negeri maupun asing mempunyai tingkat signifikansi  $> 5\%$ . Hal ini menunjukkan bahwa secara individu variabel bebas dari  $\delta_1$  dan  $\delta_2$  untuk manajemen dalam negeri maupun asing tidak dapat menjelaskan variabel terikatnya.

Pada perhitungan t-Test untuk model Jensen dari manajemen investasi reksa dana dalam negeri diperoleh hasil bahwa  $\alpha$  menunjukkan nilai koefisien sebesar 0.451032 dan nilai t-stat sebesar 2.930061. Pada manajemen investasi asing diperoleh nilai koefisien  $\alpha$  sebesar 0.418797 dengan nilai t-stat sebesar 2.567868. Dari kedua manajemen investasi tersebut manajemen investasi asing mempunyai tingkat signifikansi  $< 5\%$  sedangkan manajemen investasi dalam negeri mempunyai tingkat signifikansi  $> 5\%$ . Hal ini menunjukkan bahwa secara individu variabel bebas dari  $\alpha$  untuk manajemen investasi asing dapat menjelaskan variabel terikatnya.

### 3.13.6 Uji F Dan R<sup>2</sup>-Adjusted

Dalam melakukan pengujian masing-masing koefisien regresi variabel bebas secara bersama-sama sesuai dengan hipotesis dan kriteria dari bab yang telah dijelaskan sebelumnya. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan tingkat kepercayaan 95% ( $\alpha = 5\%$ ). Hasil perhitungannya model Henriksson dan Merton serta Treynor dan Mazuy dapat dilihat pada table dibawah sebagai berikut :

Tabel 4.8 Ringkasan Hasil Uji F-Test Dan R<sub>2</sub>- Adjusted

No	Keterangan	Henriksson dan Merton	Treynor dan Mazuy	Jensen	
1	MI dalam negeri	F-Stat	6.855907	6.824543	14.06211
		Probability	0.0032	0.003308	0.000659
		R <sup>2</sup> -Adjst	0.250725	0.249717	0.271776
2	MI asing	F-Stat	6.765293	6.774208	13.97312
		Probability	0.003450	0.003428	0.000681
		R <sup>2</sup> -Adjst	0.247807	0.248095	0.270425

Signifikan pada  $\alpha = 5\%$

Sumber : Bank Indonesia, PT Bursa Efek Indonesia dan Bapepam yang diolah

Berdasarkan dari hasil Uji F-Stat, dengan menggunakan model Henriksson dan Merton pada reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi dalam negeri memiliki nilai koefisien F-stat sebesar 6.855907 dengan tingkat signifikansi sebesar 0.0032 yang mana nilai tersebut menunjukkan nilai  $< 5\%$  menjelaskan bahwa  $H_0$  ditolak, berarti menunjukkan bahwa nilai uji F-Stat signifikan. Untuk manajemen investasi reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi asing dengan menggunakan Henriksson dan Merton memiliki nilai koefisien F-stat sebesar 6.765293 dengan tingkat signifikansi sebesar 0.003450 yang mana nilai tersebut menunjukkan nilai  $< 5\%$  menjelaskan bahwa  $H_0$  ditolak, berarti menunjukkan bahwa nilai uji F-Stat signifikan. Maka dapat disimpulkan bahwa keseluruhan semua variabel up market excess return dan down market excess return merupakan variabel bebas yang dihasilkan dari regresi dapat menjelaskan variabel portfolio return dari reksa dana sebagai variabel terikatnya. Sehingga

dapat dikatakan bahwa keseluruhan variabel-variabel bebas memiliki hubungan dan memberikan kontribusi pada variabel terikat, sehingga variabel bebasnya dapat digunakan untuk memprediksi variabel terikatnya.

Dengan menggunakan model Treynor dan Mazuy pada reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi dalam negeri memiliki nilai koefisien F-stat sebesar 6.824543 dengan tingkat signifikansi sebesar 0.003308 yang mana nilai tersebut menunjukkan nilai  $< 5\%$  menjelaskan bahwa  $H_0$  ditolak, berarti menunjukkan bahwa nilai uji F-Stat signifikan. Pada manajemen investasi reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi asing dengan menggunakan Treynor dan Mazuy memiliki nilai koefisien F-stat sebesar 6.774208 dengan tingkat signifikansi sebesar 0.003428 yang mana nilai tersebut menunjukkan nilai  $< 5\%$  menjelaskan bahwa  $H_0$  ditolak, berarti menunjukkan bahwa nilai uji F-Stat signifikan. Maka dapat disimpulkan bahwa keseluruhan semua variabel up market excess return dan down market excess return merupakan variabel bebas yang dihasilkan dari regresi dapat menjelaskan variabel portfolio return dari reksa dana sebagai variabel terikatnya. Sehingga dapat dikatakan bahwa keseluruhan variabel-variabel bebas memiliki hubungan dan memberikan kontribusi pada variabel terikat, sehingga variabel bebasnya dapat digunakan untuk memprediksi variabel terikatnya.

Dengan menggunakan model Jensen (alpha) pada reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi dalam negeri memiliki nilai koefisien F-stat sebesar 14.06211 dengan tingkat signifikansi sebesar 0.00659 yang mana nilai tersebut menunjukkan nilai  $< 5\%$  menjelaskan bahwa  $H_0$  ditolak, berarti menunjukkan bahwa nilai uji F-Stat signifikan. Pada manajemen investasi reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi asing dengan menggunakan Jensen memiliki nilai koefisien F-stat sebesar 13.97312 dengan tingkat signifikansi sebesar 0.000681 yang mana nilai tersebut menunjukkan nilai  $< 5\%$  menjelaskan bahwa  $H_0$  ditolak, berarti menunjukkan bahwa nilai uji F-Stat signifikan.

Sementara itu untuk nilai  $R^2$ -Adjusted untuk reksadana yang dikelola oleh manajemen investasi dalam negeri dengan menggunakan model Henriksson dan Merton sebesar 0.250725. Dan dengan menggunakan model Treynor dan Mazuy sebesar 0.249717. Sedangkan untuk reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi asing dengan menggunakan model henriksson dan Merton sebesar 0.247808 dan dengan menggunakan model Treynor dan Mazuy sebesar 0.248095. Untuk model Jensen (alpha) pada reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi dalam negeri memperoleh nilai sebesar 0.271766 dan untuk reksa dana yang dikelola asing sebesar 0.270425. Karena data dalam penelitian ini menggunakan data cross section sehingga nilai yang didapatkan akan memiliki kecenderungan rendah.

