

# Reksadana Pendapatan Tetap di Indonesia: Analisis *Market Timing* dan *Stock Selection* - Periode 2006 - 2008<sup>1</sup>

Tinur Fajar Gumilang<sup>2</sup> dan Heru Subiyantoro<sup>3</sup>

## ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis kinerja kegiatan Reksadana Pendapatan Tetap di Indonesia dengan melihat kemampuan *market timing* dan *stock selection* yang dilakukannya. Pengukuran kinerja dilakukan dengan metode pengukuran tingkat pengembalian (*investment return measures*) maupun metode pengukuran dengan penyesuaian risiko (*risk-adjusted measures*), dan dilengkapi dengan analisis dengan metode Henriksson-Merton (1981) dan Treynor-Mazuy (1966), sebagaimana dipergunakan oleh Rzezniczak, P. and L. Swinkels (2008) untuk kasus Polandia. Penelitian ini menggunakan data bulanan Reksadana Pendapatan Tetap di Indonesia periode 2006–2008 berdasarkan pengelompokan *Asset Under Management* (AUM)-nya. Dari hasil penelitian, diperoleh kesimpulan bahwa perhitungan kinerja dari reksadana yang dikelola oleh kelompok Manajemen Investasi II lebih baik dibandingkan dengan kelompok Manajemen Investasi I dan kelompok III, karena terbukti menghasilkan tingkat *average return* dan *risk-adjusted performance* yang lebih tinggi. Pada penelitian ini, tidak ditemukan juga bukti adanya *stock selection ability* dan *market timing ability* yang signifikan secara statistik, baik dengan menggunakan model Henriksson-Merton maupun model Treynor-Mazuy.

*Keywords* : *Stock Selection, Market Timing, Fixed Income Mutual Funds, Investment Return Measures, Risk-Adjusted Measures.*

## ABSTRACT

*This study aims to analyze the performance of Fixed Income Mutual Funds in Indonesia by observing their stock selection and market timing abilities. We apply performance measures with investment return measures method and risk-adjusted measures method. In order to follow Rzezniczak, P. and L. Swinkels, (2008) with the case of Poland, for this research we use the monthly data during the period of 2006-2008 of Fixed Income Mutual Funds in Indonesia which are classified into three groups according to their Asset Under Management (AUM). We conclude that the performances of the second group is better than the other two groups, by looking at their average return and risk-adjusted performance. In this research we do not find any statistically significant stock selection ability and market timing ability of the Fixed Income Mutual Funds, using both Henriksson-Merton or Treynor-Mazuy models.*

*Keywords* : *Stock Selection, Market Timing, Fixed Income Mutual Funds, Investment Return Measures, Risk-Adjusted Measures.*

---

<sup>1</sup> Paper ini merupakan koreksi dari versi terdahulu yang telah diterbitkan dengan judul yang sama pada Jurnal Keuangan dan Moneter; Badan Kebijakan Fiskal; Departemen Keuangan: Vol. 11 (1); April 2008; pp. 114-146

<sup>2</sup> Menyelesaikan S1 jurusan Sistem Informasi dan Manajemen Ekonomi di Universitas Bina Nusantara tahun 2006, dan memperoleh Magister Manajemen di Universitas Indonesia (2008). Dapat dihubungi melalui e-mail: [tinurfajar@gmail.com](mailto:tinurfajar@gmail.com)

<sup>3</sup> Staf Pengajar pada Pasca Sarjana Universitas Indonesia (MPKP-FEUI; MM-FEUI; Kajian Intelijen Strategik UI; dan MIA-FISIP-UI), serta Program MM Universitas Borobudur di Jakarta. Dapat dihubungi melalui e-mail: [herusubiyantoro@fe.ui.ac.id](mailto:herusubiyantoro@fe.ui.ac.id)

## PENDAHULUAN

Reksadana merupakan salah satu alternatif investasi bagi masyarakat pemodal, khususnya pemodal kecil dan pemodal yang tidak memiliki banyak waktu dan keahlian untuk menghitung risiko atas investasi mereka. Reksadana dirancang sebagai sarana untuk menghimpun dana dari masyarakat yang memiliki modal, mempunyai keinginan untuk melakukan investasi, namun hanya memiliki waktu dan pengetahuan yang terbatas.

Sebagaimana dikutip dari beberapa media cetak ekonomi nasional, industri reksadana pada tahun 2008 diperkirakan akan tumbuh dengan pesat. Hal ini disampaikan oleh Menteri Keuangan Sri Mulyani Indrawati. Ia memprediksikan bahwa nilai aktiva bersih dari reksadana pada tahun ini akan dalam posisi yang sama seperti yang terjadi pada tahun 2004 sebelum terjadinya krisis reksadana besar-besaran. Pemerintah mencatat pertumbuhan NAB industri reksadana tahun 2007 mencapai angka 75% yakni dari berkisar Rp 52.3 triliun menjadi berkisar Rp 91.5 triliun. Naiknya NAB reksadana pada tahun lalu dan pertumbuhan reksadana yang signifikan dan konsisten dalam dua tahun terakhir ini, merupakan sinyal yang cukup kuat untuk pertumbuhan yang baik pada tahun 2008. Hal tersebut juga mengindikasikan mulai pulihnya kepercayaan investor terhadap pasar modal dan diharapkan bisa menaikkan investasi di bidang reksadana.

Permasalahan pokok dalam penelitian ini adalah:

1. Bagaimana dengan tinjauan umum atas produk reksadana pendapatan tetap di Indonesia berdasarkan periode penelitian April 2006 – April 2008?.
2. Bagaimana kinerja produk reksadana pendapatan tetap di Indonesia, dengan metode pengukuran tingkat pengembalian (*investment return measures*) maupun metode pengukuran dengan penyesuaian risiko (*risk-adjusted measures*)
3. Apakah ada *stock selection* dan kemampuan *market timing* terhadap reksadana pendapatan tetap yang dikelola oleh manajemen investasi di Indonesia, dan jika ada bagaimana tingkat keberhasilannya?

Reksadana sebagai salah satu alat investasi tentu memiliki tingkat imbal hasil (*return*) dan tingkat resiko (*risk*). Untuk itu investor harus dapat memilih reksadana mana yang paling sesuai dengan kemampuan dana yang dimilikinya serta tingkat resiko yang diinginkan. Dari berbagai macam jenis pilihan reksadana yang ada: Reksadana Saham, Reksadana Pendapatan Tetap, Reksadana Campuran dan Reksadana Pasar Uang, dalam paper ini hanya dibahas tentang Reksadana Pendapatan Tetap.

Tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Mengevaluasi kinerja reksadana pendapatan tetap yang terdaftar di Bapepam pada tahun 2006 - 2008 berdasarkan metode Sharpe, Treynor, Jensen serta Appraisal Ratio. Diharapkan hasil penelitian ini dapat memberi indikasi kepada para investor tentang reksadana yang memberikan imbal hasil paling baik.
2. Membuktikan dan mengukur kemampuan market timing dan tingkat keberhasilan dari stock selection reksadana pendapatan tetap yang dikelola oleh manajemen investasi di Indonesia.

3. Menyediakan informasi bagi para investor mengenai kinerja reksadana pendapatan tetap yang selanjutnya dapat digunakan sebagai salah satu bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasinya.

## DATA DAN METODOLOGI PENELITIAN

Total produk Reksadana Pendapatan Tetap yang dijadikan objek penelitian adalah sebanyak 9 buah. Masing-masing diambil dari Manajemen Investasi yang telah dikelompokkan menjadi 3 bagian, (Lihat **Tabel 1**) berdasarkan 20 besar Manajemen Investasi yang memiliki nilai *Asset Under Management* (AUM) antara Rp1 triliun – Rp25 triliun di akhir tahun 2007 yang dikeluarkan oleh Biro Riset Bapepam. Masing-masing kelompok Manajemen Investasi terdiri dalam 3 Manajemen Investasi, yaitu Kelompok I (*Schroder Investment Management Indonesia, Manulife Aset Manajemen Indonesia, dan Fortis Investments*), Kelompok II (*Bahana TCW Investment Management, Bhakti Asset Management, dan Mandiri Manajemen Investasi*) dan Kelompok III (*Samuel Aset Manajemen, Panin Sekuritas, dan Nikko Securities Indonesia*). Pemilihan Reksadana Pendapatan Tetap dilakukan berdasarkan *random sampling* dan memiliki proporsi investasi minimal 90% pada instrumen hutang yaitu berupa Obligasi Negara Indonesia. Data bulanan yang digunakan mulai dari April 2006 sampai dengan April 2008.

