

**DETERMINAN KINERJA REKSADANA PENDAPATAN TETAP
DAN REKSADANA SAHAM PERIODE 2010-2012**

***DETERMINANTS OF FIXED INCOME MUTUAL FUND
AND STOCK MUTUAL FUND PERFORMANCE PERIOD 2010-2012***

Oleh

ERRIC WIJAYA

120330100004

DISERTASI

Untuk memperoleh gelar Doktor dalam bidang Ilmu Ekonomi
Pada Universitas Padjadjaran
Dengan wibawa Rektor Universitas Padjadjaran
Prof. Dr. med. Tri Hanggono Achmad, dr.
Sesuai dengan Keputusan Senat Komisi I/Guru Besar Universitas
Dipertahankan pada tanggal 11 Agustus 2015
Di Universitas Padjadjaran



**PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS PADJADJARAN
BANDUNG
2015**

**DETERMINAN KINERJA REKSADANA PENDAPATAN TETAP
DAN REKSADANA SAHAM PERIODE 2010-2012**

***DETERMINANTS OF FIXED INCOME MUTUAL FUND
AND STOCK MUTUAL FUND PERFORMANCE PERIOD 2010-2012***

Oleh

ERRIC WIJAYA

120330100004

DISERTASI

Untuk memperoleh gelar Doktor dalam bidang Ilmu Ekonomi
Pada Universitas Padjadjaran
Dengan wibawa Rektor Universitas Padjadjaran
Prof. Dr. med. Tri Hanggono Achmad, dr.
Sesuai dengan Keputusan Senat Komisi I/Guru Besar Universitas
Dipertahankan pada tanggal 11 Agustus 2015
Di Universitas Padjadjaran



**PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS PADJADJARAN
BANDUNG
2015**

**DETERMINAN KINERJA REKSADANA PENDAPATAN TETAP
DAN REKSADANA SAHAM PERIODE 2010-2012**

***DETERMINANTS OF FIXED INCOME MUTUAL FUND
AND STOCK MUTUAL FUND PERFORMANCE PERIOD 2010-2012***

Oleh

ERRIC WIJAYA

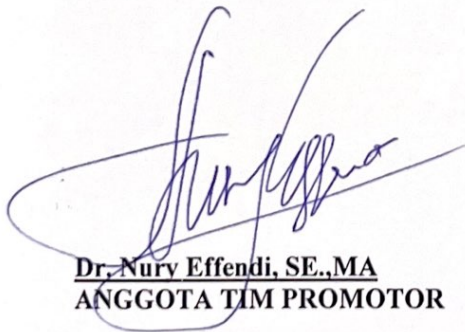
120330100004

DISERTASI


Untuk memperoleh gelar Doktor dalam bidang Ilmu Ekonomi
Pada Universitas Padjadjaran
Dengan wibawa Rektor Universitas Padjadjaran
Prof. Dr. med. Tri Hanggono Achmad, dr.
Sesuai dengan Keputusan Senat Komisi I/Guru Besar Universitas
Dipertahankan pada tanggal 11 Agustus 2015
Di Universitas Padjadjaran



Prof. Dr. Rina Indriastuti, SE., MSIE
KETUA PROMOTOR



Dr. Nury Effendi, SE., MA
ANGGOTA TIM PROMOTOR



Dr. Sumarno Zain, SE., MBA., Ak
ANGGOTA TIM PROMOTOR

SURAT PERNYATAAN
(Plagiat)
PROGRAM DOKTOR

Dengan ini saya menyatakan bahwa :

1. Karya tulis saya, Disertasi ini adalah asli dan belum pernah diajukan untuk mendapatkan gelar akademik Doktor, baik di Universitas Padjadajaran maupun di perguruan tinggi lainnya.
2. Karya tulis ini murni gagasan, rumusan dan penelitian saya sendiri, tanpa bantuan pihak lain kecuali arahan Tim Promotor.
3. Dalam karya tulis ini tidak terdapat karya atau pendapat yang telah ditulis atau dipublikasikan orang lain, kecuali secara tertulis dengan jelas dicantumkan sebagai acuan dalam naskah dengan disebutkan nama pengarang dan dicantumkan dalam daftar pustaka.
4. Pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya dan apabila dikemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran dalam pernyataan ini, maka saya bersedia menerima sanksi akademik berupa pencabutan gelar yang telah diperoleh karena karya tulis ini, serta sanksi lainnya sesuai dengan norma yang berlaku di perguruan tinggi ini.

Bandung, _____

Yang membuat pernyataan,



(Erric Wijaya)

DALIL-DALIL

1. Kinerja reksadana periode sebelumnya dapat digunakan sebagai acuan kinerja reksadana periode saat ini
2. Nilai tukar merupakan variabel makroekonomi yang mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham
3. Alat Pengukuran kinerja reksadana penting untuk mengetahui performa reksadana
4. Reksadana merupakan salah satu pilihan investasi yang menguntungkan
5. Manusia yang paling bahagia adalah mereka yang memiliki kehidupan untuk mampu bermurah hati, berempati terhadap sesama manusia.
6. Toleransi antar umat beragama sangat penting untuk dapat menciptakan kesejahteraan masyarakat Indonesia
7. Pendidikan dalam bidang keuangan penting untuk meningkatkan *financial literacy* agar masyarakat mengetahui berbagai instrument keuangan

ABSTRACT

This study aims to determine the performance of fixed income mutual funds and equity mutual funds using the two calculations, the Sharpe ratio and the Jensen ratio. In addition this study also aims to determine the internal factors and external factors that affect the performance of fixed income mutual funds and equity mutual funds using both types of calculations, the Sharpe ratio and the Jensen ratio as well. The factors that affect the performance of fixed income mutual funds and stocks are the internal factors (prior period performance of mutual funds and life of mutual funds) and the external factors (SBI interest rate, inflation, and exchange rate changes).

The data used are the monthly data for the period of 2010-2012. The numbers of samples of fixed income mutual funds are 55 and the number of samples of equity mutual funds are 48. Multiple linear regression using panel data analysis approach were implemented.

The results showed that during the period of 2010-2012, according to Sharpe ratio and the ratio of Jensen the performance of fixed income mutual funds are better than the performance of equity mutual fund. Other research results show for the internal factors, the performance of mutual funds of prior periods affect the performance of fixed income funds and equity funds. While age does not affect the performance of fixed income mutual funds and equity mutual funds.

For the external factors, the exchange rate changes affect the performance of fixed income mutual funds and the performance of equity mutual fund. SBI interest rate variable affects the performance of fixed income mutual funds using Jensen ratio and equity mutual fund using Jensen ratio. While the variable rate of inflation affects the performance of fixed income mutual funds according to Sharpe ratio and the performance of equity mutual fund using Jensen ratio. Moreover, simultaneously both the internal and the external factors affecting the performance of fixed income mutual funds as well as equity mutual fund.

The policy implications of this research are first to the investors, the performance of mutual funds prior periods can be used to predict the performance of mutual funds current period. Second, for the government, in order to maintain macroeconomic stability, particularly the stability of the exchange rate in order to attract investors is the most important thing to do to make them invest in Indonesia.

Keywords: fixed income mutual funds, equity mutual funds, Sharpe Ratio, Jensen Ratio

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui kinerja reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham dengan menggunakan dua perhitungan, yaitu rasio sharpe dan rasio jensen. Selain itu penelitian ini bertujuan untuk mengetahui faktor internal dan faktor eksternal yang mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap maupun reksadana saham dengan menggunakan kedua jenis perhitungan, yaitu rasio sharpe dan rasio jensen. Adapun faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap dan saham adalah faktor internal (kinerja reksadana periode sebelumnya dan umur reksadana) dan faktor eksternal (tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan perubahan nilai tukar).

Data yang digunakan adalah data bulanan selama periode 2010-2012. Jumlah sampel reksadana pendapatan tetap sebanyak 55 reksadana, sedangkan jumlah sampel reksadana saham sebanyak 48 reksadana. Metode regresi menggunakan regresi liner berganda dengan menggunakan pendekatan analisa data panel.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa selama periode 2010-2012, kinerja reksadana menurut rasio sharpe dan rasio jensen menunjukkan kinerja reksadana pendapatan tetap lebih baik dibandingkan kinerja reksadana saham. Hasil penelitian lainnya menunjukkan untuk faktor internal, kinerja reksadana periode sebelumnya mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap maupun reksadana saham. Sedangkan umur reksadana tidak mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham.