### 3.14 Analisa Kinerja Reksa dana

Tabel 4.9 Analisa Kinerja Reksa Dana

No	Keterangan	Avg Return	St.Deviasi	$\beta$	Sharpe	Treynor	Jensen	Appraisal ratio
1	MI dalam negeri	0.027216	0.051699	0.561292	0.486712	0.044830	-	-
2	MI asing	0.029250	0.05425	0.592802	0.50137	0.045881	0.418797	2.567870

Sumber : Bank Indonesia, PT Bursa Efek Indonesia dan Bapepam yang diolah

Dilihat dari tabel diatas, berdasarkan perhitungan yang diperoleh maka return yang dihasilkan oleh reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi dalam negeri di Indonesia dengan menggunakan model Sharpe ratio maka diperoleh nilai sebesar 0.486712 dan dengan menggunakan model Treynor ratio maka diperoleh nilai sebesar 0.044830 dan untuk perhitungan Jensen tidak dapat dihitung karena tidak signifikan sehingga appraisal ratio juga tidak dapat dihitung

karena tidak memiliki kemampuan stock selection yang dilambangkan dengan Jensen (alpha)..

Pada reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi asing di Indonesia maka return yang dihasilkan berdasarkan perhitungan diatas dengan menggunakan model sharpe ratio maka diperoleh nilai sebesar 0.50137 dan dengan menggunakan model treynor ratio maka diperoleh nilai sebesar 0.045881 dan juga dengan menggunakan perhitungan model Jensen ratio diperoleh nilai sebesar 0.418797 sehingga menunjukkan bahwa reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi reksa dana asing memiliki stock selection ability. Hal ini menjelaskan stock selection ability mempunyai pengaruh terhadap kenaikan return yang diperoleh oleh reksa dana saham. Dilihat dari kemampuan manajer investasi dalam memanfaatkan atau menggunakan informasi yang ada yang digunakan untuk menghasilkan return portfolio dibandingkan dengan return market (IHSG) sebagai benchmark maka nilai yang diperoleh sebesar 2.567870.

Berdasarkan hasil analisa perhitungan diatas dengan menggunakan Treynor, Jensen dan Appraisal Ratio maka dapat disimpulkan bahwa menunjukkan bahwa reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi asing di Indonesia lebih unggul dibandingkan dengan reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi dalam negeri. Karena manajemen. Hal ini ditunjukkan adanya kemampuan *stock selection ability* pada manajemen investasi asing sehingga menyebabkan komponen-komponen portfolio pada reksa dana saham yang dikelola oleh manajemen investasi asing mampu menghasilkan *abnormal return* dibandingkan dengan komponen-komponen portfolio reksa dana saham yang dikelola oleh manajemen investasi dalam negeri.

### 3.15 Hasil Regresi Stock Selection Dan Market Timing Ability

#### 3.15.1 Model Henriksson Dan Merton

Tingkat return yang dihasilkan oleh suatu reksadana tergantung dari kemampuan manajer investasi dalam mengelola komponen-komponen portfolio yang terkandung didalam reksadana. Kinerja dari manajer investasi sangat berpengaruh terhadap return yang akan dihasilkan oleh suatu reksa dana. Hal ini tentunya tidak terlepas dari kemampuan dalam pengelolaan portfolio yang berkaitan dengan pemilihan saham yang tepat (*stock selection ability*) dan kemampuan manajer investasi dalam memanfaatkan market timing untuk mengubah asset dalam portfolionya untuk mendapatkan return yang optimal. Model perhitungan dari Henriksson dan Merton dilakukan dengan cara melakukan regresi antara excess return Portfolio dari reksa dana sebagai variabel terikat dengan excess return market dengan tambahan dummy ( $R_m > R_f = 1$  atau  $R_m < R_f = 0$ ) yang mana sudah dikalikan dengan excess return market digunakan sebagai variabel bebas. Maka untuk melihat hasil ringkasan regresi yang telah dilakukan dapat dilihat pada table sebagai berikut:

**Tabel 4.10 Ringkasan Hasil Regresi Market Timing Ability dengan model Henriksson dan Merton**

No	Keterangan	Henriksson dan Merton			Treyner dan Mazuy			
		$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$	$\delta_1$	$\delta_2$	$\delta_3$	
1	MI dalam negeri	Coeff	0.015746	0.622358	-0.112457	0.012538	0.561542	-0.039076
		(prob)	0.43180	0.0651	0.83370	0.4280	0.0008	0.98410
2	MI asing	Coeff	0.012947	0.613411	-0.038083	0.010304	0.590990	0.271470
		(prob)	0.54180	0.0856	0.9466	0.53830	0.0009	0.89640

Signifikan pada  $\alpha = 5\%$

Sumber : Bank Indonesia, PT Bursa Efek Indonesia dan Bapepam yang diolah

Universitas Indonesia

Untuk melihat beta pada reksa dana yang dikelola manajemen investasi dalam negeri tunjukan dengan koefisien  $\beta_1$  sebagai beta menunjukkan nilai positif dengan nilai 0.622358 dengan nilai t-statistic yang tidak signifikan pada nilai  $\alpha = 5\%$ . Untuk reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi reksa dana asing di Indonesia dengan koefisien  $\beta_1$  sebagai beta menunjukkan nilai positif dengan nilai 0.613411 dengan nilai t-statistic yang tidak signifikan pada nilai  $\alpha = 5\%$ . Maka diperoleh kesimpulan bahwa baik reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi dalam negeri maupun asing di Indonesia menunjukkan bahwa beta tidak berpengaruh terhadap tingkat return yang dihasilkan.

Untuk melihat kinerja dari market timing pada reksa dana yang dikelola manajemen investasi dalam negeri ditunjukan oleh koefisien  $\beta_2$  sebagai market timing pada model Henriksson dan Merton menunjukkan nilai negatif dengan nilai (0.112457) dengan nilai t-statistic yang tidak signifikan pada nilai  $\alpha = 5\%$ . Untuk reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi reksa dana asing di Indonesia dengan koefisien  $\beta_2$  sebagai market timing menunjukkan nilai (0.038083) dengan nilai t-statistic yang tidak signifikan pada nilai  $\alpha = 5\%$ . Maka dapat diperoleh kesimpulan bahwa baik reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi reksa dana dalam negeri maupun reksa dana asing di Indonesia tidak memiliki market timing sehingga tidak memiliki kemampuan dalam meramalkan keadaan pasar sehingga tidak dapat memilih waktu yang tepat pada saat pembelian maupun penjualan sekuritas sehingga tidak dapat memberikan kontribusi pada tingkat pengembalian pada reksa dana. Jika manajer investasi dianggap tidak memiliki kemampuan market timing maka dapat diartikan bahwa kinerja portfolio manajer investasi seluruhnya ditentukan oleh kemampuan stock selection ability.