Sumber data yang digunakan untuk mengukur kinerja, merupakan data-data sekunder Reksadana Pendapatan Tetap meliputi:

- a. NAB (Nilai Aktiva Bersih), diperoleh dari data laporan bulanan yang tersedia di website Bapepam
- b. SBI (Sertifikat Bank Indonesia), diperoleh dari data laporan bulanan yang tersedia di website Bank Indonesia
- c. IDMA (*Inter-Dealer Market Association*) Indeks yang didapat dari website indexco

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang berupa data perkembangan NAB bulanan dari produk reksadana pendapatan tetap dengan denominasi Rupiah yang tercatat pada Bapepam. Ada 9 reksadana pendapatan tetap yang menjadi obyek penelitian dan terbagi menjadi tiga kelompok, yaitu:

1. Kelompok I: Produk reksadana dari Manajemen Investasi dengan *Under Asset Management* di atas Rp 8 triliun;
2. Kelompok II: Produk reksadana dari Manajemen Investasi dengan *Under Asset Management* antara Rp 4 triliun – 7,9 triliun;
3. Kelompok III: Produk reksadana dari Manajemen Investasi dengan *Under Asset Management* antara Rp 1 triliun – 3,9 triliun.

Data *return* bulanan dari Reksadana Pendapatan Tetap tersebut merupakan reksadana yang aktif pada kurun waktu penelitian yaitu April 2006 sampai dengan April 2008 dengan proporsi investasi minimal 90% pada instrumen utang yaitu berupa Obligasi Negara Indonesia. Pemilihan periode tersebut didasarkan pada kinerja Reksadana Pendapatan Tetap pada masa setelah terpuruknya industri reksadana pada tahun 2004-2005.

**Tabel 1: Daftar Reksadana Pendapatan Tetap yang dijadikan obyek penelitian**

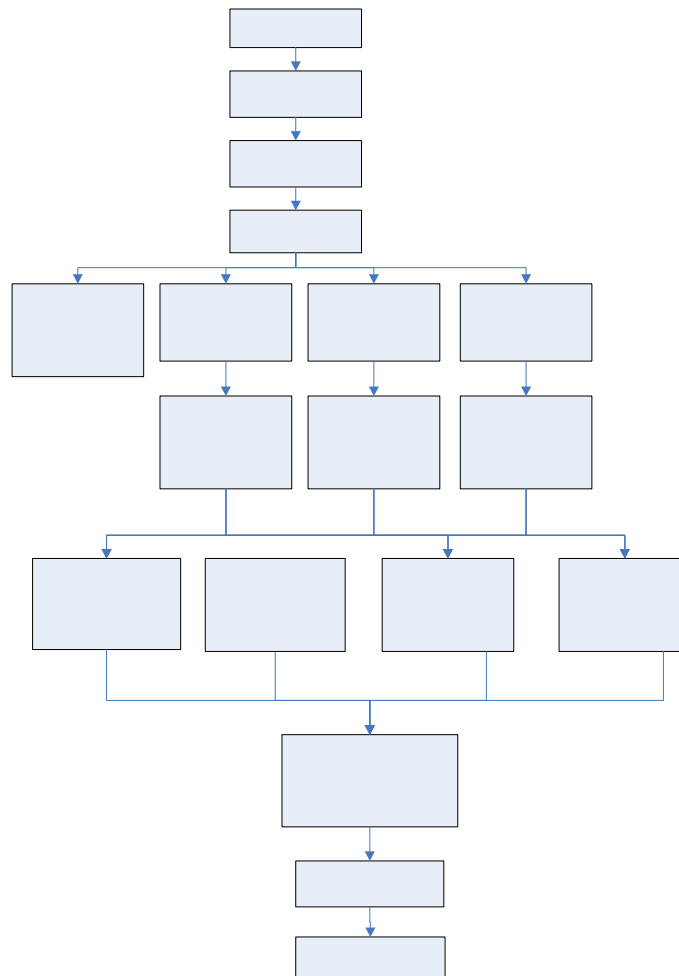
Kelom-Pok	Kriteria AUM (Rp triliun)	Manajemen Investasi	Produk Reksadana	Proporsi Investasi (%)	
I	>8 T	PT Schroder Investment Management Indonesia	Schroder Dana Andalan	Pasar Uang	0,00
				Obligasi	100,00
				Saham	0,00
				Warrant dan Rights	0,00
		PT Manulife Aset Manajemen Indonesia	Manulife Obligasi Unggulan	Pasar Uang	8,09
				Obligasi	91,91
				Saham	0,00
				Warrant dan Rights	0,00
		PT Fortis Investments	Fortis Lestari Dua	Pasar Uang	0,00
				Obligasi	100,00
				Saham	0,00
				Warrant dan Rights	0,00
II	>4 – 7,9 T	PT Bahana TCW Investment Management	Reksadana Ganesha Abadi	Pasar Uang	0,00
				Obligasi	96,76
				Saham	3,24
				Warrant dan Rights	0,00
		PT Bhakti Asset Management	Reksa Dana Big Dana Likuid	Pasar Uang	0,00
				Obligasi	100,00
				Saham	0,00
				Warrant dan Rights	0,00
		PT Mandiri Manajemen Investasi	Mandiri Dana Pendapatan Tetap	Pasar Uang	0,00
				Obligasi	100,00
				Saham	0,00
				Warrant dan Rights	0,00
III	1 – 3,9 T	PT Samuel Aset Manajemen	Samuel Dana Pasti	Pasar Uang	0,00
				Obligasi	100,00
				Saham	0,00
				Warrant dan Rights	0,00
		PT Panin Sekuritas	Panin Gebyar Indonesia	Pasar Uang	0,00
				Obligasi	100,00
				Saham	0,00
				Warrant dan Rights	0,00
		PT Nikko Securities Indonesia	Reksadana Nikko Cemerlang Nusantara	Pasar Uang	0,00
				Obligasi	100,00
				Saham	0,00
				Warrant dan Rights	0,00

Metode analisis kinerja portofolio yang dilakukan adalah dengan:

- a. Mengukur tingkat pengembalian (*investment return measures*). Kinerja portofolio diukur dengan membandingkan tingkat pengembalian yang dihasilkan portofolio dengan tingkat pengembalian pembandingnya yang diukur dari indeks obligasi dan suku bunga SBI 1 bulan.
- b. Mengukur kinerja penyesuaian risiko (*risk-adjusted measures*) dengan menggunakan 3 (tiga) macam metode ini yaitu: *Sharpe's Measure*, *Treynor's measure*, dan *Jensen's measure*. Pengukuran dengan membandingkan berbagai metode pengukuran tersebut terhadap kinerja pembandingnya.
- c. Sedangkan untuk analisis kinerja *stock selection ability* dan *market timing ability* dari manajemen investasi dalam mengelola reksadana digunakan model Henriksson-Merton serta Treynor-Mazuy.

Langkah-langkah yang digunakan dalam melakukan pengukuran kinerja Reksadana Pendapatan Tetap pada penelitian dapat digambarkan dalam *work flow* berikut ini:

**Gambar 1: Langkah-langkah Pengukuran Kinerja**



## TELAAH PUSTAKA

Umumnya tujuan dari setiap investasi yang dilakukan oleh investor adalah untuk mendapatkan tambahan pendapatan atau kemampuan ekonomis dimasa yang akan datang dari pendapatan yang diinvestasikan tersebut. Beberapa faktor lain yang menyebabkan seseorang tergerak untuk melakukan investasi diantaranya untuk:<sup>4</sup> mendapatkan kehidupan yang lebih layak dimasa datang; mengurangi tekanan inflasi; menghemat pajak.