Untuk faktor eksternal variabel perubahan nilai tukar mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap dan kinerja reksadana saham. Variabel tingkat bunga SBI mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap menurut rasio jensen dan kinerja reksadana saham menurut rasio jensen. Sedangkan variabel tingkat inflasi mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap menurut rasio sharpe dan kinerja reksadana saham menurut rasio jensen. Secara simultan baik faktor internal maupun eksternal mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap maupun reksadana saham.

Adapun implikasi kebijakan dari penelitian ini adalah bagi investor, kinerja reksadana periode sebelumnya dapat digunakan untuk memprediksi kinerja reksadana periode saat ini. Bagi pemerintah, agar menjaga stabilitas makroekonomi, terutama stabilitas nilai tukar agar dapat menarik investor untuk melakukan investasi di Indonesia

Kata Kunci: reksadana pendapatan tetap, reksadana saham, rasio sharpe, rasio jensen

**DETERMINAN KINERJA REKSADANA PENDAPATAN TETAP
DAN REKSADANA SAHAM PERIODE 2010-2012**

***DETERMINANTS OF FIXED INCOME MUTUAL FUND
AND STOCK MUTUAL FUND PERFORMANCE PERIOD 2010-2012***

Oleh

ERRIC WIJAYA

120330100004

NASKAH DISERTASI

Untuk memenuhi salah satu syarat ujian guna memperoleh
Gelar Doktor dalam Ilmu Ekonomi
Program Doktor Ilmu Ekonomi Jalur Ekonomi Terapan
Peminatan Ekonomi Keuangan dan Perbankan



**PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS PADJADJARAN
BANDUNG
2015**

BAB I

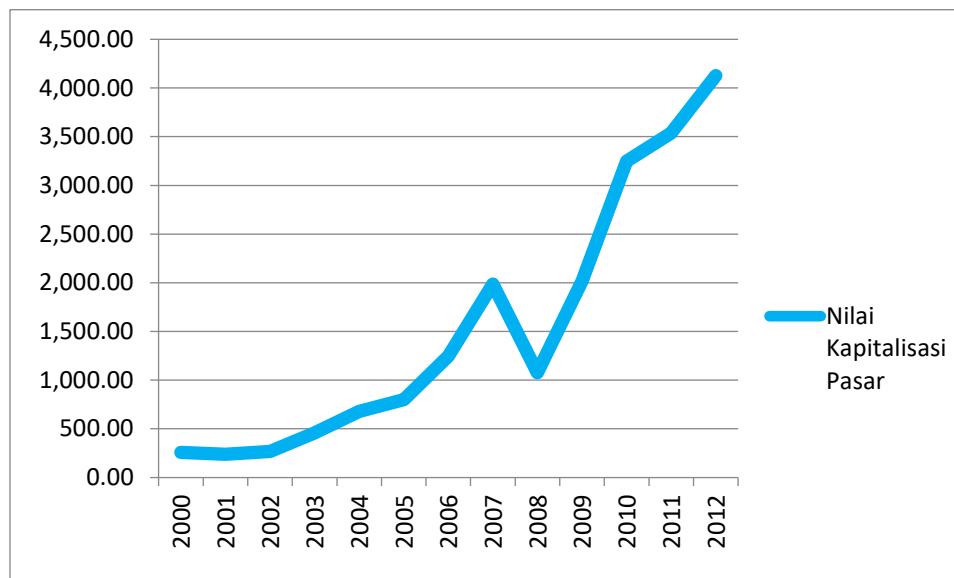
PENDAHULUAN

1. 1. Latar Belakang

Pasar modal merupakan salah satu bagian dari pasar *financial* yang menjalankan fungsi ekonomi dan keuangan. Berinvestasi di pasar modal membutuhkan analisis yang cermat baik secara teknik, fundamental, maupun faktor-faktor lain yang mungkin mempengaruhi pasar modal. Keberadaan lembaga pasar modal sangat membantu para pelaku ekonomi dalam mencari alternatif pendanaan kegiatan usaha dan juga para investor yang ingin menanamkan dananya. Tersedianya berbagai instrumen di dalam pasar modal mempunyai daya tarik tersendiri bagi para investor untuk ikut melakukan investasi di dalamnya. Dalam memilih suatu instrumen investasi yang ingin dilakukan, para investor dipengaruhi oleh besarnya modal dan risiko yang ditanggungnya di dalam instrumen tersebut. Berdasarkan data Bapepam, investasi portofolio di bursa efek Indonesia mengalami *trend* peningkatan dari tahun ke tahun yang mencerminkan semakin meningkatnya minat investor berinvestasi di Indonesia.

Perkembangan nilai kapitalisasi pasar di Indonesia dapat dilihat pada Gambar 1.1 di bawah ini.

Gambar 1.1.
Nilai Kapitalisasi Pasar
(Triliun Rupiah)



Sumber: Bapepam, data diolah, 2013

Nilai kapitalisasi saham merupakan hasil perkalian antara jumlah saham yang dicatatkan dengan harga saham di bursa (Sumber: IDX). Berdasarkan gambar tersebut, terlihat bahwa nilai kapitalisasi pasar di bursa efek di Indonesia menunjukkan *trend* yang meningkat. Pada tahun 2000, nilai kapitalisasi pasar sebesar Rp.259,62 triliun meningkat menjadi Rp.4.127 triliun pada tahun 2012. Tetapi pada tahun 2008, terjadi penurunan nilai kapitalisasi pasar menjadi Rp.1076,49 triliun, hal ini disebabkan oleh krisis ekonomi di negara Amerika Serikat yang berasal dari *suprime mortgage*.

Investasi merupakan suatu kegiatan menempatkan sejumlah dana selama periode tertentu dengan harapan dapat memperoleh penghasilan dan atau peningkatan nilai investasi di masa yang akan datang. Sementara yang menjadi tujuan utama yang akan dicapai dalam kegiatan investasi adalah untuk memperoleh keuntungan serta meningkatkan kesejahteraan investor baik sekarang maupun di masa datang.

Pada umumnya investor akan mempertimbangkan aspek risiko dan imbal hasil dari yang diinvestasikannya. Untuk itulah sebagai seorang investor yang rasional, risiko merupakan hal yang paling penting untuk diperhatikan, sehingga para investor sebelum memutuskan membeli atau menjual saham, mereka tentunya sangat memerlukan tersedianya informasi. Menurut Jones (2007), ada beberapa tipe investor menurut profil risikonya, antara lain *risk averse* yaitu tipe investor yang berusaha mendapatkan keuntungan dan menghindari risiko sekecil apapun dari investasi yang dilakukan, serta investor dengan tipe *risk taker / tolerance* yaitu investor yang sengaja mengambil risiko yang besar ketika berinvestasi untuk mendapatkan keuntungan yang besar pula.

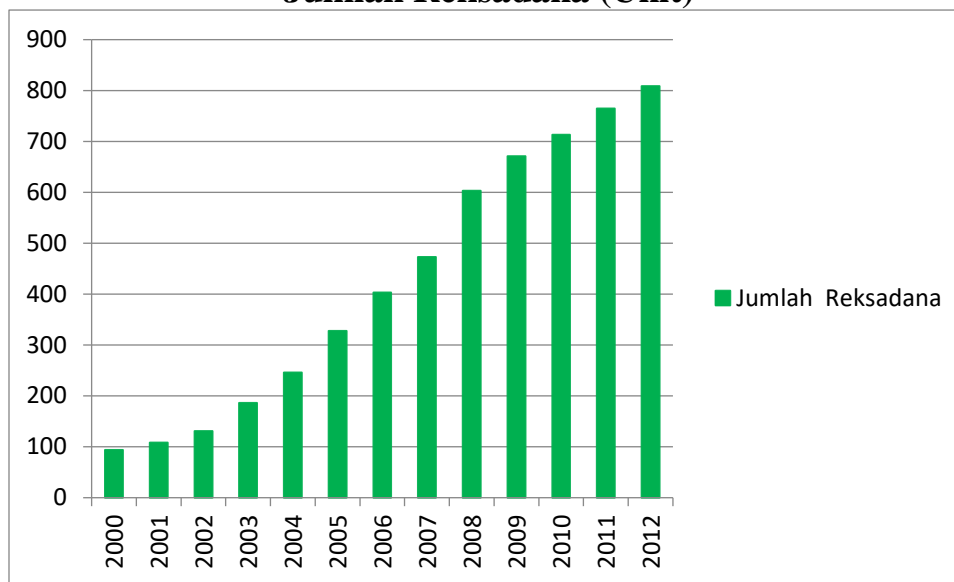
Salah satu jenis investasi yang menawarkan hal tersebut adalah reksadana. Rendahnya tingkat risiko yang harus ditanggung oleh investor serta relatif kecilnya modal yang dimiliki telah menjadikan alternatif investasi pada instrumen reksadana menjadi lebih populer di dalam pasar modal.