### 3.15.2 Model Treynor Dan Mazuy

Model perhitungan lain yang digunakan untuk mengetahui market timing adalah dengan menggunakan model Treynor dan Mazuy dimana model ini masih



menerangkan kemampuan manajer investasi dalam melakukan stock selection ability dan kemampuan market timing. Model perhitungan treynor dan Mazuy dilakukan dengan cara melakukan regresi antara excess return portfolio sebagai variabel terikat dengan excess return market dikuadratkan sebagai variabel bebas. Maka untuk melihat hasil ringkasan regresi yang telah dilakukan dapat dilihat pada tabel sebagai berikut :

**Tabel 4.11 Ringkasan Hasil Regresi Market Timing dengan Treynor dan Mazuy**

No	Keterangan	Henriksson dan Merton			Treynor dan Mazuy			
		$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$	$\delta_1$	$\delta_2$	$\delta_3$	
1	MI dalam negeri	Coeff	0.015746	0.622358	-0.112457	0.012538	0.561542	-0.039076
		T-Stat	0.43180	0.0651	0.83370	0.4280	0.0008	0.98410
2	MI asing	Coeff	0.012947	0.613411	-0.038083	0.010304	0.590990	0.271470
		T-Stat	0.54180	0.0856	0.9466	0.53830	0.0009	0.89640

Signifikan pada  $\alpha = 5\%$

Sumber : Bank Indonesia, PT Bursa Efek Indonesia dan Bapepam yang diolah

Untuk melihat beta pada reksa dana yang dikelola manajemen investasi dalam negeri tunjukan dengan koefisien  $\delta_1$  sebagai beta menunjukan nilai positif dengan nilai 0.561542 dengan nilai t-statistic yang signifikan pada nilai  $\alpha = 5\%$ . Untuk reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi reksa dana asing di Indonesia dengan koefisien  $\delta_1$  sebagai beta menunjukan nilai positif dengan nilai 0.590990 dengan nilai t-statistic yang signifikan pada nilai  $\alpha = 5\%$ . Maka diperoleh kesimpulan bahwa baik reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi dalam negeri maupun asing di Indonesia menunjukan bahwa beta sangat berpengaruh terhadap tingkat return yang dihasilkan. Dapat dijelaskan bahwa nilai beta yang dihasilkan oleh kedua manajemen investasi memiliki nilai dibawah 1 artinya bahwa reksa dana tersebut bahwa ketika reksa dana tersebut mengalami

tingkat pengembalian pasar naik satu persen maka tingkat pengembalian reksa dana akan mengalami kenaikan kurang dari satu persen dan sebaliknya jika tingkat pengembalian pasar turun satu persen maka tingkat pengembalian reksa dana akan mengalami penurunan kurang dari satu persen.

Untuk melihat kinerja dari market timing pada reksa dana yang dikelola manajemen investasi dalam negeri ditunjukkan oleh koefisien  $\delta_2$  sebagai market timing pada model Henriksson dan Merton menunjukkan nilai negatif dengan nilai koefisien sebesar (0.039076) dengan nilai t-statistic yang tidak signifikan pada nilai  $\alpha = 5\%$ . Untuk reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi reksa dana asing di Indonesia dengan koefisien  $\delta_2$  sebagai market timing menunjukkan nilai positif dengan nilai koefisien sebesar 0.271470 dengan nilai t-statistic yang tidak signifikan pada nilai  $\alpha = 5\%$ . Maka dapat diperoleh kesimpulan bahwa baik reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi reksa dana dalam negeri maupun reksa dana asing di Indonesia tidak memiliki market timing sehingga tidak memiliki kemampuan dalam meramalkan keadaan pasar sehingga tidak dapat memilih waktu yang tepat pada saat pembelian maupun penjualan sekuritas sehingga tidak dapat memberikan kontribusi pada tingkat pengembalian pada reksa dana. Jika manajer investasi dianggap tidak memiliki kemampuan market timing maka dapat diartikan bahwa kinerja portfolio manajer investasi seluruhnya ditentukan oleh kemampuan stock selection ability.

### **3.16 Penelitian Terdahulu**

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Laurens Swinkels (2008) menemukan bahwa 9 dari 13 reksa dana saham di polandia mempunyai nilai sharpe ratio yang lebih tinggi dari nilai dipasar dan 2 dari 13 reksa dana saham negatif serta hanya 1 dari 13 reksa dana yang memiliki nilai alpha yang secara statistik signifikan.

Dengan menggunakan model market timing menemukan bahwa alpha dari reksa dana saham di Polandia semuanya positif kecuali hanya satu yang signifikan dengan menggunakan model Treynor dan Mazuy dan hanya tiga signifikan untuk model Henriksson dan Merton. kemudian dilihat dari koefisien market timing semua model adalah negatif namun yang signifikan hanya tiga reksa dana untuk (Henriksson dan Merton) dan (model Treynor dan Mazuy)

Penelitian lain untuk mengukur kinerja para jawara reksa dana di Indonesia periode 2006- juni 2007 dilakukan oleh Djumyati Partawidjaja memberikan hasil bahwa dua manajer investasi memiliki kemampuan stock selection ability yang superior tetapi tidak terbukti kemampuan market timing.

### **3.17 Perkembangan Reksa Dana di Polandia**

Landasan hukum untuk kegiatan pada pasar modal mulai didirikan pada tanggal 22/03/1991 dengan undang-undang mengenai Public Trading in Securities and Trust Funds. Pada tahun 1998 dimana undang-undang mengenai investment funds mulai diberlakukan. Keberadaan dari Trust funds mulai digantikan dengan reksa dana terbuka yang mana karakteristik dari hukumnya sama dengan regulasi dari pasar Amerika Serikat. Selain itu reksa dana tertutup dan reksa dana terbuka mulai diperkenalkan ke publik. Perusahaan trust investment mulai memindahkan dananya kedalam perusahaan manajemen investasi. keseluruhan proses transformasi dari trust investment ke manajemen investasi (Fund management) selesai pada tahun 2000. Sejak regulasi ini ditetapkan pada pasar reksa dana maka jumlah dari funds meningkat secara signifikan. Hukum Polandia disesuaikan dengan standar hukum Uni Eropa setelah Polandia bergabung dengan Uni Eropa pada tahun 2004. Tujuan utama dari perubahan ini adalah bahwa unit penyertaan dari Polish investment funds dapat didistribusikan keseluruh negara anggota uni Eropa dan Investment Funds asing harus meminta ijin untuk masuk ke dalam pasar Polandia.