Pembentukan portofolio ditujukan agar risiko kerugian efek yang satu semakin dapat dinetralisir oleh keuntungan yang diperoleh dari efek yang lain. Namun, diversifikasi bukan merupakan jaminan dalam meminimumkan risiko dengan keuntungan yang maksimum sekaligus. Hal tersebut berkaitan karena adanya dua jenis risiko investasi yaitu risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*) dan risiko sistematis (*systematic risk*). Risiko tidak sistematis merupakan risiko yang terkait dengan suatu efek tertentu dan umumnya dapat dihindari atau diperkecil melalui diversifikasi, sedangkan risiko sistematis merupakan risiko pasar yang bersifat umum dan berlaku bagi semua efek dalam pasar modal. Risiko ini tidak mungkin dapat dihindari oleh investor melalui diversifikasi sekalipun.

Setiap investor selalu melibatkan dua parameter, yaitu risiko dan *return* yang ada dalam melakukan kegiatan investasinya dalam suatu periode tertentu. Pada umumnya, investor mengharapkan tingkat *return* yang sebanding dengan tingkat risiko yang dimiliki oleh suatu sekuritas. Hasil yang diharapkan tersebut diterjemahkan dalam tingkat keuntungan yang diharapkan atau *expected return*, sedangkan risiko diartikan sebagai probabilitas tidak tercapainya tingkat keuntungan yang diharapkan. Semakin besar penyimpangan tingkat keuntungan yang diharapkan, maka semakin besar pula tingkat risikonya. Untuk mengukur *return* yang diterima oleh investor, dapat menggunakan **Persamaan (1)** sebagai berikut:

$$R_p = \frac{MV_1 - MV_0 + D}{MV_0} \dots \dots \dots (1)$$

dimana:

- $R_p$  = Tingkat pengembalian portfolio
- $MV_1$  = Nilai pasar portfolio pada akhir periode
- $MV_0$  = Nilai pasar portfolio pada awal periode
- $D$  = Pembagian kas selama periode

Dalam menghitung tingkat pengembalian dengan waktu yang pendek seperti satu bulan atau triwulanan, sering disebut dengan tingkat pengembalian sub-periode. Untuk memperoleh tingkat pengembalian selama periode evaluasi dapat dilakukan dengan menghitung rata-rata tingkat pengembalian sub-periode. Metode perhitungan yang dapat digunakan untuk menghitung rata-rata tingkat pengembalian sub-periode, yaitu metode

---

<sup>4</sup>Tandelilin, Eduardus. Dr. MBA “*Analisa Investasi dan Manajemen Portofolio*” hal 4

penimbang waktu (rata-rata geometrik). Metode penimbang waktu ini mengukur tingkat pengembalian secara *compound* selama periode evaluasi dengan asumsi seluruh pembagian kas (*cash*) diinvestasikan seperti **Persamaan (2)** berikut:

$$R_g = \sqrt[n]{(1 + R_{p,1})(1 + R_{p,2})(1 + R_{p,3}) \dots (1 + R_{p,n})} - 1 \dots \dots \dots (2)$$

dimana,

$R_g$  = Rata-rata tingkat pengembalian geometrik

$R_{p,n}$  = Tingkat pengembalian pada sub-periode  $n$

$n$  = Jumlah sub-periode selama tahun evaluasi

Kinerja Reksadana Pendapatan Tetap diukur dengan metode yang biasa digunakan untuk menilai kinerja portofolio (Sharpe, Treynor, Jensen dan Appraisal Ratio). Metode Sharpe dikenal pula dengan istilah RVAR (*reward to variability ratio*), yang digunakan untuk mengukur kinerja portofolio dengan menghitung rasio *excess portfolio return* dengan deviasi standar. Formula dari Sharpe diberikan pada **Persamaan (3)** sebagai berikut (Jones, 2002, p. 235):

$$RVAR = \frac{\overline{TR}_P - \bar{R}_f}{SD_P} \dots \dots \dots (3)$$

$$RVAR = \text{Excess return} / \text{Risk}$$

dimana,

$\overline{TR}_P$  = rata-rata *total return* portofolio selama periode  $t$ ;

$\bar{R}_f$  = rata-rata *risk free rate of return* selama periode  $t$ ;

$SD_P$  = deviasi standar *return* untuk portofolio  $p$  selama periode  $t$ ;

$\overline{TR}_P - \bar{R}_f$  = *excess return (premium risk)* portofolio  $p$ .

Pengukuran Treynor menghubungkan rata-rata *excess portfolio return* selama beberapa periode dengan risiko sistematis yang diukur dengan beta portofolio. Formula untuk menghitung RVOL (*reward to volatility ratio*) adalah sebagai berikut seperti pada **Persamaan (4)** (Husnan, 1996, p. 124):

$$RVOL = \frac{\overline{TR}_P - \bar{R}_f}{\beta_P} \dots \dots \dots (4)$$

dimana,

$RVOL$  = rata-rata *excess return* portofolio  $p$ ;

$\overline{TR}_p$	= nilai rata-rata bulanan <i>total return</i> portofolio $p$ ;
$\overline{R}_f$	= nilai rata-rata bulanan <i>return</i> dari <i>risk-free rate</i> ;
$\beta_p$	= nilai beta portofolio $p$ .

Hasil perhitungan akan menunjukkan *excess return per unit* dari risiko sistematis, bila diperoleh *RVOL* yang tinggi menunjukkan adanya kinerja portofolio yang baik. Sebaliknya *RVOL* yang rendah menunjukkan kinerja portofolio yang kurang baik. Pengukuran ini dimaksudkan untuk mengetahui atau memberi peringkat portofolio atas dasar *RVOL*, sehingga dapat diketahui portofolio yang baik.

Untuk penilaian kinerja portofolio dengan metode Jensen ini digunakan formula sebagai berikut (Jones, 2002, p. 236) :

$$R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha_p + \beta_p [R_{m,t} - R_{f,t}] + \varepsilon_{p,t} \dots \dots \dots (5)$$

dimana:

$R_{p,t}$	= <i>return</i> portofolio pada periode $t$ ;
$R_{f,t}$	= <i>risk-free rate</i> pada periode $t$ ;
$R_{m,t}$	= <i>return</i> pasar pada periode $t$ ;
$\varepsilon_{p,t}$	= <i>random error</i> untuk portofolio $p$ pada periode $t$ ;
$R_{m,t} - R_{f,t}$	= <i>market risk premium</i> selama periode $t$ ;
$\alpha_p$	= menunjukkan kinerja portofolio;
$\beta_p$	= nilai <i>beta</i> portofolio $p$ .

**Persamaan (5)** di atas mengidentifikasi *risk premium* untuk portofolio  $p$  yang seharusnya proporsional dengan *risk premium* pada portofolio pasar. Metode pengukuran kinerja Jensen ini dapat diestimasi dengan meregresikan *portfolio excess return* dengan *market excess return*, sehingga akan menghasilkan *characteristic line*.

Sedangkan *Appraisal Ratio (AR)* mengukur  $\alpha$  (*alpha*) dalam hubungannya dengan *unsystematic risk*, rasio ini cenderung digunakan untuk mengukur kinerja reksadana yang dikelola oleh manajer investasi dengan manajemen aktif. Rasio ini mengukur *abnormal return* per unit dari risiko pasar, sebagai mana diberikan dalam **Persamaan (6)** berikut:.

$$AR = \frac{\alpha_p}{\sigma_{\varepsilon p}} \dots \dots \dots (6)$$

di mana,

$\alpha_p$	= <i>abnormal return</i> dari suatu portofolio yaitu <i>excess</i> dari imbal hasil yang diprediksikan dari model CAPM
------------	--

$\sigma_{ep}$  = standard deviasi portofolio yang merupakan risiko yang tidak dihindarkan dengan diversifikasi.