Berdasarkan Undang-Undang Pasar Modal No.8 Tahun 1995 pasal 1 ayat 27, "Reksadana adalah suatu wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi".

Reksadana merupakan salah satu jenis investasi yang berbeda dengan jenis investasi yang lain. Investasi ini memiliki keunikan karena dana yang diinvestasikan oleh investor akan dikelola oleh manajer investasi reksadana tersebut. Investor yang memiliki pengetahuan yang tidak sempurna akan pasar modal dan memiliki dana yang sedikit dapat melakukan investasi pada reksadana tersebut. Selain itu, investor dapat memilih jenis reksadana yang dikehendakinya berdasarkan risiko dan potensial *retun* yang akan didapatkannya. Minat investor untuk melakukan investasi pada reksadana dari tahun ke tahun menunjukkan *trend* peningkatan yang ditunjukkan

dari semakin banyaknya jenis reksadana yang diperdagangkan. Peningkatan reksadana yang semakin meningkat dari tahun ke tahun dapat dilihat dari jumlah reksadana dibawah ini.

Gambar 1.2.
Jumlah Reksadana (Unit)

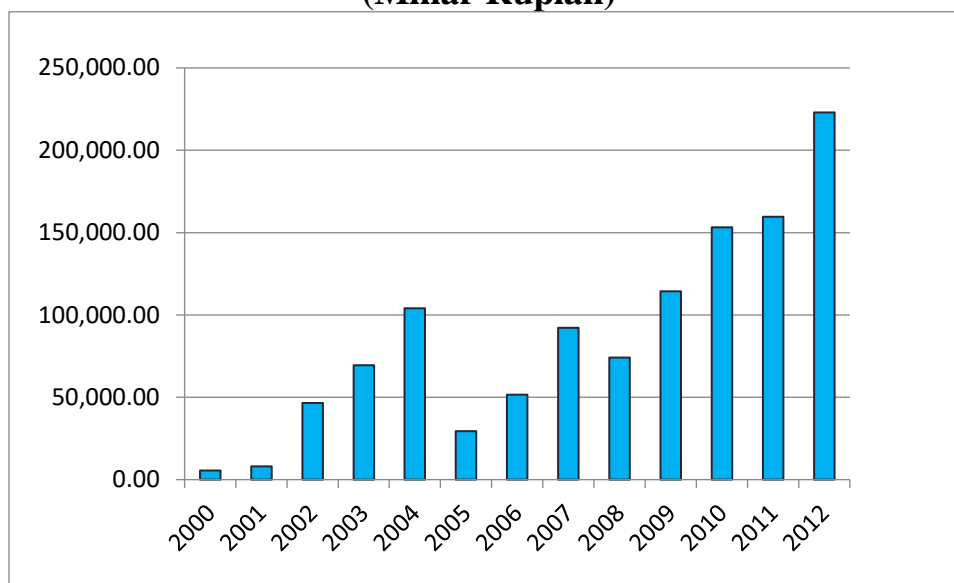


Sumber: Bapepam, Hasil Olahan

Pada Gambar 1.2 dapat dilihat jumlah reksadana semakin meningkat dari tahun 2000 – 2012. Pada tahun 2000 jumlah reksadana yang ada hanya sebesar 94 reksadana meningkat hampir delapan kali lipat pada tahun 2012 menjadi 809 reksadana. Semakin bertambahnya jumlah reksadana mengindikasikan semakin banyak minat investor untuk menempatkan dananya pada reksadana. Selain itu, pihak investor juga diuntungkan dengan semakin banyak pilihan reksadana.

Semakin banyaknya jenis reksadana yang diperdagangkan akan mempengaruhi Nilai Aktiva Bersih (NAB) reksadana. Nilai Aktiva Bersih (NAB) per unit merupakan harga wajar dari portofolio suatu reksadana setelah dikurangi biaya operasional, dan merupakan salah satu tolak ukur dalam memantau kinerja dari suatu reksadana. Semakin tinggi nilai NAB maka kinerja reksadana semakin baik karena dapat memberikan *return* yang tinggi. Perkembangan NAB reksadana dapat dilihat pada Gambar 1.3.

Gambar 1.3.
NAB Reksadana
(Miliar Rupiah)



Sumber: Bapepam, Hasil Olahan, 2013

Pada Gambar 1.3 tersebut, terlihat bahwa NAB reksadana berfluktuasi dari tahun 2000 – 2012 tetapi cenderung memiliki *trend* yang meningkat. Pada tahun 2000, NAB reksadana sebesar Rp.5.515,95 miliar meningkat menjadi Rp.223.030 miliar pada periode 2012. Hal ini menunjukkan dalam kurun waktu sebelas tahun lebih investasi dalam bentuk reksadana semakin menarik minat masyarakat dan menunjukkan kinerja yang baik. Pada tahun 2005 reksadana mengalami penurunan menjadi Rp.29.405,73 miliar dibandingkan pada tahun sebelumnya sebesar Rp.104.037,82 miliar. Penurunan ini terjadi seiring dengan kondisi perekonomian Indonesia yang kurang mendukung. Mata uang rupiah mengalami depresiasi diikuti dengan semakin meningkatnya harga minyak dunia. Meningkatnya harga minyak dunia menyebabkan melonjaknya beban subsidi BBM sehingga pemerintah menaikkan harga Bahan Bakar Minyak (BBM). Kenaikan ini berimbas pada tingkat inflasi yang tinggi dan akhirnya Bank Indonesia menaikkan tingkat bunga SBI. Peningkatan tingkat bunga SBI menyebabkan penurunan harga obligasi

termasuk obligasi pemerintah yang menjadi *underlying asset* reksadana pendapatan tetap (Kurnia, 2006). Akibat hal tersebut, *return* reksadana pendapatan tetap semakin menurun dan menyebabkan investor reksadana melakukan *redemption*. Penurunan NAB reksadana juga terjadi pada tahun 2008 seiring dengan penurunan IHSG selama tahun tersebut. Penurunan NAB reksadana terjadi akibat imbas krisis global yang melanda Amerika Serikat yang disebabkan oleh krisis perbankan akibat banyaknya kredit macet pada *suprime mortgage*. Akibat peristiwa ini menyebabkan dana kelolaan (NAB) reksadana turun menjadi Rp.74.065,81 miliar. Tetapi penurunan ini hanya berlangsung untuk tahun 2008 saja, tahun-tahun berikutnya menunjukkan *trend* yang meningkat sampai akhir tahun 2012 dana kelolaan reksadana menjadi Rp.223.030 miliar.

Melihat semakin meningkatnya dana kelolaan reksadana dari tahun ke tahun mencerminkan banyaknya investor yang melakukan investasi di reksadana. Investasi di reksadana merupakan investasi yang unik, karena seorang investor tidak harus menguasai pengetahuan yang penuh akan perkembangan pasar modal dan juga alokasi saham yang akan diinvestasikan karena adanya peran manajer investasi dalam pengelolaan investasinya. Selain itu, investor yang hanya mempunyai dana yang sedikit juga dapat melakukan investasi melalui reksadana di pasar modal. Dapat disimpulkan, investasi pada reksadana tidak menuntut pengetahuan sempurna atas pasar modal dan dana yang besar. Karena itu peran manajer investasi merupakan hal yang penting dalam investasi di reksadana. Manajer investasilah yang akan membentuk portofolio berdasarkan jenis reksadana yang akan dipilih.