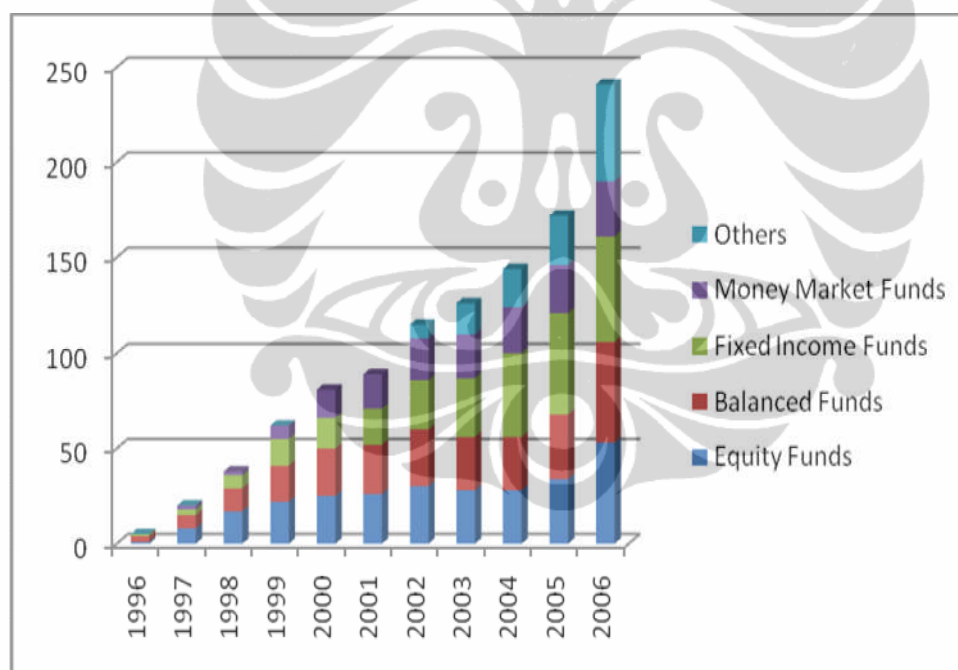
Pada tahun 1991 tepatnya bulan april Warsaw stock exchange dan komisi Polish securities mulai diperkenalkan. Sesudah bulan juli tahun 1992 perusahaan pertama yang menerbitkan dan mengelola reksa dana dengan nama Pioneer Poland. Hingga tahun 1995 hanya investment funds di polandia dengan yang memiliki kekuatan monopoli pada saat itu. Pada tahun 1995 pasar dari investment funds dimulai dengan adanya dana baru yang masuk. Sehingga dengan jumlah dana yang terus berkembang memaksa manajer investasi untuk bersaing dengan yang lain.

Pada akhir tahun 1996 ada tiga perusahaan fund management yang mengelola 5 reksa dana dengan total net asset value hampir 1.4bn zlotys. Implementasi dari undang-undang investment funds mengakibatkan perusahaan funds manajemen berkembang menjadi 12 perusahaan, yang mana pada waktu itu dana yang dikelola sebesar 1.784 bn zlotys dengan 38 dana yang berbeda. Sejalan dengan semakin banyak perusahaan investasi yang datang dan memperkenalkan produk reksa dana yang baru sehingga menyebabkan kekuatan monopoli dari Pioneer mulai melemah. Market share Pioneer melemah dari 68% pada awal 1998 menjadi 43% pada akhir tahun 2000.

Pada tahun 2001 menteri keuangan professor Marek Belka memberlakukan pajak atas capital gain sebesar 20% dan kemudian pada tahun 2004 diturunkan menjadi 19%. Investment funds di Polandia mulai bertindak sebagai alternative untuk saving account dan tax ini akan dikenakan ketika investor menjual unit penyertaan. Pada tahun 2002-2003 reksa dana tertutup mengalami puncak kesuksesan. Dan kemudian Capital gain atas pembelian sertifikat dari public offering pada reksa dana tertutup dibebaskan pajak hingga akhir tahun 2003. Pada tahun 2004 Pasar sudah tidak tmenutup datangnya dana dari pihak asing dan dana lokal berusaha untuk terus mengembangkan variasi dari produk yang tersedia. Undang-Undang hukum yang baru memberikan tambahan kemungkinan seperti Umbrella Fund. Dimana dana dikumpulkan dalam satu payung yang

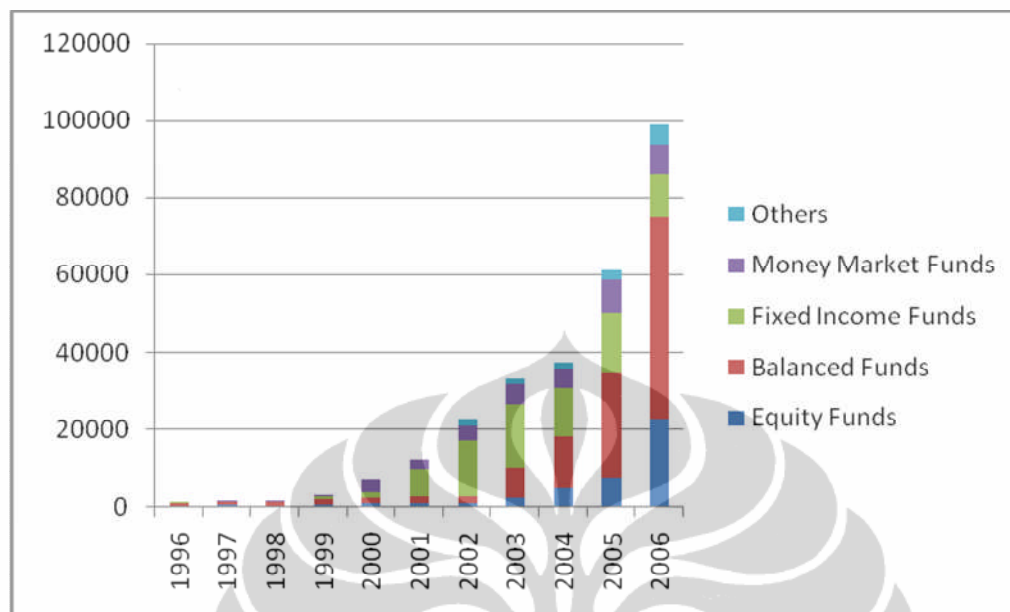
memiliki strategi investasi yang berbeda sehingga memudahkan investor untuk merubah *subfunds* ketika terjadi reaksi terhadap pergerakan pasar. Umbrella Fund ini menjadi populer di Polandia dikarenakan tidak dikenakan pajak atas capital gain ketika asset dipindahkan dari satu subfunds ke yang lain. Pajak akan dikenakan ketika investor menjual dari unit penyetraannya. Bentuk lainnya adalah fund of funds digunakan untuk investasi diseluruh dunia melalui institusi yang sudah dikenal. Struketurnya hampir sama dengan *Umbrella Funds* dan mengenai pajak investor akan dikenai pada saat menutup posisinya pada fund of funds.