*Capital Asset Pricing Model* (CAPM) adalah model yang digunakan untuk menentukan berapa tingkat *return* (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 *undervalued*, *properly valued*, atau *overvalued*. Disebut *undervalued* apabila imbal hasil aktual aset berisiko lebih kecil daripada imbal hasil yang diharapkan, sehingga masih memiliki potensi untuk naik, sedangkan *properly valued* adalah apabila imbal hasil aktual mendekati sama dengan yang diharapkan, dan *overvalued* adalah apabila imbal hasil aktual lebih besar dari yang diharapkan sehingga ada potensi akan turun. Tingkat imbal hasil/pengembalian dari saham secara individu dapat diberikan dalam **Persamaan (7)** sebagai berikut:

$$E(r_p) = R_f + [E(r_m) - R_f]\beta_p \dots \dots \dots (7)$$

dimana :

$E(r_p)$  = tingkat pengembalian yang diharapkan;

$R_f$  = tingkat pengembalian asset bebas risiko;

$E(r_m)$  = tingkat pengembalian portofolio pasar yang diharapkan;

$E(r_m) - R_f$  = premi risiko investor;

$\beta_p$  = *Beta* portofolio.

Dalam **Persamaan (7)** tersebut diasumsikan bahwa saham dalam portofolio telah terdiversifikasikan dengan baik, yang mana saham dalam portofolio 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 portofolio yang mana hanya risiko sistimatis yang terjadi.

Sebagai pembanding atau *benchmark* untuk penilaian manajer investasi didasarkan atas asset yang dialokasikan untuk investasi. Sebagai perbandingan kinerja satu reksadana dengan reksadana lainnya juga diperlukan suatu pembanding yang dapat dianggap mewakili satu jenis reksadana. Sampai saat ini belum ada parameter pembanding yang disepakati bersama oleh pihak-pihak yang terlibat, sehingga untuk menentukan pembanding yang digunakan dalam paper ini diupayakan semaksimal mungkin dapat

mewakili pengelompokan reksadana. Dalam paper ini, pembandingan yang dipergunakan adalah *return* Indeks Obligasi iBoxx ABF-IDMA sebagai *market return* dan Sertifikat Bank Indonesia sebagai *risk free rate*.

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang bersifat historis yaitu:

1. Tingkat Pengembalian (*return*). Return portofolio ( $R_{pt}$ ) menggunakan NAB/unit reksadana dan pengembalian Indeks Obligasi ( $R_m$ ) menggunakan indeks iBoxx ABF;
2. Suku bunga bebas resiko ( $R_f$ ). Tingkat pengembalian (*return*) investasi bebas risiko ini diasumsikan sama dengan suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI);
3. Standar Deviasi ( $\sigma$ ) merupakan risiko reksa dana yang tercermin dari akar varian reksa dana. Standar deviasi memberikan gambaran mengenai besar kecilnya risiko fluktuasi perubahan NAB per unit dari satu sub-periode ke sub-periode berikutnya, dan disebut sebagai risiko total. Makin besar  $\sigma$ , makin tinggi risiko perubahan NAB per unit yang terjadi;
4. Varian ( $\sigma^2$ ), Varian adalah kuadrat penyimpangan (standar deviasi) setiap tingkat pengembalian dalam periode tertentu.
5. *Beta* Portofolio ( $\beta$ ) adalah risiko pasar yang memberikan gambaran hubungan antara return portofolio dengan *return* dari pembandingan. Dalam penelitian ini, beta diperoleh dengan cara regresi linear dari return reksa dana pendapatan tetap dengan *return* pembandingnya.

## PENGUKURAN KINERJA REKSADANA

Pengukuran kinerja Reksadana Pendapatan Tetap dilakukan dengan risk-adjusted performance dengan pendekatan: Sharpe Ratio, Treynor Ratio, Jensen Ratio dan *Appraisal Ratio*, sebagai berikut (Bodie, Z. et.al, 2008):

1. *Sharpe's Measure* (RVAR). Tujuan dari analisis koefisien Sharpe adalah mengukur sejauh mana diversifikasi portofolio kombinasi yang optimal dapat menghasilkan keuntungan dengan risiko tertentu. Dengan membagi *risk premium* dengan standar deviasi, Sharpe mengukur risk premium yang dihasilkan per unit risiko yang diambil. Pengertiannya adalah investasi pada SBI tidak mengandung risiko dengan jaminan bunga sebesar  $R_f$  dan investasi pada portofolio reksa dana pendapatan tetap mengandung risiko, sehingga diharapkan tingkat pengembalian yang lebih besar dari  $R_f$ . Sharpe mengukur berapa perbedaan ( $R_p - R_f$ ) atau risk premium yang dihasilkan untuk tiap unit risiko yang diambil. Dengan memperhitungkan risiko, makin tinggi nilai pengukuran Sharpe, makin baik kinerja reksa dana. Untuk mendapatkan nilai Sharpe dipergunakan rumus pada **Persamaan (3)**.
2. *Treynor's Measure* (RVOL). Tujuan dari analisis koefisien Treynor adalah mengukur sejauh mana diversifikasi portofolio kombinasi yang optimal dapat menghasilkan keuntungan dengan risiko sistematis relatif terhadap risiko

pembandingan. Treynor membagi rata-rata pengembalian di atas pengembalian suku bunga tetap dengan *systematic risk* bukan total risiko (*the reward-to-volatility ratio*). Pengukuran dengan metode Treynor juga didasarkan atas risk premium ( $R_p - R_f$ ), seperti halnya Sharpe. Namun, dalam Treynor digunakan pembagi *beta* ( $\beta$ ) yang merupakan risiko sistematis atau juga disebut risiko pasar. Seperti halnya metode Sharpe, dengan mempertimbangkan risiko, makin tinggi nilai pengukuran Treynor, makin baik kinerja reksadana. Untuk mendapatkan nilai Treynor dipergunakan **Persamaan (4)**.

3. *Jensen's Measure* ( $\alpha$ ). Pengukuran Jensen  $\alpha$  bertujuan untuk menghitung tingkat pengembalian di atas CAPM dengan melihat dari *beta* dan tingkat pengembalian di atas pasar (*the measure of differential return*). Atau dengan kata lain mengukur nilai alpha ( $\alpha$ ). Pengukuran tersebut untuk menilai kinerja manajer investasi yang didasarkan atas seberapa besar manajer investasi mampu memberikan tingkat pengembalian di atas tingkat pengembalian pasar. Makin tinggi nilai  $\alpha$  positif, makin baik kinerjanya. Untuk mendapatkan nilai Jensen  $\alpha$  dipergunakan rumus regresi linear pada **Persamaan (5)**.

### **Stock Selection dan Market Timing**

Literatur investasi umumnya menyatakan bahwa *market timing* sangat sulit dilakukan, sehingga manajer investasi lebih sering mengandalkan kemampuan pemilihan saham untuk mendapatkan *return* yang *abnormal* (*superior*). Untuk memisahkan kedua jenis kemampuan manajer investasi di atas, Treynor-Mazuy dan Henriksson-Merton melakukan modifikasi atas model *alpha* Jensen menjadi seperti **Persamaan (8)**:

$$y = a + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \varepsilon \dots \dots \dots (8)$$

$\beta_1$  adalah risiko sistematis dan  $\beta_2$  adalah kemampuan antisipasi waktu. Model Treynor-Mazuy dan Henriksson-Merton melihat *stock selection ability* dan *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*.

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, W. F. et.al: 1998, p. 754):

1. Model Treynor-Mazuy. Menurut Treynor dan Mazuy (1966) bahwa ketika nilai ( $a$ ) atau *alpha* positif berarti menunjukkan adanya kemampuan *selectivity* dan 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, Pflleiderer 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 **Persamaan (9)** berikut :

$$R_p - R_f = \alpha + b(R_m - R_f) + c(R_m - R_f)^2 + \varepsilon_p \dots \dots \dots (9)$$

Dimana :

- $R_m$  = Return dari pasar saham.
- $R_f$  = Return untuk asset bebas resiko.
- $a$  = *Intercept* yang merupakan indikasi *stock selection* dari manajer investasi;
- $b$  = Koefisien regresi *excess market return* atau *slope* pada waktu pasar turun (*bearish*);
- $c$  = Koefisien regresi yang merupakan indikasi kemampuan *market timing* dari manajer investasi;
- $\varepsilon$  = Merupakan *random error*.