Akhir-akhir ini semakin banyak jenis reksadana yang ditawarkan kepada investor. Secara umum terdapat empat jenis reksadana, yaitu reksadana pendapatan tetap, reksadana pasar uang, reksadana saham, dan reksadana campuran. Reksadana pendapatan tetap merupakan reksadana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80 % dari aktiva dalam bentuk efek bersifat surat

utang. Reksadana pasar uang adalah reksadana yang melakukan investasi pada pasar uang (efek bersifat surat utang yang jatuh tempo kurang dari satu tahun). Reksadana saham adalah reksadana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80 % dari aktiva dalam efek bersifat ekuitas. Sedangkan reksadana campuran merupakan reksadana yang memiliki kebebasan untuk mengatur komposisi asetnya baik saham, obligasi, maupun instrumen pasar uang. Penelitian ini menggunakan dua jenis reksadana, yaitu reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham. Kedua jenis reksadana tersebut dipilih karena banyaknya minat investor yang mengalokasikan investasinya pada kedua jenis reksadana yang ditunjukkan dengan NAB yang tinggi. Tingginya minat investor untuk melakukan investasi pada reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham dapat dilihat pada Tabel 1.1.

Tabel 1.1.
Perkembangan Jenis-Jenis Reksadana Sampai dengan Tahun 2012

No	Jenis Reksadana	Jumlah	Nilai Aktiva Bersih (NAB)
1	Reksadana pendapatan tetap	118	Rp 34,47 triliun
2	Reksadana saham	92	Rp 69,23 triliun

3	Reksadana pasar uang	32	Rp 12,20 triliun
4	Reksadana campuran	98	Rp 22,01 triliun
5	Reksadana terproteksi	317	Rp 43,18 triliun
6	Reksadana lainnya	54	Rp 41,61 triliun
Total		711	Rp 223,03 triliun

Sumber: Bapepam, Hasil Olahan, 2012

Pada tabel tersebut terlihat untuk reksadana pendapatan tetap terdiri dari 118 jenis reksadana dengan nilai NAB sebesar Rp.34.47 triliun, sedangkan reksadana saham terdiri dari 92 jenis reksadana dengan NAB tertinggi dari semua jenis reksadana sebesar Rp.69.23 triliun. Adapun total jenis reksadana yang tersedia sampai akhir tahun 2012 sebesar 711 jenis reksadana dengan dana kelolaan sebesar Rp.223.03 triliun.

Selain itu, kedua jenis reksadana tersebut mempunyai karakteristik yang berbeda. Reksadana pendapatan tetap memiliki risiko yang kecil dengan potensial *return* yang kecil juga. Hal ini dikarenakan penempatan reksadana pendapatan tetap lebih banyak ke obligasi dan deposito. Sedangkan, reksadana saham memiliki karakteristik risiko yang tinggi dengan potensial *return* yang tinggi pula. Hal ini disebabkan penempatan reksadana saham lebih banyak ke pembelian dan penjualan saham yang harga dan *return* yang berubah-ubah setiap waktunya.

Banyaknya reksadana yang ada saat ini haruslah dinilai kinerjanya. Terdapat tiga jenis penilaian kinerja reksadana yang paling sering digunakan yaitu *Sharpe Ratio*, *Treynor Ratio*, dan *Jensen Ratio*. Ketiga jenis pengukuran kinerja tersebut menghubungkan antara *return* yang didapatkan dari suatu reksadana dengan risiko yang didapatkan dari suatu investasi pada reksadana. Pada penelitian ini, peneliti menggunakan dua jenis pengukuran kinerja yaitu

menggunakan *Sharpe Ratio* dan *Jensen Ratio*. Adapun perbedaan kedua jenis rasio tersebut adalah *Sharpe Ratio* mengukur kinerja portofolio dengan total risiko sebagai indikatornya, sedangkan *Jensen Ratio* mengukur seberapa baik suatu kinerja portofolio dibandingkan *benchmark* dalam hal ini *return* IHSG.

Banyak faktor yang mempengaruhi kinerja reksadana yang dibagi menjadi dua faktor umum, yaitu faktor internal dan faktor eksternal. Adapun faktor internal merupakan faktor yang berasal dari reksadana itu sendiri dan variabel yang peneliti gunakan adalah umur reksadana dan kinerja reksadana periode sebelumnya untuk jenis reksadana pendapatan tetap maupun reksadana saham. Sedangkan faktor eksternal berasal dari kondisi makroekonomi negara tersebut dan variabel yang peneliti gunakan adalah tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan nilai tukar.

1. 2. Identifikasi Masalah

Reksadana merupakan salah satu alternatif yang baik dalam melakukan kegiatan investasi. Akan tetapi investor harus menganalisis lebih mendalam untuk melihat kemampuan manajer investasi dalam mengelola portofolio reksadana. Investor akan memilih reksadana berdasarkan performa dari reksadana dengan strategi yang manajer investasi gunakan agar mendapatkan tingkat pengembalian yang tinggi atau setidaknya sama dengan *benchmark* seperti LQ45, *Islamic Index*, maupun IHSG. Menurut teori CAPM, kinerja diukur tidak hanya dari *return* yang didapatkan oleh reksadana tersebut tetapi juga risiko yang melekat pada reksadana tersebut. Pengukuran kinerja reksadana yang digunakan adalah menggunakan *Sharpe Ratio* dan *Jensen Ratio*. Kinerja reksadana yang digunakan ini dapat mengukur kemampuan manajer investasi dalam mengelola portofolionya. *Sharpe Ratio* melihat apakah kinerja reksadana tersebut dapat mengakomodari total

risiko yang dihadapi, sedangkan *jensen ratio* melihat apakah kinerja reksadana masing-masing dapat di atas atau di bawah kinerja pasar (*market premium*).

Penelitian ini akan meneliti faktor internal dan eksternal reksadana. Faktor internal merupakan faktor yang berasal dari reksadana tersebut, yaitu kinerja reksadana periode sebelumnya dan umur reksadana. Sedangkan, faktor eksternal adalah faktor yang berasal dari luar reksadana tersebut biasanya faktor makro ekonomi, yaitu tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan nilai tukar.

Variabel kinerja reksadana periode sebelumnya menunjukkan hasil yang kontradiktif. Penelitian oleh Goetzmann dan Ibbotson (1994), Brown dan Goetzmann (1995), Malkiel (1995), pastor dan stambaugh (2001), dan Zahra (2010) menyatakan bahwa *return* reksadana masa lalu berpengaruh terhadap kinerja saat ini. Sedangkan penelitian oleh Bogle (1994) menilai kinerja masa lalu tidak memberikan hasil yang efektif terhadap kinerja saat ini.

Variabel makroekonomi, yaitu tingkat bunga SBI juga memberikan hasil yang berbeda. Penelitian Kumar dan Dash (2008), Pardomuan (2005), Dima (2006), skukla (2011) menyatakan bahwa tingkat bunga mempengaruhi kinerja reksadana. Sedangkan penelitian terkait variabel nilai tukar juga menunjukkan hasil penelitian yang berbeda. Hasil penelitian Dima, Bogdan, Barna, Flavia, dan Nachescu (2006) menyatakan bahwa nilai tukar berpengaruh terhadap kinerja reksadana, sedangkan hasil penelitian Mofleh (2011) menyatakan nilai tukar tidak mempengaruhi kinerja reksadana.

Variabel inflasi yang merupakan tolak ukur tinggi rendahnya biaya hidup masyarakat juga memberikan hasil yang berbeda. Penelitian yang dilakukan oleh Kumar dan Dash memperoleh hasil bahwa *return* reksadana sangat sensitif terhadap tingkat inflasi. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Elena Diaconasu dan Asavoaei Alexandru, di Amerika Serikat menunjukkan

adanya pengaruh positif antara tingkat inflasi dengan reksadana sedangkan di Rumania tidak dapat membuktikan hubungan antara tingkat inflasi dengan reksadana. Penelitian yang dilakukan oleh Shukla (2011) menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara tingkat inflasi dan kinerja reksadana.

Tahun penelitian yang dianalisis meliputi periode 2010 – 2012. Pemilihan tahun 2010, dikarenakan pada tahun 2010 tersebut pasar modal Indonesia menunjukkan peningkatan yang sangat pesat, dengan kenaikan IHSG sebesar 45.96 % dibandingkan IHSG tahun sebelumnya dan nilai kapitalisasi saham yang meningkat 60.63 % dibandingkan tahun sebelumnya (Sumber: Siaran Pers Bapepam-LK Tahun 2010). Peningkatan pada transaksi di pasar modal juga berdampak pada reksadana yang meningkat dalam dana kelolaan sebesar 22.34 % dibandingkan tahun sebelumnya. Berdasarkan hal tersebut, maka peneliti ingin meneliti bagaimana faktor internal dan eksternal mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham pada periode Januari 2010 – Desember 2012.