Berikut ini penjelasan mengenai pertumbuhan reksa dana dari tahun 1996 hingga desember 2006 di Polandia dapat dilihat pada table dibawah ini :



**Grafik 4.2 Jumlah Pertumbuhan Reksa Dana Di Polandia**

Sumber: [www.izfa.pl](http://www.izfa.pl)



**Grafik 4.3 Jumlah Pertumbuhan Reksa Dana di Polandia berdasarkan AUM**

Sumber: [www.izfa.pl](http://www.izfa.pl)

**Tabel 4.12 Jumlah Pertumbuhan Reksa Dana di Polandia berdasarkan AUM**

Periode	Equity Funds	Balanced Funds	Fixed Income Funds	Money Market Funds	Others	Total
1996	306	1012	46	0	0	1364
1997	660	1159	66	15	0	1900
1998	494	906	256	158	0	1814
1999	755	1226	893	278	0	3152
2000	1056	1546	1213	3284	0	7099
2001	1123	1811	6750	2436	0	12120
2002	1093	1582	14398	3892	1802	22767
2003	2483	7755	16245	5440	1305	33228
2004	5071	13065	12480	5115	1700	37431
2005	7293	27388	15800	8348	2456	61285
2006	22870	52063	11001	7838	5065	98837

Sumber: [www.izfa.pl](http://www.izfa.pl)

## BAB 5

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 3.18 Kesimpulan

Berdasarkan hasil dari analisa dan pembahasan yang telah dikemukakan pada bab-bab sebelumnya mengenai *market timing* dan *stock selection ability* antara reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi dalam negeri dan manajemen investasi asing di Indonesia, maka dapat diperoleh beberapa kesimpulan sebagai berikut :

Pada evaluasi kinerja dari reksa dana dengan menggunakan perhitungan dengan menggunakan *Sharpe ratio*, *Treynor ratio* dan *Jensen ratio* serta *Appraisal ratio*, maka diperoleh hasil bahwa reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi asing lebih unggul dibandingkan dengan manajemen investasi dalam negeri dalam karena menghasilkan tingkat return yang lebih tinggi dengan nilai *Sharpe ratio* 0.50137, nilai *Treynor ratio* sebesar 0.045881, nilai *Jensen ratio* sebesar 0.418797 serta nilai *Appraisal ratio* sebesar 2.567873.

Penelitian yang dilakukan pada *market timing ability* dengan menggunakan model Henriksson dan Merton maka diperoleh hasil bahwa baik reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi dalam negeri maupun manajemen investasi asing di Indonesia, didapatkan hasil bahwa manajemen investasi dalam negeri maupun asing tidak ada yang memiliki kemampuan dalam melakukan *market timing ability*. Hal ini tentunya diperkuat dengan hasil dari  $\beta_{\square}$  yang memiliki nilai negatif dengan tidak memiliki tingkat signifikansi pada  $\alpha = 5\%$ . pada manajemen investasi dalam negeri. Sedangkan untuk reksa dana yang dikelola oleh

manajemen investasi asing hasil yang diperoleh dari  $\beta_1$  memiliki nilai negatif dengan tidak memiliki tingkat signifikansi pada  $\alpha = 5\%$ .

Penelitian yang dilakukan pada *market timing ability* dengan menggunakan model Treynor dan Mazuy maka diperoleh hasil bahwa reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi dalam negeri maupun manajemen investasi asing di Indonesia, maka didapatkan hasil bahwa manajemen investasi dalam negeri tidak memiliki kemampuan *market timing ability*. Hal ini diperkuat dengan hasil dari koefisien  $\delta_2$  yang memiliki nilai negatif dengan tidak memiliki tingkat signifikansi pada  $\alpha = 5\%$  pada manajemen investasi dalam negeri. Sedangkan pada reksa dana yang dikelola manajemen investasi asing di Indonesia dari hasil koefisien  $\delta_2$  memiliki nilai positif dengan tidak memiliki nilai tingkat signifikansi pada  $\alpha = 5\%$ . Berarti kesimpulan bahwa baik manajemen investasi dalam negeri maupun asing tidak memiliki kemampuan dalam *market timing*.

Perbedaan antara penelitian yang terdahulu yang dilakukan di Negara Polandia dengan penelitian yang dilakukan di Negara Indonesia diperoleh hasil bahwa penelitian pada *market timing* yang dilakukan di Polandia diperoleh hasil tiga reksadana yang mempunyai negatif dan signifikan dengan menggunakan model *market timing* Henriksson dan Merton dan ada tiga reksa dana yang memiliki alpha dengan nilai positif dan signifikan kemudian dengan menggunakan model *market timing* Treynor dan Mazuy diperoleh tiga reksa dana yang mempunyai hasil negatif dan signifikan dan hanya ada satu reksa dana yang memiliki alpha dengan nilai positif dan signifikan. Sedangkan hasil penelitian yang dilakukan di Indonesia pada penelitian ini tidak diperoleh hasil *market timing* baik dengan menggunakan model Henriksson dan Merton maupun Treynor dan Mazuy tetapi alpha ditemukan pada reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi asing dengan menggunakan model Jensen. Sehingga dapat dikatakan bahwa kinerja portfolio dari reksadana yang dikelola oleh manajemen investasi asing sepenuhnya menggunakan *stock selection ability*, Hasil ini didukung oleh



penelitian yang dilakukan oleh Admati, Bhattacharya, Pfleiderer dan Ross (1986) bahwa model regresi kuadratik adalah sebuah pengukuran yang valid dari pengukuran kinerja market timing dan dapat digunakan untuk mengidentifikasi kualitas dari timing information dan mendeteksi keberadaan dari selectivity information. Bahwa model Treynor dan Mazuy lebih dapat mengidentifikasi adanya market timing dibandingkan dengan model Henriksson dan Merton..

Perbedaan Market timing dikarenakan adanya perbedaan dari kondisi perekonomian antara Negara Indonesia dan Polandia dimana Negara Indonesia mempunyai kecenderungan nilai inflasi yang lebih tinggi dari Negara Polandia. Hal ini menyebabkan pergerakan saham di Negara Indonesia lebih berfluktuasi. Selain itu pada umumnya karakteristik dari investor yang berada di Negara Indonesia memiliki sikap risk averse selain itu pengetahuan masyarakat terhadap reksa dana masih rendah sehingga kebanyakan dari masyarakat di Indonesia memilih untuk berinvestasi pada deposito dengan tingkat resiko yang lebih kecil. Akhirnya berdasarkan dari data yang dikumpulkan banyak manajemen investasi reksa dana dalam negeri hanya menggunakan strategi pasif yaitu buy dan Hold. Dikarenakan adanya keterbatasan jumlah biaya yang tercermin pada nilai AUM yang rendah. Sedangkan reksa dana yang dikelola manajemen investasi asing di Negara Indonesia dengan AUM yang besar sehingga memungkinkan untuk menjalankan strategi aktif tetapi sepenuhnya hanya menggunakan stock selection. Hal ini dikarenakan kesulitan dalam melakukan market timing sebab kondisi dari pasar ekonomi Indonesia yang sulit diramal selain itu investor juga akan dikenakan biaya yang cukup besar untuk management fee sehingga nantinya akan mengurangi imbal hasil yang diterima oleh investor.