2. Model Henriksson-Merton. Melalui model regresi yang dikembangkan oleh Henrikson dan Merton bisa diukur 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. Untuk mengukur kemampuan *microforecasting (stock selection)* manajer investasi, hal ini dapat dilihat melalui besaran  $a$ . Jika manajer investasi memiliki ( $a > 0$ ) berarti ybs. memiliki kemampuan *stock selection* yang baik, dan sebaliknya jika ( $a < 0$ ) artinya kemampuan *stock selection*-nya tidak baik. Bentuk persamaan yang dipergunakan diberikan dalam **Persamaan (10)** berikut (Henriksson dan Merton: 1981) :

$$R_p - R_f = \alpha + b(R_m - R_f) + c(R_m - R_f)D + \varepsilon_p \dots \dots \dots (10)$$

dimana :

- $R_m$  = Return dari pasar saham;
- $R_f$  = Return untuk asset bebas resiko;
- $a$  = *Intercept* yang merupakan indikasi *stock selection* dari manajer investasi;
- $b$  = Koefisien regresi *excess market return* pasar atau *slope* pada waktu pasar turun (*bearish*);

- $c$  = Koefisien regresi yang merupakan indikasi kemampuan *market timing* dari manajer investasi;
- $D$  = Adalah *dummy* untuk melakukan peramalan *market timing* dengan ketentuan:  
 $D = 1$ , Jika  $(R_m - R_f) > 0$  *Up market (bullish)* dan  $D = 0$ ,  
 Jika  $(R_m - R_f) < 0$  *Down market (bearish)*;
- $\varepsilon$  = Merupakan *random error*.

Beberapa penelitian terdahulu baik untuk kasus di Polandia dan di Indonesia, antara lain berikut. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Rzezniczak, P. and L. Swinkels, (2008) menemukan bahwa sedikit sekali penelitian akademis mengenai reksadana obligasi. Hal ini merupakan sesuatu yang aneh, karena bentuk reksadana obligasi adalah golongan yang penting dalam industri reksadana. Dalam pasar Polandia, banyak terdapat reksadana obligasi yang juga sebagai reksadana saham, walaupun ukuran dari reksadana saham hampir dua kali lipat. Kita dapat melihat bahwa dana obligasi lebih mempunyai tingkat pengembalian investasi yang lebih rendah dibandingkan dengan reksadana saham. Dalam rata-rata penurunan tingkat bunga, terlihat bahwa indeks obligasi pemerintah Polandia mempunyai rasio Sharpe yang melebihi rasio Sharpe pasar saham. Dalam penelitian tersebut terlihat bahwa semua reksadana obligasi punya kinerja lebih dibandingkan deposito 3 bulanan, tetapi hanya 4 reksadana yang memiliki rasio Sharpe lebih tinggi dibandingkan indeks obligasi.

Perkembangan pasar keuangan di Polandia ditandai oleh beberapa perubahan legislatif yang penting. 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*. Di tahun 1998, undang-undang mengenai *investment funds* mulai diberlakukan. Penamaan *trust funds* mulai digantikan dengan reksadana terbuka dan tertutup dengan karakteristik hukum yang sama dengan regulasi pasar Amerika Serikat.

Perusahaan *trust investment* mulai memindahkan dananya kedalam perusahaan manajemen investasi dan keseluruhan proses transformasi dari *trust investment* ke manajemen investasi (*Fund Management*) selesai pada tahun 2000. Sejak regulasi ini ditetapkan pada pasar reksadana, jumlah 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 dari *Polish Investment Funds* dapat didistribusikan ke seluruh anggota Uni Eropa dan *Investment Funds* asing harus meminta ijin untuk mengakses pasar Polandia.

Pada April, 1991, *Warsaw Stock Exchange* dan *Polish Securities Commission* mulai diperkenalkan. Perusahaan pertama yang mengelola reksadana adalah *Pioneer Poland*, yang menerbitkan reksadana pada bulan Juli tahun 1992. Hingga tahun 1995, *investment funds* di Polandia dilakukan secara monopoli. Kemudian pada tahun 1995, pasar

*investment funds* dimulai dengan masuknya *fund management baru* dan jumlah dananya pun berkembang, sehingga memaksa manajer investasi untuk bersaing satu sama lain.

Sampai dengan akhir tahun 1996, ada tiga perusahaan *fund management* yang mengelola 5 reksa dana dengan *total net asset value* hampir 1.4bn Zlotys. Implementasi undang-undang *investment funds*, mengakibatkan perusahaan funds management berkembang menjadi 12 perusahaan, dengan dana yang dikelola sebesar 1.784 bn Zlotys dengan 38 produk reksadana yang berbeda.

Pada tahun 2004, pasar tidak menutup datangnya dana dari pihak asing dan dana lokal sedang mengembangkan variasi produk yang tersedia. Undang-Undang hukum yang baru memberikan tambahan kemungkinan seperti *Umbrella Fund*, yaitu dana dikumpulkan dalam satu wadah, namun memiliki strategi investasi yang berbeda. Sehingga memudahkan investor untuk merubah sub-funds ketika terjadi reaksi terhadap kecenderungan pasar.

Sementara itu penelitian tentang Reksadana Saham yang dilakukan oleh Setiawan, R. Eko (2008)<sup>5</sup>, terhadap beberapa produk yang berasal dari Manajemen Investasi di Indonesia memperoleh hasil sebagai berikut :

Pada evaluasi kinerja dari reksa dana dengan menggunakan perhitungan dengan menggunakan *Sharpe ratio*, *Treynor ratio* dan *Jensen ratio* serta *Appraisal ratio*, diperoleh hasil bahwa reksadana yang dikelola oleh manajemen investasi asing lebih unggul dibandingkan dengan manajemen investasi dalam negeri dalam karena menghasilkan tingkat *return* yang lebih tinggi. Hal ini disebabkan walaupun manajemen investasi asing memiliki tingkat resiko yang tinggi, namun tetap diimbangi dengan kenaikan tingkat *return* yang tinggi.

Penelitian yang dilakukan pada *stock selection ability* dengan menggunakan model Jensen diperoleh hasil bahwa reksadana saham yang dikelola oleh manajemen asing lebih unggul dibandingkan dengan manajemen investasi dalam negeri di Indonesia, karena diperoleh hasil bahwa manajemen investasi asing memiliki kemampuan dalam *stock selection ability*. Sedangkan untuk manajemen investasi dalam negeri tidak diperoleh adanya *stock selection ability*.

Penelitian yang dilakukan pada *market timing ability* dengan menggunakan model Henriksson dan Merton maka diperoleh hasil bahwa baik reksadana 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

---

<sup>5</sup> Setiawan, R. Eko. (2008). *Analisis Market Timing dan Stock Selection* pada Manajemen Investasi dalam Negeri dan Asing di Indonesia Periode 2005 – 2007. Thesis, Program Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

dengan hasil dari  $\beta_2$  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  $\beta_2$  memiliki nilai negatif dengan tidak memiliki tingkat signifikansi pada  $\alpha = 5\%$ .

Penelitian yang dilakukan pada *market timing ability* dengan menggunakan model Treynor dan Mazuy, memperoleh 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*.

## HASIL ANALISA

Dalam penelitian ini memakai beberapa uji asumsi klasik yang harus dipenuhi sebagai prasyarat untuk melakukan uji regresi sehingga nantinya dapat diperoleh hasil penelitian yang bersifat BLUE (*Best Linier Unbiased Estimators*). Berbagai uji asumsi yang dipakai dalam penelitian ini antara lain adalah:<sup>6</sup> Uji Stasioneritas dengan menggunakan *Augmented Dickey Fuller (ADF)*; Uji Normalitas dengan menggunakan Jarque - Bera (JB); Uji Autokorelasi dengan uji Durbin-Watson (*DW Test*) dan Uji Breusch-Godfrey; Uji Heteroskedastisitas dengan menggunakan Uji White; serta Uji Signifikansi (Uji *T*, Uji *F*, Uji *R*<sup>2</sup>, dan Adjusted *R*<sup>2</sup>).

### Pengujian Data dan Model

#### Uji Stationeritas

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

**Tabel 2: Ringkasan Uji Augmented Dickey Fuller (ADF)**

Kelompok	ADF test statistic	Prob.	5% Critical Value	Kriteria	Kesimpulan
I	-4.007948	0.0054	-2.991878	Ho Ditolak	Data Stasioner
II	-3.296930	0.0265	-2.991878	Ho Ditolak	Data Stasioner
III	-3.978337	0.0058	-2.991878	Ho Ditolak	Data Stasioner

<sup>6</sup> Nachrowi, D.N.; & H. Usman. (2006); dan Winarno, Wing Wahyu (2007).