1. 3. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah dipaparkan diatas, maka perumusan masalah dari penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

1. Bagaimanakah kinerja reksadana pendapatan tetap dengan menggunakan pengukuran Rasio Sharpe dan Ratio Jensen periode 2010 – 2012 ?
2. Bagaimanakah kinerja reksadana saham dengan menggunakan pengukuran Rasio Sharpe dan Rasio Jensen periode 2010 – 2012 ?

3. Apakah faktor internal, yaitu kinerja reksadana periode sebelumnya dan umur reksadana secara *partial* mempengaruhi kinerja reksadana yang diukur dalam Rasio Sharpe dan Rasio Jensen untuk jenis reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham ?
4. Apakah faktor eksternal, yaitu tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan nilai tukar secara *partial* mempengaruhi kinerja reksadana untuk jenis reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham ?
5. Apakah faktor internal dan faktor eksternal secara simultan mempengaruhi kinerja reksadana untuk jenis reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham ?

1. 4. Pembatasan Masalah

Agar obyek yang diteliti dalam penelitian ini tidak terlalu luas dan dapat dikaji dengan jelas, maka perlu adanya pembatasan masalah dengan ruang lingkup yaitu :

1. Data yang dijadikan sampel adalah jenis reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham pada periode Januari 2010 – Desember 2012
2. Faktor internal yang digunakan adalah kinerja reksadana periode sebelumnya dan umur reksadana
3. Faktor eksternal yang digunakan adalah tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan nilai tukar
4. Pengukuran kinerja reksadana yang digunakan adalah Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

1. 5. Tujuan Penelitian

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah :

1. Untuk mengetahui dan menganalisis bagaimana kinerja reksadana pendapatan tetap dengan menggunakan Rasio Sharpe dan Rasio Jensen
2. Untuk mengetahui dan menganalisis bagaimana kinerja reksadana saham dengan menggunakan Rasio Sharpe Ratio dan Rasio Jensen
3. Untuk mengetahui dan menganalisis apakah faktor internal yaitu kinerja reksadana periode sebelumnya dan umur reksadana mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham yang diukur dengan menggunakan Rasio Sharpe dan Rasio Jensen
4. Untuk mengetahui dan menganalisis apakah faktor eksternal yaitu tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan nilai tukar mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham yang diukur dengan menggunakan Rasio Sharpe dan Rasio Jensen
5. Untuk mengetahui dan menganalisis apakah faktor internal dan faktor eksternal secara simultan mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham yang diukur dengan menggunakan Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

1. 6. Manfaat Penelitian

Adapun secara khusus manfaat yang diharapkan dapat diperoleh dari hasil penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Sebagai bahan evaluasi dan masukan terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap maupun reksadana saham
2. Bagi manajer investasi, penelitian ini memberikan gambaran bagaimana kinerja reksadana yang dikelola selama periode tersebut. Selain itu dapat mengetahui faktor internal dan eksternal mana yang mempengaruhi kinerja reksadana yang dikelolanya.

3. Bagi para investor, sebagai bahan pertimbangan dalam membuat keputusan investasi pada reksadana pendapatan tetap maupun reksadana saham.
4. Menambah wawasan dan pengetahuan bagi peneliti, sebagai bahan pembelajaran tentang pasar modal dan produknya terutama dalam menilai kinerja reksadana, sekaligus dapat menerapkan ilmu yang diperoleh pada proses perkuliahan.
5. Dapat memberikan informasi serta dapat dijadikan sebagai bahan perbandingan untuk penelitian selanjutnya.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS

2.1 Investasi

2.1.1 Pengertian dan Tujuan Investasi

Pengertian investasi memiliki banyak definisi karena setiap individu memiliki pandangan yang berbeda-beda dengan investasi. Di bawah ini ada beberapa pengertian tentang investasi :

1. Menurut Kamus Besar Bahasa Indonesia, investasi adalah penanaman uang atau modal di suatu perusahaan atau proyek untuk tujuan memperoleh keuntungan.
2. Menurut Bank Indonesia sebagai tindakan penanaman modal, biasanya dalam jangka panjang untuk pengadaan aktiva tetap atau pembelian saham-saham dan surat berharga lain untuk memperoleh keuntungan.
3. Menurut Tandelilin (2010) investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang.
4. Menurut Jones (2007) investasi adalah komitmen yang dilakukan di masa sekarang dengan menempatkan dana pada aset-aset finansial maupun non finansial selama periode waktu tertentu.

Adapun tujuan dari investasi menurut Jones (2007) bertujuan untuk mencari uang dan meningkatkan kemakmuran di masa sekarang dan masa yang akan datang.

2.1.2. Tipe Investasi

Menurut Sharpe (2006) investasi dalam aktiva keuangan dapat dibedakan menjadi dua, yaitu:

a. Investasi Langsung

Investasi langsung dapat dilakukan dengan membeli aktiva keuangan yang dapat diperjualbelikan dipasar uang (*money market*). Macam–macam investasi langsung dapat disarikan sebagai berikut :

- a. Investasi langsung yang tidak dapat diperjualbelikan (tabungan, deposito),
- b. Investasi langsung yang dapat langsung diperjualbelikan (investasi langsung dipasar modal, investasi langsung di pasar uang, investasi langsung di pasar turunan).

b. Investasi Tidak Langsung

Investasi tidak langsung dilakukan dengan cara membeli surat-surat berharga dari perusahaan investasi. Menurut Jogiyanto (2000), perusahaan investasi adalah perusahaan yang menyediakan jasa keuangan dengan cara menjual sahamnya ke publik dengan menggunakan dana yang diperoleh untuk diinvestasikan ke dalam portofolio.

2.1.3 Proses Investasi

Secara umum proses investasi menunjukkan bagaimana seharusnya investor melakukan investasi dalam sekuritas. Langkah-langkah dalam proses investasi antara lain: (Husnan, 2008):

- 1) Menentukan kebijakan investasi.

Pada tahap awal pengambilan keputusan, investor perlu menetapkan tujuannya berinvestasi dan menentukan besarnya investasi yang akan ditanam. Mengingat adanya korelasi antara risiko dan keuntungan (*return*) yang diperoleh, maka investor tidak dapat mengatakan bahwa tujuan investasinya adalah mencari keuntungan yang sebesar-besarnya karena akan ada kerugian yang harus dihadapinya. Jadi, tujuan investasi harus dinyatakan, baik dalam keuntungan maupun risiko.

2) Analisis Sekuritas

Pada tahap ini akan diadakan analisis terhadap sekuritas, baik individual maupun sekelompok sekuritas. Ada dua filosofi dalam melakukan analisis sekuritas, yaitu sebagai berikut:

a.) Pendapat pertama menyatakan bahwa adanya sekuritas *mispriced* (harganya salah, mungkin terlalu tinggi, mungkin terlalu rendah). Dengan analisis ini akan dapat dideteksi sekuritas-sekuritas tersebut. Cara untuk melakukan analisis ini dikelompokkan menjadi dua, yaitu analisis teknikal dan analisis fundamental. Analisis teknikal menggunakan data (perubahan) harga pada masa yang lalu sebagai upaya memperkirakan harga sekuritas di masa yang akan datang. Analisis fundamental mengidentifikasi prospek perusahaan untuk bisa memperkirakan harga saham di masa mendatang

b.) Pendapat kedua menyatakan bahwa pasar modal adalah efisien. Dengan demikian, peralihan sekuritas tidak didasarkan atas frekuensi risiko para pemodal (pemodal yang bersedia menanggung risiko tinggi akan memilih saham yang berisiko tinggi), pola kebutuhan kas (pemodal yang menginginkan penghasilan yang tinggi akan memilih saham yang membagikan dividen dengan stabil). Jadi, menurut pendapat ini keuntungan yang diperoleh pemodal sesuai dengan risiko yang ditanggung.

3) Pembentukan Portofolio

Portofolio berarti sekumpulan investasi. Tahap ini menyangkut identifikasi sekuritas mana saja yang akan dipilih untuk membentuk portofolio dan berapa proporsi dana yang

akan ditanam pada tiap-tiap sekuritas tersebut. Adanya pemilihan sekuritas ini (dengan kata lain pemodal melakukan diversifikasi) dimaksudkan untuk meminimalkan risiko yang ditanggung. Pemilihan sekuritas ini akan dipengaruhi oleh preferensi risiko, pola kebutuhan kas, dan status pajak.