Berdasarkan dari hasil kesimpulan penelitian dapat diketahui bahwa ternyata terbukti bahwa reksa dana saham yang dikelola oleh manajemen investasi asing di Indonesia sepenuhnya ditentukan oleh *stock selection ability* dalam menghasilkan

tingkat return yang lebih besar dibandingkan reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi dalam negeri.

Bagi investor yang hendak melakukan investasi sebaiknya menggunakan reksa dana yang dikelola oleh manajemen investasi asing hal ini disebabkan karena beberapa hal sebagai berikut :

- Dalam hal kredibilitas tentunya sudah tidak diragukan lagi pengelola reksa dana yang mempunyai nama di dunia internasional lebih dipercaya.
- Mereka biasanya memiliki aset kelolaan (AUM) besar dan didukung penuh oleh parent company-nya. Hal ini menguntungkan manakala pasar turun dan terjadi redemption rush yang serentak. Mi mau tak mau harus menjual asetnya untuk memenuhi kebutuhan likuiditas tersebut. Repotnya, perusahaan pengelola reksadana dengan aum kecil biasanya terpukul karena akan mengacaukan pengaturan strategi portofolionya. namun perusahaan pengelola reksadana dengan jaringan internasional biasanya akan selalu dibantu oleh parent company atau grup afiliasi mereka tanpa mengganggu strategi portofolionya.
- Manajemen investasi asing yang mengelola reksa dana di indonesia umumnya memiliki kemampuan dalam stock selection ability secara tepat sehingga menyebabkan return yang diharapkan menjadi lebih besar.
- Dilihat dari peringkat reksa dana biasanya manajemen investasi asing memiliki rating yang baik dibandingkan dengan manajemen investasi dalam negeri.

### **3.19 SARAN**

Berdasarkan dari hasil kesimpulan yang didapat dari hasil analisa dan pembahasan maka untuk menyempurnakan dan melengkapi penelitian ini

mengenai stock selection ability dan market timing ability maka beberapa hal dibawah ini yang bisa dijadikan perhatian sebagai bahan untuk melakukan penelitian selanjutnya adalah :

- Dalam melakukan analisa kinerja market timing dan stock selection ability berdasarkan model Henriksson dan Merton maupun treynor dan Mazuy akan lebih baik hasilnya jika menggunakan jumlah data pengamatan yang panjang. Hal ini dimaksudkan digunakan untuk mendapatkan perbaikan kualitas pada analisis market timing maupun stock selection.
- Dengan menggunakan model Fama dan French akan memperbanyak variabel dalam reksa dana yang mempengaruhi kinerja dari market timing dan stock selection yaitu dengan menambah logaritma natural dari ukuran perusahaan (Nilai kapitalisasi pasar/Size), rasio nilai pasar terhadap nilai buku portfolio (price to book value), dan rasio harga dengan pendapatan portfolio (price to earning ratio).
- Dalam melakukan analisa *market timing* dan *stock selection* akan lebih baik jika dikaitkan dengan tingkat inflasi yang terjadi pada suatu negara. Sehingga bisa diketahui bagaimana pengaruh return yang dihasilkan oleh reksa dana terhadap tingkat inflasi yang terjadi.

## DAFTAR PUSTAKA

Laurens Swinkels PhD (2008) *Performance Evaluation of Polish Mutual Fund Managers, Journal of Finance*

Bodie, Zvi. ; Kane, A. dan Marcus.J. (2008). *Investment*. Seventh Edition. MacGraw-Hill.

Husnan,Suad (2001). *Dasar-Dasar Teori Portfolio dan Analisis Sekuritas*.Edisi ketiga,Yogyakarta; AMP YKPN.

Gujarati,Damodar,(2003) ,*Basic Econometric*,fourth edition,New York; McGraw-Hill.

Winarno,Wing (2007).*Analisa Ekonometrika dan Statistic dengan Eviews*.lembaga penerbit STIM YKPN.

Nachrowi, D.N.; & H. Usman. (2006). *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika Untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Manurung,Adler (2008).*Panduan Lengkap Reksa Dana Investasiku*.penerbit PT Kompas Media Nusantara

Reilly,F.K,& Keith C.B. (2003). *Investment Analysis Portfolio Management*,Seventh Edition.International Edition.USA.South Western Thompson Learning.

Ross, S.A. ; Westerfield, R.W. ;& Jaffe, J. (2005) *Corporate Finance*. Seventh Edition. Mc.Graw-Hill.

Siamat, Dahlan. (2001). *Manajemen Lembaga Keuangan*. Edisi Ketiga. Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Nugroho, Albertus, *Analisis Kinerja Market Timing Dan Pemilihan Sekuritas Pada Reksa Dana di Indonesia ; 2004* pada Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Salemba, Jakarta.

Sartono, R. Agus (2000) *Manajemen Keuangan*, Yogyakarta: BPFE.

Brigham, E.F. & Gapenski, L.C. (1999) *Financial Management*. Ninth Edition. USA: The Dryden Press

Sharpe William F & Alexander (1998) *Investment*, Fourth Edition : Prentice Hall

Admati, A, R, S Bhattacharya, P Pfleiderer and S. A Ross (1986) *On Timing and Selectivity*, *Journal of Finance*, 41(3), 715-7323.