Sumber: Data diolah

### Uji Autokorelasi

Dibawah ini dijelaskan ringkasan mengenai uji DW sebagai berikut :

**Tabel 3: Ringkasan Uji Durbin Watson**

Kelompok	Jensen	Treynor-Mazuy	Henriksson-Merton	Kesimpulan
I	1.483386	1.594776	1.461450	Tidak dapat diputuskan
II	2.015557	1.938733	1.959917	Tidak ada Autokorelasi
III	2.733832	2.722540	2.680768	Tidak dapat diputuskan

Sumber: Data diolah

Hasil dari Uji Breusch-Godfrey tersebut dirangkumkan dalam **Tabel 4** di bawah ini:

**Tabel 4: Uji Breusch-Godfrey Langrange-Multiplier (LM)**

Kelompok		Jensen	Model Treynor-Manzuy	Model Henriksson-Merton	Kesimpulan
I	Obs*R-squared	1.710274	1.493252	1.621889	Tidak ada Autokorelasi
	Probability	0.634652	0.683829	0.444438	
II	Obs*R-squared	0.128099	0.062782	0.064680	Tidak ada Autokorelasi
	Probability	0.988264	0.995894	0.995709	
III	Obs*R-squared	5.597414	5.094245	4.064886	Tidak ada Autokorelasi
	Probability	0.132927	0.165025	0.254542	

Sumber: data diolah

Uji Normalitas

Dibawah ini dijelaskan ringkasan mengenai hasil nilai dari pengujian Jarque Bera:

**Tabel 5: Ringkasan Uji Jarque-Bera**

Kelompok		Jensen	Treynor-Mazuy	Henriksson-Merton	Kesimpulan
I	Jarque-Bera	0.187674	0.860619	0.300193	Data Normal
	Prob.	0.910431	0.650308	0.860625	
II	Jarque-Bera	1.043146	1.041401	1.071046	Data Normal
	Prob.	0.593586	0.594104	0.585363	
III	Jarque-Bera	6.751777	9.569055	7.400152	Data Normal
	Prob.	0.054188	0.083580	0.062472	

Sumber: data diolah

Uji Heterokedastisitas

Dibawah ini dijelaskan mengenai hasil nilai dari pengujian model adalah sebagai berikut :

**Tabel 6: Ringkasan Uji White**

Kelompok		Jensen	Model Treynor-Manzuy	Model Henriksson-Merton	Kesimpulan
I	Obs*R-squared	2.554994	0.394082	1.819801	Tidak terdapat Heteroskedastisitas
	Probability	0.278734	0.982959	0.768858	
II	Obs*R-squared	2.942713	5.033450	8.963986	Tidak terdapat Heteroskedastisitas
	Probability	0.229614	0.283883	0.062006	
III	Obs*R-squared	0.882070	2.776336	2.096507	Tidak terdapat Heteroskedastisitas
	Probability	0.643370	0.595924	0.718014	

Sumber: data diolah

### Uji Signifikasi

#### *Uji T*

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

**Tabel 7: Ringkasan Uji T pada Model Jensen**

Sumber: data diolah

**Tabel 8: Ringkasan Uji T pada Model Treynor-Mazuy**

Kelompok		Treynor – Mazuy			Kesimpulan
		C	$\beta_1$	$\beta_2$	
I	Coeff	0.005872	0.792720	2.864307	Tidak Signifikan
	t-stat	6.251745	13.82568	2.179948	
	Prob	0.0000	0.0000	0.0402	
II	Coeff	0.005719	0.447948	0.971224	Tidak Signifikan
	t-stat	5.811050	7.455657	0.705403	
	Prob	0.0000	0.0000	0.4880	
III	Coeff	0.005554	0.676915	0.984691	Tidak Signifikan
	t-stat	5.334565	10.65051	0.676077	
	Prob	0.0000	0.0000	0.5060	

Sumber: data diolah

**Tabel 9: Ringkasan Uji T pada Model Henriksson-Merton**

Kelompok		Henriksson - Merton			Kesimpulan
		C	$\beta_1$	$\beta_2$	
I	Coeff	0.005943	0.674719	0.105378	Tidak Signifikan
	t-stat	4.195024	11.12830	0.647718	
	Prob	0.0004	0.0000	0.5239	
II	Coeff	0.005212	0.386371	0.118243	Tidak Signifikan
	t-stat	3.842275	6.654637	0.758972	
	Prob	0.0009	0.0000	0.4559	
III	Coeff	0.004648	0.598571	0.180773	Tidak Signifikan
	t-stat	3.289495	9.897058	1.113921	
	Prob	0.0033	0.0000	0.2773	

Sumber: data diolah

### Uji F dan Adjusted R<sup>2</sup>

Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan tingkat kepercayaan 95% ( $\alpha = 5\%$ ). Hasil perhitungannya model Jensen, Henriksson dan Merton serta Treynor dan Mazuy dapat dilihat pada tabel dibawah ini :

**Tabel 10: Ringkasan Uji F dan Adjusted R<sup>2</sup>-**

Kelompok		Jensen	Treynor- Mazuy	Henriksson- Merton
I	F-stat	270.8279	159.8812	132.2062
	Prob	0.000000	0.000000	0.000000
	R <sup>2</sup>	0.921723	0.935628	0.930225
II	F-stat	103.5496	50.89265	51.10846
	Prob	0.000000	0.000000	0.000000
	R <sup>2</sup>	0.818253	0.822273	0.822890
III	F-stat	222.0554	108.6354	112.8106
	Prob	0.000000	0.000000	0.000000
	R <sup>2</sup>	0.906144	0.908054	0.911155

Sumber: data diolah

### Analisis Kinerja Reksadana

Pada tabel berikut ini, disajikan ringkasan analisis kinerja reksadana yang telah disusun guna mempermudah melakukan perbandingan kinerja antar kelompok Manajemen Investasi.

**Tabel 11: Ringkasan Analisis Kinerja Reksadana Pendapatan Tetap**

Kelompok	Average Return	SBI	Return Market
I	0.009565	0.0089	0.0007
II	0.011032	0.0089	0.0007
III	0.009171	0.0089	0.0007

Sumber: data diolah

Hasil perhitungan dengan menggunakan metode pengukuran tingkat pengembalian (*investment return measures*) memperlihatkan semua reksadana dalam penelitian ini mampu memberikan imbal hasil di atas return market dan risk-free investment. Hal ini membuktikan bahwa reksadana pendapatan tetap, merupakan salah satu alternatif investasi yang patut dipilih investor. Dari perhitungan dengan metode pengukuran tingkat

pengembalian didapatkan hasil bahwa, urutan kelompok Manajemen Investasi yang terbaik adalah kelompok 2 dan disusul oleh kelompok Manajemen Investasi 1 dan 3.

**Tabel 12: Ringkasan Analisis Kinerja Reksadana Pendapatan Tetap**

Kelompok	Average Return	Std. Deviasi	$\beta$	Sharpe	Treynor	Jensen	Appraisal Ratio
I	0.009565	0.016048	0.70226	0.091147	0.20829	0.006621	0.412574
II	0.011032	0.010531	0.41727	0.278128	0.70193	0.005973	0.567182
III	0.009171	0.014963	0.64582	0.071406	0.16544	0.005811	0.388361

Sumber: data diolah

Pada hasil analisis kinerja reksadana menggunakan metode pengukuran dengan penyesuaian risiko (*risk-adjusted measures*) yang dilakukan oleh penulis, bisa terlihat bahwa kelompok Manajemen Investasi yang mempunyai rasio Sharpe, Treynor, dan Jensen terbesar adalah kelompok II (Bahana TCW Investment Management, Bhakti Asset Management, dan Mandiri Manajemen Investasi), disusul oleh kelompok I (Schroder Investment Management Indonesia, Manulife Aset Manajemen Indonesia, dan Fortis Investments) dan kelompok III (Samuel Aset Manajemen, Panin Sekuritas, dan Nikko Securities Indonesia) Dari hasil yang telah didapat tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa kelompok Manajemen Investasi II mempunyai kinerja yang lebih baik dibandingkan kelompok Manajemen Investasi lainnya. Artinya kelompok II mampu melakukan kombinasi diversifikasi portfolio yang optimal sehingga mampu menghasilkan keuntungan dengan risiko tertentu.