4) Melakukan Revisi Portofolio

Tahap ini merupakan pengurangan terhadap ketiga tahap sebelumnya dengan maksud kalau diperlukan akan diadakan perubahan terhadap portofolio yang telah dimiliki. Jika portofolio yang dimiliki sekarang dirasakan tidak lagi optimal atau tidak sesuai dengan preferensi risiko pemodal, maka pemodal dapat melakukan perubahan terhadap sekuritas-sekuritas yang membentuk portofolio tersebut.

5) Evaluasi Kinerja Portofolio

Dalam tahap ini pemodal mengadakan penilaian terhadap kinerja portofolionya, baik dalam aspek tingkat keuntungan yang diperoleh maupun risiko yang ditanggung. Tidak benar bahwa suatu portofolio yang memberikan keuntungan yang lebih tinggi mesti lebih baik daripada portofolio lainnya karena adanya faktor risiko yang perlu dimasukkan juga.

2.2. Pengertian *Return*

Tingkat *return* (*rate of return*) merupakan ukuran terhadap hasil suatu investasi. Investor dalam mengambil keputusan untuk melakukan investasi selalu melihat potensial *return* yang akan didapatkan, sehingga dapat disimpulkan bahwa indikator *return* merupakan indikator penting

untuk menentukan keputusan berinvestasi. Pengukuran *return* saham (*rate of return*) dapat menggunakan rumus:

$$\text{Rate of return saham} = \frac{(\text{harga jual} - \text{harga beli}) + \text{dividen}}{\text{harga beli}}$$

Selain itu, terdapat tiga cara pengukuran *return* jangka pendek seperti satu atau tiga bulan yang sering digunakan, yaitu: (Fabozzi)

1. Tingkat pengembalian rata-rata aritmetika

Merupakan rata-rata tidak tertimbang dari *return* sub periode. Adapun formula umumnya adalah:

$$R_A = \frac{R_{p1} + R_{p2} + \dots + R_{pN}}{N}$$

Dimana

R_A = tingkat pengembalian rata-rata aritmetika

R_{pk} = pengembalian portofolio untuk sub periode k, dimana $k = 1, \dots, N$

N = jumlah sub periode dalam periode estimasi

2. Tingkat pengembalian waktu tertimbang

Mengukur suku bunga majemuk dari pertumbuhan nilai pasar portofolio awal selama periode estimasi, dengan asumsi seluruh distribusi kas diinvestasikan kembali pada portofolio. Adapun formula umumnya adalah:

$$R_T = \left[(1 + R_{p1})(1 + R_{p2}) \dots (1 + R_{pN}) \right]^{1/N} - 1$$

Dimana

R_T = tingkat pengembalian tertimbang waktu

Secara umum, pengembalian rata-rata aritmetika dan pengembalian rata-rata waktu tertimbang akan memberikan nilai yang berbeda bagi pengembalian portofolio selama beberapa periode evaluasi. Hal ini karena dalam menghitung tingkat pengembalian rata-rata aritmetika, jumlah yang diinvestasikan diasumsikan dipertahankan (baik melalui penambahan maupun penarikan) pada nilai pasar portofolio awalnya. Pengembalian waktu tertimbang, di sisi lain, merupakan pengembalian portofolio yang bervariasi dalam ukuran karena adanya asumsi bahwa seluruh hasil yang diterima diinvestasikan kembali. Secara umum, tingkat pengembalian rata-rata aritmetika akan lebih besar daripada tingkat pengembalian rata-rata waktu tertimbang.

3. Tingkat pengembalian dolar tertimbang

Dihitung dengan cara menemukan suku bunga yang akan menyamakan nilai sekarang arus kas dari seluruh sub periode pada periode evaluasi di tambah nilai pasar portofolio akhir dengan nilai pasar awal portofolio. Arus kas dari setiap subperiode menggambarkan selisih antara arus masuk kas dari investasi (yaitu bunga dan dividen) dan kontribusi yang diberikan oleh klien ke dalam portofolio dan arus kas keluar yang menggambarkan distribusi kepada klien. Tingkat pengembalian dolar tertimbang merupakan perhitungan tingkat pengembalian internal, sehingga disebut juga tingkat pengembalian internal. Adapun rumusnya adalah:

$$V_0 = \frac{C_1}{(1 + R_D)} + \frac{C_2}{(1 + R_D)^2} + K + \frac{C_N + V_N}{(1 + R_D)^n}$$

Dimana:

RD = tingkat pengembalian dolar tertimbang

V0 = nilai pasar awal dari portofolio

VN = nilai pasar akhir dari portofolio

Ck = arus kas bagi portofolio (kas masuk dikurangi kas keluar) bagi sub periode k,

dengan $k = 1, 2, \dots, N$

Tingkat pengembalian dolar tertimbang dan tingkat pengembalian waktu tertimbang akan menghasilkan hasil yang sama jika tidak terjadi arus keluar maupun arus masuk kas selama periode evaluasi dan seluruh pendapatan investasi diinvestasikan kembali. Masalah yang dihadapi pada tingkat pengembalian *dollar* tertimbang adalah pengembalian ini dipengaruhi oleh faktor-faktor di luar kendali manajer. Secara khusus, setiap kontribusi yang diberikan oleh klien atau penarikan yang diminta oleh klien akan mempengaruhi pengembalian yang dihitung. Keadaan ini menimbulkan kesulitan dalam membandingkan kinerja dari dua manajer.

2.3 Pengertian Risiko

Risiko merupakan penyimpangan tingkat keuntungan yang diperoleh dari nilai yang diharapkan oleh seorang investor. Markowitz menyatakan bahwa risiko yang diharapkan tergantung pada keanekaragaman kemungkinan hasil yang diharapkan. Jones (2007) menyebutkan bahwa risiko adalah kemungkinan terjadinya perbedaan antara *return* yang sesungguhnya dengan *return* yang diharapkan.

Terdapat faktor-faktor yang mempengaruhi timbulnya risiko suatu investasi, yaitu:

1. Risiko tingkat bunga

Yaitu risiko yang disebabkan oleh perubahan tingkat bunga tabungan dan tingkat bunga pinjaman. Jika tingkat bunga mengalami kenaikan, perubahan tersebut akan mempengaruhi pilihan investasi dalam saham, obligasi, dan deposito. Tingkat bunga yang tinggi dapat menyebabkan *return* yang diperoleh dari investasi berisiko rendah (deposito) lebih tinggi dari pada return investasi yang berisiko tinggi (saham), sehingga investor akan lebih tertarik untuk menempatkan dananya dalam bentuk deposito dari pada membeli

saham. Jika dikaitkan dengan investasi asset riil, tingkat bunga yang tinggi menyebabkan biaya modal (*cost of capital*) menjadi tinggi, sehingga nilai perusahaan (*corporate value*) menjadi rendah dan pada akhirnya harga saham akan turun. Kesimpulannya, kenaikan tingkat bunga tabungan dan tingkat bunga pinjaman akan berakibat terhadap turunnya harga saham. Sebaliknya, jika tingkat bunga tabungan dan pinjaman turun, maka harga saham cenderung akan meningkat.

2. Risiko pasar

Yaitu risiko yang disebabkan oleh gejolak (*variability*) *return* suatu investasi sebagai akibat dari fluktuasi transaksi di pasar keseluruhan. Risiko pasar disebabkan oleh peristiwa-peristiwa yang bersifat menyeluruh yang mempengaruhi kegiatan pasar secara umum, seperti resesi, peperangan, perubahan struktur ekonomi (misalnya dari sektor pertanian ke sektor industri atau dari sektor industri ke sektor jasa), dan perubahan selera konsumen. Akibatnya, *return* saham-saham yang terkait dengan perubahan faktor-faktor tersebut juga akan terpengaruh.

3. Risiko inflasi

Merupakan risiko yang disebabkan oleh menurunnya daya beli masyarakat sebagai akibat dari kenaikan harga barang-barang secara umum. Permintaan terhadap barang-barang meningkat, tetapi daya beli rendah, sehingga masyarakat tidak mampu membelinya. Pada akhirnya, perusahaan akan kesulitan dalam memproduksi karena biaya produksi menjadi tinggi dan harga jualnya tidak terjangkau oleh konsumen, sehingga penjualannya akan turun dan akhirnya harga saham perusahaan tersebut melemah.