## Lampiran 1. Augmented Dickey Fuller

### Manajemen Investasi Dalam Negeri

Null Hypothesis: D(RPRF) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.871529	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.639407	
5% level	-2.951125	
10% level	-2.614300	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(RPRF,2)

Method: Least Squares

Date: 08/26/08 Time: 06:23

Sample (adjusted): 3 36

Included observations: 34 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RPRF(-1))	-1.433072	0.161536	-8.871529	0.0000
C	0.001555	0.013422	0.115870	0.9085
R-squared	0.710941	Mean dependent var		-0.001455
Adjusted R-squared	0.701908	S.D. dependent var		0.143295
S.E. of regression	0.078236	Akaike info criterion		-2.201150
Sum squared resid	0.195868	Schwarz criterion		-2.111364
Log likelihood	39.41955	F-statistic		78.70403
Durbin-Watson stat	2.139024	Prob(F-statistic)		0.000000

## Manajemen Investasi Asing

Null Hypothesis: RPRF has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.840991	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.632900	
5% level	-2.948404	
10% level	-2.612874	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(RPRF)

Method: Least Squares

Date: 08/26/08 Time: 06:26

Sample (adjusted): 2 36

Included observations: 35 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RPRF(-1)	-1.013585	0.173530	-5.840991	0.0000
C	0.028950	0.010231	2.829613	0.0079
R-squared	0.508323	Mean dependent var		-0.000928
Adjusted R-squared	0.493423	S.D. dependent var		0.073650
S.E. of regression	0.052420	Akaike info criterion		-3.003625
Sum squared resid	0.090678	Schwarz criterion		-2.914748
Log likelihood	54.56343	F-statistic		34.11718
Durbin-Watson stat	1.989085	Prob(F-statistic)		0.000002

## Lampiran 2. Jarque Bera Test

<b>Keterangan</b>	<b>Manajemen Investasi Dalam Negeri</b>	<b>Manajemen Investasi Asing</b>
Mean	0.026916	0.027010
Median	0.043523	0.051715
Maximum	0.125015	0.132467
Minimum	-0.242692	-0.245289
Std. Dev.	0.074126	0.078463
Skewness	-1.552723	-1.435121
Kurtosis	6.166594	5.450621
Jarque-Bera	29.50667	21.36576
Probability	0.000000	0.000023
Sum	0.968993	1.053063
Sum Sq. Dev.	0.192312	0.091316
Observations	36	36



### Lampiran 3

#### Uji Heteroscedsticity Breusch-Godfrey Pada Manajemen Investasi Dalam

#### Negeri (HM)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.611761	Prob. F(4,29)	0.657505
Obs*R-squared	2.801332	Prob. Chi-Square(4)	0.591603

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 08/25/08 Time: 10:18

Sample: 1 36

Included observations: 36

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002876	0.020633	0.139393	0.8901
RMRF	0.086090	0.345471	0.249196	0.8050
DUMMY*RMRF	-0.116247	0.555578	-0.209236	0.8357
RESID(-1)	-0.268572	0.190182	-1.412185	0.1685
RESID(-2)	-0.073475	0.205505	-0.357534	0.7233
RESID(-3)	0.038782	0.201823	0.192160	0.8490
RESID(-4)	0.128786	0.199077	0.646917	0.5228

R-squared	0.077815	Mean dependent var	4.92E-18
Adjusted R-squared	-0.112982	S.D. dependent var	0.062303
S.E. of regression	0.065729	Akaike info criterion	-2.433890
Sum squared resid	0.125288	Schwarz criterion	-2.125984
Log likelihood	50.81002	F-statistic	0.407841
Durbin-Watson stat	2.052664	Prob(F-statistic)	0.867717

### Uji Breusch-Godfrey Pada Manajemen Investasi Dalam Negeri (TM)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.560015	Prob. F(4,29)	0.693457
Obs*R-squared	2.581370	Prob. Chi-Square(4)	0.630127

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 08/25/08 Time: 10:21

Sample: 1 36

Included observations: 36

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001832	0.016344	0.112063	0.9115
RMRF	0.028474	0.164867	0.172709	0.8641
TM	-0.472502	2.051038	-0.230372	0.8194
RESID(-1)	-0.259488	0.190648	-1.361080	0.1840
RESID(-2)	-0.073099	0.205356	-0.355964	0.7244
RESID(-3)	0.031939	0.201356	-0.158618	0.8751
RESID(-4)	0.121613	0.199015	0.611077	0.5459
R-squared	0.071705	Mean dependent var		1.46E-18
Adjusted R-squared	-0.120356	S.D. dependent var		0.062345
S.E. of regression	0.065991	Akaike info criterion		-2.425942
Sum squared resid	0.126288	Schwarz criterion		-2.118036
Log likelihood	50.66696	F-statistic		0.373343
Durbin-Watson stat	2.055393	Prob(F-statistic)		0.889889

### Uji Breusch-Godfrey Pada Manajemen Investasi Asing (HM)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.538690	Prob. F(4,29)	0.708465
Obs*R-squared	2.489872	Prob. Chi-Square(4)	0.646450

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 08/25/08 Time: 10:16

Sample: 1 36

Included observations: 36

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001530	0.022073	0.069297	0.9452
RMRF	0.066605	0.361914	0.184034	0.8553
DUMMY*RMRF	-0.073859	0.590109	-0.125162	0.9013
RESID(-1)	-0.260837	0.188788	-1.381637	0.1776
RESID(-2)	-0.072973	0.207610	-0.351490	0.7278
RESID(-3)	0.040859	0.203979	0.200311	0.8426
RESID(-4)	0.095665	0.198937	0.480883	0.6342
R-squared	0.069163	Mean dependent var		3.71E-18
Adjusted R-squared	-0.123424	S.D. dependent var		0.066135
S.E. of regression	0.070098	Akaike info criterion		-2.305182
Sum squared resid	0.142498	Schwarz criterion		-1.997276
Log likelihood	48.49328	F-statistic		0.359127
Durbin-Watson stat	2.042051	Prob(F-statistic)		0.898611

### Uji Breusch-Godfrey Pada Manajemen Investasi Asing (TM)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.508037	Prob. F(4,29)	0.730181
Obs*R-squared	2.357468	Prob. Chi-Square(4)	0.670327

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 08/25/08 Time: 10:23

Sample: 1 36

Included observations: 36

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000773	0.017456	0.044300	0.9650
RMRF	0.030488	0.171845	0.177414	0.8604
TM	-0.283488	2.170174	-0.130629	0.8970
RESID(-1)	-0.253945	0.189146	-1.342586	0.1898
RESID(-2)	-0.071968	0.207993	-0.346009	0.7318
RESID(-3)	0.043061	0.203351	0.211758	0.8338
RESID(-4)	0.092543	0.199010	0.465015	0.6454
R-squared	0.065485	Mean dependent var		5.01E-18
Adjusted R-squared	-0.127863	S.D. dependent var		0.066123
S.E. of regression	0.070223	Akaike info criterion		-2.301622
Sum squared resid	0.143006	Schwarz criterion		-1.993715
Log likelihood	48.42919	F-statistic		0.338691
Durbin-Watson stat	2.044960	Prob(F-statistic)		0.910672

### Uji Breusch-Godfrey Pada Manajemen Investasi Dalam Negeri (Jensen)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.559239	Prob. F(4,30)	0.693941
Obs*R-squared	2.498079	Prob. Chi-Square(4)	0.644980