Pengukuran Jensen  $\alpha$  bertujuan untuk menghitung tingkat pengembalian di atas CAPM dengan melihat dari beta dan tingkat pengembalian di atas pasar (*the measure of differential return*). Dari tabel ringkasan analisis kinerja reksadana di atas, terlihat bahwa kelompok 1 memiliki  $\alpha$  positif terbesar, disusul oleh kelompok manajemen 2 dan 3.

### ***Stock Selection dan Market Timing Ability***

#### *Model Henriksson-Merton*

Kinerja dari manajer investasi tersebut diukur dengan menggunakan model perhitungan Henriksson-Merton, yang dilakukan dengan cara melakukan regresi antara excess return portfolio reksadana sebagai variabel terikat dengan excess return market dengan tambahan dummy ( $R_m > R_f = 1$  atau  $R_m < R_f = 0$ ), yang kemudian dikalikan dengan *excess market return* sebagai variabel bebas. Adapun model perhitungannya diberikan dalam **Persamaan (11)**:

$$R_p - R_f = \alpha + \beta_{1i}(R_m - R_f) + \beta_{2i}(R_m - R_f)D + \varepsilon \dots \dots (11)$$

Hasil ringkasan regresi yang telah dilakukan dapat dilihat pada **Tabel 11** dibawah ini:

**Tabel 13: Kinerja Manajer Investasi dengan Model Henrikson-Merton**

Kelompok		Henriksson - Merton		
		C	$\beta_1$	$\beta_2$
I	Coeff	0.005943	0.674719	0.105378
	t-stat	4.195024	11.12830	0.647718
	Prob	0.0004	0.0000	0.5239
II	Coeff	0.005212	0.386371	0.118243
	t-stat	3.842275	6.654637	0.758972
	Prob	0.0009	0.0000	0.4559
III	Coeff	0.004648	0.598571	0.180773
	t-stat	3.289495	9.897058	1.113921
	Prob	0.0033	0.0000	0.2773

Sumber: data diolah

Kinerja *market timing*, yang ditunjukkan oleh koefisien  $\beta_2$ , bahwa reksadana yang dikelola semua manajemen investasi, menunjukkan nilai positif dengan nilai probabilitas *t-statistic* yang tidak signifikan pada nilai  $\alpha = 5\%$ .

Dengan demikian, berhubung nilai probabilitas *t-statistic* yang tidak signifikan pada nilai  $\alpha = 5\%$ , maka dapat disimpulkan bahwa baik reksadana yang dikelola oleh manajemen investasi dalam penelitian ini memiliki *market timing*, namun tidak signifikan secara statistik. Dengan kata lain, manajemen investasi tidak secara meyakinkan memiliki kemampuan dalam meramalkan keadaan pasar sehingga tidak dapat memilih waktu yang tepat pada saat pembelian maupun penjualan sekuritas. Dengan tidak adanya kemampuan *market timing*, maka dapat diartikan bahwa pemilihan portfolio investasi seluruhnya ditentukan hanya dengan kemampuan *stock selection ability*.

#### Model Treynor- Mazuy

Model ini masih menerangkan kemampuan manajer investasi dalam melakukan *stock selection ability* dan kemampuan *market timing*, dengan cara melakukan regresi antara *excess return* portfolio sebagai variabel terikat dengan *excess return market* dikuadratkan sebagai variabel bebas. Bentuk modelnya diberikan dalam **Persamaan (12)**:

$$R_p - R_f = \alpha + \beta_{1i}(R_m - R_f) + \beta_{2i}(R_m - R_f)^2 + \varepsilon \dots \dots \dots (12)$$

Hasil ringkasan regresi yang telah dilakukan dapat dilihat pada **Tabel 12** sebagai berikut

**Tabel 14: Kinerja Manajer Investasi dengan Model Treynor - Mazuy**

Kelompok		Treynor – Mazuy		
		C	$\beta_1$	$\beta_2$
I	Coeff	0.005872	0.792720	2.864307
	t-stat	6.251745	13.82568	2.179948
	Prob	0.0000	0.0000	0.0402
II	Coeff	0.005719	0.447948	0.971224
	t-stat	5.811050	7.455657	0.705403
	Prob	0.0000	0.0000	0.4880
III	Coeff	0.005554	0.676915	0.984691
	t-stat	5.334565	10.65051	0.676077
	Prob	0.0000	0.0000	0.5060

Sumber: data diolah

Hal yang hampir serupa ditunjukkan oleh model Treynor-Mazuy, kinerja *market timing*, yang ditunjukkan oleh koefisien  $\beta_2$ , memperlihatkan bahwa reksadana yang dikelola kelompok manajemen investasi 2 dan 3 menunjukkan nilai positif dengan nilai probabilitas *t-statistic* yang tidak signifikan pada nilai  $\alpha = 5\%$ . Hanya kelompok manajemen investasi 1 yang signifikan pada nilai  $\alpha = 5\%$ . Dengan kata lain, semua manajemen investasi mampu melakukan *stock selection* dan *market timing ability*, namun hanya manajemen investasi 1, secara statistik, signifikan memiliki kemampuan dalam meramalkan keadaan pasar sehingga dapat memilih waktu yang tepat pada saat pembelian maupun penjualan sekuritas.

Dengan demikian, hasil regresi yang sama antara menggunakan model Henriksson-Merton dan dengan menggunakan model Treynor-Mazuy menambah keyakinan bahwa baik reksadana yang dikelola oleh manajemen investasi dalam penelitian ini memiliki *stock selection* dan *market timing*, namun tidak meyakinkan secara statistik.

## KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil dari regresi yang telah penulis lakukan serta analisis dan pembahasan yang telah dibahas pada bab sebelumnya, yang antara lain berbicara tentang kinerja reksadana berdasarkan metode pengukuran tingkat pengembalian (*investment return measures*) maupun metode pengukuran dengan penyesuaian risiko (*risk-adjusted measures*) dengan menggunakan metode Sharpe Ratio, Treynor Ratio, Jensen Ratio, dan Appraisal Ratio serta mengenai *market timing ability*, maka dapat diperoleh beberapa kesimpulan sebagai berikut :

1. Investasi pada produk reksadana pendapatan tetap bisa dikatakan masih menawarkan keuntungan yang menarik bagi investor, apabila dibandingkan dengan produk deposito. Hal ini bisa dibuktikan dengan return reksadana di atas SBI. Jika diperhatikan lebih lanjut, reksadana pendapatan tetap (*fixed income*) akan mempunyai kinerja yang

sangat baik ke depannya. Hal pertama, suku bunga yang tinggi jelas tidak akan terus menerus, tren kedepannya akan turun. Kedua, walaupun suku bunga tetap tinggi, nilai NAB/unit reksadana fixed income akan meningkat karena harga obligasi-obligasi didalam portfolio reksadana akan meningkat, seiring dengan makin dekatnya obligasi-obligasi tersebut ke jatuh tempo-nya. Tapi, hancurnya reksadana pada tahun 2005 menyebabkan banyak investor tidak mau melirik reksadana pendapatan tetap (fixed income), hal ini bisa dilihat dengan makin turunnya NAB keseluruhan untuk reksadana pendapatan tetap.

Ada beberapa sebab kenapa NAB RDPT dapat turun. Antara lain adalah naiknya SBI dan BI Rate membuat tingkat suku bunga deposito meningkat. Hal ini menyebabkan beberapa investor mulai mengalihkan dana nya kembali ke deposito. Searah dengan ini, ada juga investor yang mengalihkan dananya dari reksa dana pendapatan tetap ke reksa dana pasar uang (RDPU).