4. Risiko bisnis

Adalah risiko yang disebabkan oleh tantangan bisnis yang dihadapi perusahaan makin berat, baik akibat tingkat persaingan yang ketat, perubahan peraturan pemerintah, maupun klaim dari masyarakat terhadap perusahaan karena merusak lingkungan. Jika terjadi gangguan pada bisnis perusahaan mengakibatkan perusahaan akan kesulitan keuangan sehingga harga sahamnya jatuh.

5. Risiko keuangan

Merupakan risiko keuangan yang berkaitan dengan struktur modal yang digunakan untuk mendanai kegiatan perusahaan. Perusahaan yang mempunyai utang besar mempunyai risiko yang juga besar di mata investor karena sebagian besar laba operasi perusahaan akan digunakan untuk membayar biaya bunga pinjaman tersebut. Akibatnya, bagian laba atau dividen yang diterima oleh pemegang saham menjadi kecil. Jika pendapatan (*revenue*) perusahaan tidak stabil, maka makin besar pula kemungkinan pemegang saham tidak menerima dividen. Akibatnya, saham perusahaan tidak menarik untuk dijadikan instrumen investasi dan harga sahamnya akan jatuh. Secara teoritis, ada suatu tingkat *leverage* (perbandingan utang dan modal sendiri) yang maksimum bagi perusahaan. Perusahaan tanpa utang sama sekali juga tidak memberikan nilai (*value*) maksimum bagi pemiliknya. Walau demikian jika utang terlalu besar melebihi titik maksimum tadi, juga akan menaikkan risiko, baik bagi kreditur maupun bagi pemegang saham. Adanya faktor *leverage* dari pinjaman akan mengurangi jumlah modal sendiri yang harus disediakan. Biaya bunga pinjaman tersebut dapat mengurangi pajak yang harus dibayarkan perusahaan, sehingga jumlah utang dalam proporsi tertentu dapat menghasilkan nilai saham per lembar yang lebih tinggi daripada tidak berutang sama sekali.

6. Risiko likuiditas

Yaitu risiko yang berkaitan dengan kesulitan untuk mencairkan portofolio atau menjual saham karena tidak ada yang membeli saham tersebut. *Liquidity risk* juga terkait dengan kondisi perusahaan yang mengeluarkan saham tersebut. Misalnya perusahaan sedang mengalami kesulitan keuangan atau perusahaan dinilai terlalu kecil dan tidak menarik sehingga tidak ada investor yang bersedia membeli saham perusahaan tersebut. Risiko likuiditas dapat juga timbul akibat dihentikannya transaksi perdagangan saham perusahaan karena melanggar peraturan pasar modal. Investor yang memegang saham perusahaan tidak liquid akan menanggung risiko yang tinggi karena harganya akan jatuh saat dijual, sehingga *real return* berada jauh di bawah *expected return*.

7. Risiko nilai tukar

Bagi investor yang melakukan investasi di berbagai negara dengan berbagai mata uang, perubahan nilai tukar mata uang akan menjadi faktor penyebab *real return* lebih kecil dari *expected return*. Perubahan nilai tukar dapat disebabkan oleh perubahan permintaan terhadap mata uang suatu negara dalam perdagangan internasional dan mata uang sebagai “komoditas” yang diperjualbelikan, sehingga berlaku hukum permintaan dan penawaran. Jika permintaan terhadap dollar lebih tinggi, maka nilai tukarnya terhadap mata uang negara yang membutuhkan akan naik. *Return* yang diperoleh dari investasi saham di bursa asing akan menurun oleh kerugian akibat perubahan nilai tukar mata uang negara investor dengan negara dimana investasi dilakukan.

8. Risiko negara

Risiko ini berkaitan dengan investasi lintas negara yang disebabkan oleh kondisi politik, keamanan, dan stabilitas perekonomian negara tersebut. Makin tidak stabil keamanan,

politik, dan perekonomian suatu negara, makin tinggi risiko berinvestasi di negara tersebut karena *return* investasi mengalami ketidakpastian, sehingga kompensasi atau *return* yang dituntut atas suatu investasi makin tinggi. Oleh karena itu, stabilitas negara tujuan investasi menjadi pertimbangan yang sangat penting sebelum memutuskan melakukan investasi di negara lain.

Pada prinsipnya risiko dapat dikelompokkan menjadi dua bagian, yaitu sebagai berikut :

1. Risiko tidak sistematis (*Unsystematic Risk*)

Merupakan risiko yang terkait dengan suatu saham tertentu yang umumnya dapat dihindari (*avoidable*) atau diperkecil melalui diversifikasi (*diversifiable*).

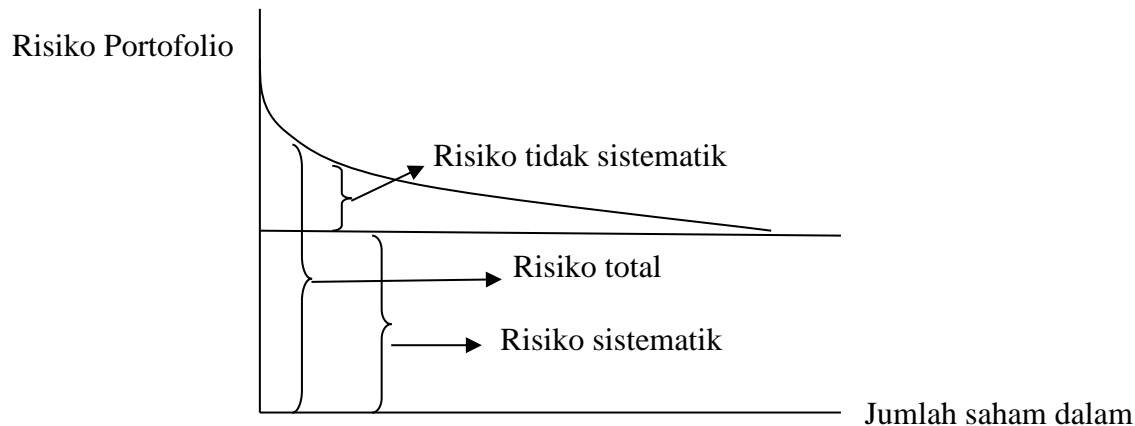
2. Risiko sistematis (*Systematic Risk*)

Merupakan risiko pasar yang bersifat umum dan berlaku bagi semua saham dalam pasar modal yang bersangkutan. Risiko ini tidak mungkin dapat dihindari oleh investor melalui diversifikasi sekalipun. Selain dua bagian risiko tersebut, ternyata sikap investor menghadapi risiko yang muncul dapat dibedakan menjadi tiga yaitu sebagai berikut:

- a) *Risk Averse* adalah sikap seorang investor yang akan memilih investasi yang memiliki risiko yang lebih rendah dengan tingkat *return* yang diharapkan sama besar.
- b) *Risk Taker/Tolerance* adalah sikap seorang investor yang akan memilih investasi yang memiliki risiko investasi yang lebih tinggi dengan tingkat *return* yang diharapkan sama besar.
- c) *Risk neutral* adalah sikap seorang investor dalam memilih investasi yang memiliki risiko yang netral. Tetapi investor ini tidak anti risiko tetapi juga tidak mencari-cari

risiko. Investor jenis ini akan mengharapkan kompensasi yang setimpal untuk setiap kenaikan risiko investasinya.

Gambar 2.1.
Risiko Sistematis dan Risiko tidak Sistematis



Sumber:Tandelilin, 2010

Pada gambar 2.1. investor dapat mengurangi risiko tidak sistematis dengan cara menambah sahamnya (diversifikasi). Dengan kata lain, semakin banyak jumlah saham dalam portofolio yang dimiliki oleh investor, kurva risiko tidak sistematis semakin menurun mendekati jumlah risiko sistematis. Hal ini juga berarti mengurangi risiko total, sehingga risiko total hampir mendekati risiko sistematis.