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 08/25/08 Time: 10:24

Sample: 1 36

Included observations: 36

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.025959	0.166414	-0.155991	0.8771
RMRF	0.025210	0.161612	0.155992	0.8771
RESID(-1)	-0.250772	0.184764	-1.357260	0.1848
RESID(-2)	-0.075333	0.201806	-0.373297	0.7116
RESID(-3)	0.033895	0.197971	0.171210	0.8652
RESID(-4)	0.120782	0.195869	0.616649	0.5421
R-squared	0.069391	Mean dependent var		2.63E-17
Adjusted R-squared	-0.085710	S.D. dependent var		0.062346
S.E. of regression	0.064963	Akaike info criterion		-2.478997
Sum squared resid	0.126604	Schwarz criterion		-2.215077
Log likelihood	50.62194	F-statistic		0.447391
Durbin-Watson stat	2.047729	Prob(F-statistic)		0.811727

### Uji Breusch-Godfrey Pada Manajemen Investasi Asing (Jensen)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.544099	Prob. F(4,30)	0.704604
Obs*R-squared	2.435021	Prob. Chi-Square(4)	0.656308

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 08/25/08 Time: 10:26

Sample: 1 36

Included observations: 36

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.028304	0.173131	-0.163484	0.8712
RMRF	0.027539	0.168124	0.163799	0.8710
RESID(-1)	-0.256696	0.184826	-1.388848	0.1751
RESID(-2)	-0.075939	0.203104	-0.373890	0.7111
RESID(-3)	0.038794	0.200119	0.193855	0.8476
RESID(-4)	0.095627	0.195439	-0.489294	0.6282
R-squared	0.067639	Mean dependent var	7.28E-17	
Adjusted R-squared	-0.087754	S.D. dependent var	0.066055	
S.E. of regression	0.068892	Akaike info criterion	-2.361529	
Sum squared resid	0.142385	Schwarz criterion	-2.097609	
Log likelihood	48.50752	F-statistic	0.435279	
Durbin-Watson stat	2.040163	Prob(F-statistic)	0.820321	

## Lampiran 4. Hasil Regresi Model Henriksson Dan Merton

### Manajemen Investasi Dalam Negeri

Dependent Variable: RPRF  
 Method: Least Squares  
 Date: 08/25/08 Time: 10:13  
 Sample: 1 36  
 Included observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.015746	0.019785	0.795845	0.4318
RMRF	0.622358	0.326093	1.908532	0.0651
DUMMY*RMRF	-0.112457	0.531454	-0.211603	0.8337
R-squared	0.293541	Mean dependent var		0.026916
Adjusted R-squared	0.250725	S.D. dependent var		0.074126
S.E. of regression	0.064164	Akaike info criterion		-2.575103
Sum squared resid	0.135860	Schwarz criterion		-2.443143
Log likelihood	49.35185	F-statistic		6.855907
Durbin-Watson stat	2.474690	Prob(F-statistic)		0.003235

## Manajemen Investasi Asing

Dependent Variable: RPRF  
 Method: Least Squares  
 Date: 08/25/08 Time: 10:14  
 Sample: 1 36  
 Included observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.012947	0.021002	0.616493	0.5418
RMRF	0.613411	0.346148	1.772105	0.0856
DUMMY*RMRF	-0.038083	0.564139	-0.067507	0.9466
R-squared	0.290789	Mean dependent var		0.027199
Adjusted R-squared	0.247807	S.D. dependent var		0.078532
S.E. of regression	0.068110	Akaike info criterion		-2.455733
Sum squared resid	0.153086	Schwarz criterion		-2.323773
Log likelihood	47.20320	F-statistic		6.765293
Durbin-Watson stat	2.466202	Prob(F-statistic)		0.003450



## Lampiran 5. Hasil Regresi Model Treynor Dan Mazuy

### Manajemen Investasi Dalam Negeri

Dependent Variable: RPRF  
 Method: Least Squares  
 Date: 08/25/08 Time: 10:06  
 Sample: 1 36  
 Included observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.012538	0.015623	0.802515	0.4280
RMRF	0.561542	0.152444	3.683588	0.0008
TM	-0.039076	1.951493	-0.020024	0.9841
R-squared	0.292591	Mean dependent var		0.026916
Adjusted R-squared	0.249717	S.D. dependent var		0.074126
S.E. of regression	0.064207	Akaike info criterion		-2.573759
Sum squared resid	0.136043	Schwarz criterion		-2.441799
Log likelihood	49.32767	F-statistic		6.824543
Durbin-Watson stat	2.455348	Prob(F-statistic)		0.003308

## Manajemen Investasi Asing

Dependent Variable: RPRF  
 Method: Least Squares  
 Date: 08/25/08 Time: 10:08  
 Sample: 1 36  
 Included observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.010304	0.016569	0.621842	0.5383
RMRF	0.590990	0.161680	3.655298	0.0009
TM	0.271470	2.069726	0.131162	0.8964
R-squared	0.291061	Mean dependent var		0.027199
Adjusted R-squared	0.248095	S.D. dependent var		0.078532
S.E. of regression	0.068097	Akaike info criterion		-2.456116
Sum squared resid	0.153027	Schwarz criterion		-2.324156
Log likelihood	47.21009	F-statistic		6.774208
Durbin-Watson stat	2.451513	Prob(F-statistic)		0.003428

## Lampiran 6. Hasil Regresi Model Jensen

### Manajemen Investasi Dalam Negeri

Dependent Variable: RPRF  
 Method: Least Squares  
 Date: 08/25/08 Time: 09:51  
 Sample: 1 36  
 Included observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.451032	0.153933	2.930061	0.0671
RMRF	0.561292	0.149680	3.749948	0.0007
R-squared	0.292582	Mean dependent var		1.026916
Adjusted R-squared	0.271776	S.D. dependent var		0.074126
S.E. of regression	0.063256	Akaike info criterion		-2.629303
Sum squared resid	0.136045	Schwarz criterion		-2.541329
Log likelihood	49.32745	F-statistic		14.06211
Durbin-Watson stat	2.453329	Prob(F-statistic)		0.000659

### Manajemen Investasi Asing

Dependent Variable: RPRF  
 Method: Least Squares  
 Date: 08/25/08 Time: 09:46  
 Sample: 1 36  
 Included observations: 36

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.418797	0.163091	2.567868	0.0148
RMRF	0.592802	0.158585	3.738064	0.0007
R-squared	0.291270	Mean dependent var		1.027010
Adjusted R-squared	0.270425	S.D. dependent var		0.078463
S.E. of regression	0.067019	Akaike info criterion		-2.513715
Sum squared resid	0.152715	Schwarz criterion		-2.425742
Log likelihood	47.24687	F-statistic		13.97312
Durbin-Watson stat	2.462473	Prob(F-statistic)		0.000681