Faktor lain adalah redemption RDPT yang dilakukan oleh investor. Akibat redemption ini para manajer investasi membutuhkan dana segar sehingga harus menjual SUN yang mereka miliki. Di sisi lain pasar SUN saat ini ada sedikit kurang liquid. Akibatnya banyak yang dijual di bawah harga pasar (at discount).

Dari faktor-faktor diatas maka investor perlu mempertimbangkan hal-hal sebagai berikut: Pertama, kenali tingkat resiko yang diambil serta tujuan investasi. Jika investor adalah orang yang kurang berani mengambil resiko, maka pilihlah reksa dana yang beresiko rendah seperti reksa dana pasar uang. Namun jika berani mengambil resiko pilihlah reksa dana saham. Sedangkan reksa dana pendapatan tetap biasanya bagi mereka yang moderate. Kedua, kenali manajer investasi yang menawarkan reksa dana. Kenali otak di balik perusahaan reksa dana karena di tangan mereka lah uang kita berkembang (atau sebaliknya menyusut). Meski kinerja masa lalu tidak menjamin kinerja masa depan, tapi jika kita tahu track record seorang manajer investasi maka minimal kita mempunyai gambaran kinerja ke depan seperti apa. Ketiga, kenali tren ekonomi ke depan akan seperti apa, terutama yang berkaitan kepada NAB reksa dana.

2. Dari hasil perhitungan dengan menggunakan metode pengukuran tingkat pengembalian (*investment return measures*) maupun metode pengukuran dengan penyesuaian risiko (*risk-adjusted measures*), maka dapat diperoleh kesimpulan bahwa kinerja dari reksadana yang dikelola oleh kelompok Manajemen Investasi 2 lebih unggul, yang kemudian disusul oleh kelompok1 dan kelompok 3.
3. Pada penelitian yang dilakukan untuk mengetahui adanya *stock selection ability* dan *market timing ability* dengan menggunakan model Henriksson-Merton, didapatkan hasil bahwa semua kelompok Manajemen Investasi telah berhasil melakukan *stock selection* dan *market timing ability*. Hal ini ditandai oleh positifnya nilai  $\alpha$  dan  $\beta$  masing-masing produk reksadana pendapatan tetap yang dikelola oleh kelompok Manajemen Investasi yang dipilih., walaupun secara statistik tidak signifikan Hasil serupa didapatkan dengan penggunaan model Treynor-Mazuy, yang memperoleh hasil yang konsisten bahwa reksadana pendapatan tetap yang dikelola oleh kelompok Manajemen Investasi yang terpilih juga memiliki kemampuan pada stock selection

ability maupun market timing ability. Namun, hanya kelompok manajemen investasi 1 yang signifikan secara statistik memiliki *stock selection* dan *market timing ability*.

Ada hal-hal yang perlu dijadikan perhatian sebagai saran untuk melakukan penelitian selanjutnya, antara lain adalah :

1. Jangka waktu penelitian yang diperpanjang sampai dengan meliputi masa kebangkitan dan kejatuhan reksadana. Hal ini untuk membuktikan apakah beta negatif yang didapat dalam penelitian ini juga ditemukan dalam periode lain.
2. Penggunaan model penelitian lain, seperti Fama dan French, akan memperbanyak variabel dalam reksadana sehingga diperkirakan akan mampu menjelaskan faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja dari *market timing* dan *stock selection*.
3. Penggunaan pembandingan *market return* selain iBoxx ABF-IDMA akan membantu peneliti lain mendapatkan sudut pandang yang berbeda dari penelitian ini, sebab belum ada patokan yang paling pas untuk mencerminkan hasil investasi di pasar obligasi. Jika di pasar saham ada Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), di obligasi belum ada indeks yang benar-benar bisa mewakili hasil investasi pasar.

## DAFTAR PUSTAKA

- Admati, A, R.; S Bhattacharya; P. Pfleiderer and S. A. Ross (1986): "On Timing and Selectivity," *Journal of Finance*, 41 (3), pp. 715-730;
- Amy L. Domini; Peter D. Kinder (1986); *Ethical Investing*; Addison Wesley Publishing Company;
- Bodie, Z.; Alex Kane, and Alan J. Marcus, (2008, 7th ed.). *Investments*, Singapore:McGraw-Hill, International Edition;
- Budiman, Rahman Untung (2007): Apakah Kinerja Masa Lalu Mencerminkan Kinerja Masa Depan? Evaluasi Return Reksa Dana Saham Tahun 2005-2006: *Majalah Usahawan Indonesia*; Vol 36 (1);
- Cahyono, Jaka E. (2002) *Cara Jitu Meraih Untung dari Reksa Dana*, Gramedia, Jakarta;
- Christensen, Michael. (2005). *Danish Mutual Fund Performance: Selectivity, Market Timing and Persistence*. Department of Accounting, Finance and Logistics. Aarhus School of Business;
- Gumilang, Fajar Tinur (2008): Analisa Kinerja Reksadana Pendapatan Tetap: Berdasarkan Pengelompokan Manajemen Investasi - *Periode 2006 – 2008*; Thesis, Program Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia; tidak diterbitkan;
- Henriksson, R. D. and Merton (1981) *On Market Timing and Investment Performance: Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills*, *Journal of Business*; Vol. 54, pp. 513-533.
- Husnan, Suad (2001, Ed. 3). *Dasar-Dasar Teori Portfolio dan Analisis Sekuritas*; AMP YKPN. Yogyakarta;

- Izudin, Mohammad (2005): Analisis Kinerja Reksadana Pendapatan Tetap di Indonesia sebagai alternative Investasi Jangka Panjang: Studi Kasus terhadap Reksadana Pendapatan Tetap periode Januari 1999-Desember 2002; Thesis, Program Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia; tidak diterbitkan;
- Jensen.M.C (1968) “The Performance Of Mutual Funds in The Period 1945 – 1964”, *Journal of Finance*; Vol.23 (2); pp. 389-416;
- Manurung, Adler Haymans (2003); *Berinvestasi, Pendirian dan Pembubaran Reksa Dana Pegangan Untuk Investor dan Manajer Investasi*, Jakarta : PT. Adler Manurung Press;
- Manurung, Adler Haymans., (2008), *Reksa Dana Investasiku*, Jakarta: Penerbit Buku Kompas
- Mayo, Herbert B., (1991, 3rd. Ed.); *Investment, an Introduction*; Orlando: The Dryden Press
- Nachrowi, D.N.; & H. Usman. (2006). *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika Untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Lembaga Penerbit Fakultas, Ekonomi Universitas Indonesia.
- Reilly, Frank & Brown, Keith C. (2006, 8th ed.). *Investment Analysis and Portfolio Management*, Thomson South-Western, United States of America,
- Rzeczniczak, P. and L. Swinkels, (2008): “Performance Evaluation of Polish Mutual Fund Managers”, *Social Science Research Network*; atau dapat dilihat pada [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1124363](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1124363); diakses 16/09/2008;
- Setiawan, R.Eko. (2008). *Analisis Market Timing dan Stock Selection pada Manajemen Investasi dalam Negeri dan Asing di Indonesia Periode 2005 – 2007*. Thesis, Program Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia; tidak diterbitkan;
- Setiawan, R. Eko dan Heru Subiyantoro (2008): “Analisis Market Timing dan Stock Selection pada Manajemen Investasi dalam Negeri dan Asing di Indonesia Periode 2005 – 2007;” *Bulletin Ekonomi, Moneter dan Perbankan – Bank Indonesia (submitted)*.
- Sharpe, W. F.; G. J. Alexander; and J. V. Bailey (1998, 6th. Ed.): *Investment*;
- Tandelilin, Eduardus, (2002): *Analisa Investasi dan Manajemen Portofolio*; PT. BPFE Yogyakarta,
- Treynor, J. L and K. Mazuy (1966), “Can Mutual Funds Outguess The Market?”, *Harvard Business Review*, Vol. 44; pp. 131-136;
- Updegrave, Walter (1996); *The Right Way to Invest in Mutual Funds*, Money Book Club;
- Van Horne, James C. and John M. Wachowicz. (1995). *Fundamental of Financial Management*, International Edition, Prentice Hall, United States of America,
- Winarno, Wing Wahyu (2007); *Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews*; Penerbit UPP STIM YKPN; Yogyakarta