2.3.1 Koefisien *Unsystematic and Systematic Risk*

Risiko yang dihadapi oleh investor dilambangkan dengan *varians* atau standar deviasi. Standar deviasi (σ) merupakan standard yang digunakan untuk mengukur total level risiko suatu portofolio yang tercermin dari akar varian. Pengukuran ini bertujuan untuk membandingkan antara

seberapa besar nilai observasi (aktual) individu berbeda dengan nilai ekspektasinya sejalan dengan waktu. Rumusnya adalah (Jones, 2007):

$$\sigma = \frac{\sqrt{(X_i - \bar{x})^2}}{n - 1}$$

Keterangan:

σ = *Standard deviasi*

X_i = *Actual return*

\bar{x} = *Average return*

n-1= Jumlah observasi dikurangi satu

Beta merupakan koefisien dari risiko sistematis yang menunjukkan hubungan antara saham dan pasar. Beta merupakan pengukuran risiko yang terstandarisasi karena menghubungkan kovarian terhadap varian dari portofolio pasar. Beta saham individual menunjukkan seberapa besar perubahan tingkat pengembalian saham (*stock return*) dibandingkan dengan tingkat pengembalian pasar (*market return*). Nilai beta suatu saham X dapat dihitung menggunakan rumus berikut (Jones, 2007):

$$\beta^2 = \frac{Cov_{x,m}}{\sigma_m^2}$$

Keterangan :

$Cov_{x,m}$ = kovarian antara *return* sekuritas X dengan return pasar σ^2

m = *varian return* pasar

Jika suatu saham X memiliki beta 1.5 berarti kenaikan atau penurunan pada saham X adalah 1.5 kali perubahan tingkat pengembalian pasar. Apabila beta suatu saham lebih besar dari nol, maka gejolak harga saham lebih besar daripada gejolak indeks pasar. Jika beta suatu saham sama dengan 1 maka gejolak harga saham sama dengan gejolak indeks pasar. Serta jika beta suatu

saham lebih kecil dari 1, maka gejolak harga saham lebih lemah atau lebih rendah dibandingkan gejolak pasar. Sementara beta portofolio merupakan bobot rata-rata dari beta saham dalam portofolio, menggunakan bobot dalam proporsi portofolio.

2.4 Pengertian Portofolio

Investasi akan menimbulkan risiko. Untuk meminimalkan risiko, investor dapat membentuk portofolio. Dalam pembentukan portofolio, investor selalu menginginkan *return* yang maksimal dengan risiko yang tertentu atau mencari risiko yang rendah dengan *return* tertentu. Tandelilin (2010) menyatakan bahwa untuk membentuk portofolio efisien haruslah berpegang pada asumsi tentang bagaimana perilaku investor dalam pembuatan keputusan investasi yang diambilnya. Pembentukan portofolio juga memerlukan adanya perhitungan *return* dan risiko portofolio. *Return* realisasi dan *return* ekspektasi dari portofolio merupakan *return* rata-rata tertimbang dari *return* seluruh sekuritas tunggal.

2.4.1 Strategi Portofolio

Strategi investasi umumnya ada dua macam, yaitu strategi aktif (*active strategy*) dan strategi pasif (*passive strategy*). Menurut Tandelilin (2010) ada dua strategi yang dapat dilakukan investor dalam pembentukan portofolio, yaitu sebagai berikut.

- (1) Strategi pasif: merupakan tindakan investor yang cenderung pasif dalam berinvestasi dalam saham dan hanya mendasarkan pergerakan sahamnya pada pergerakan indeks pasar. Strategi pasif mendasarkan diri pada asumsi bahwa (a) pasar modal tidak melakukan *mispricing*, dan (b) meskipun terjadi *mispricing*, para pemodal berpendapat bahwa mereka tidak bisa mengidentifikasi dan memanfaatkannya. Tujuan dari strategi pasif ini adalah

memperoleh *return* portofolio sebesar *return* indeks pasar dengan menekankan seminimal mungkin risiko dan biaya investasi yang harus dikeluarkan. Ada dua macam strategi pasif yaitu sebagai berikut.

- a. Strategi beli dan simpan (*buy and hold*) maksudnya adalah investor melakukan pembelian sejumlah saham dan tetap memegangnya untuk beberapa waktu tertentu. Tujuan dilakukannya strategi ini adalah untuk menghindari biaya transaksi dan biaya tambahan lainnya yang biasanya terlalu tinggi.
 - b. Strategi mengikuti indeks merupakan strategi yang digambarkan sebagai pembelian instrumen reksadana atau dana pensiun oleh investor. Dalam hal ini investor berharap bahwa kinerja investasinya pada kumpulan saham dalam instrumen reksadana sudah merupakan duplikasi dari kinerja indeks pasar. Dengan kata lain investor berharap memperoleh *return* yang sebanding dengan *return* pasar.
- (2) Strategi aktif: merupakan tindakan investor secara aktif dalam melakukan pemilihan dan jual beli saham, mencari informasi, mengikuti waktu dan pergerakan harga saham serta berbagai tindakan aktif lainnya untuk mendapatkan *return* abnormal. Tujuan strategi aktif ini adalah mendapatkan *return* portofolio saham yang melebihi *return* portofolio saham yang diperoleh dari strategi pasif.

2.4.2. Portofolio Optimal

Portofolio optimal merupakan portofolio yang dipilih oleh investor dari sekian banyak pilihan yang ada pada kumpulan portofolio efisien. Adapun portofolio yang dipilih oleh investor adalah portofolio yang sesuai dengan preferensi investor yang bersangkutan terhadap *return* maupun terhadap risiko yang dihadapinya. Manajer investasi pada reksadana juga

memilih sekian banyak aset investasi yang akan dikumpulkannya dalam bentuk portofolio dan menggunakan konsep pembentukan portofolio yang optimal.

Terdapat dua konsep dasar dalam pembentukan portofolio yang optimal, yaitu:

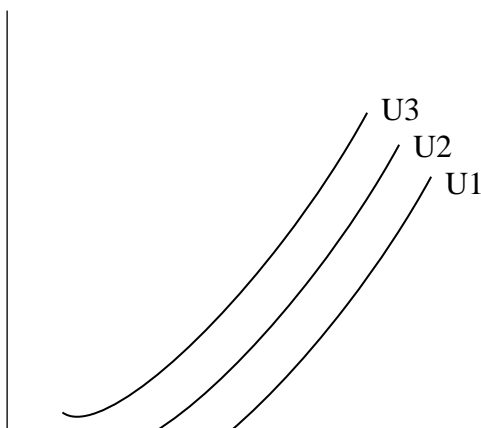
1. Fungsi utilitas dan kurva *indifferen*

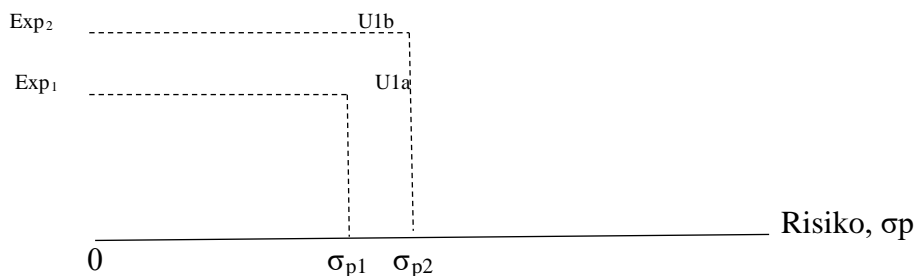
Dalam ilmu ekonomi dikenal adanya “teori pilihan” yang membahas proses keputusan di antara dua atau lebih alternatif pilihan. Salah satu konsep penting dalam teori pilihan adalah konsep fungsi utilitas. Fungsi utilitas merupakan fungsi matematis yang menunjukkan nilai dari semua alternatif pilihan yang ada. Semakin tinggi nilai suatu alternatif pilihan, semakin tinggi utilitas alternatif tersebut. Dalam konteks manajemen portofolio, fungsi utilitas menunjukkan preferensi seorang investor terhadap berbagai pilihan investasi dengan masing-masing risiko dan tingkat *potential return*.

Fungsi utilitas dapat digambarkan dalam bentuk kurva *indifferen* pada Gambar 2.2 dibawah ini:

Gambar 2.2
Kurva Indifferen

Expected return (Exp)





Sumber: Tandelilin, 2010

Pada gambar tersebut terdapat tiga kurva *indifferen* yaitu U1, U2, dan U3. Garis horizontal menggambarkan risiko, sedangkan garis vertikal menggambarkan *expected return*. Setiap kurva *indifferen* menggambarkan suatu kumpulan portofolio dengan *expected return* dan risiko masing-masing. Setiap titik yang terletak di sepanjang suatu kurva *indifferen* menggambarkan kombinasi *expected return* dan risiko yang akan memberikan utilitas yang sama bagi investor. Titik U1a memiliki *expected return* dan risiko yang lebih kecil dibandingkan titik U1b. Investor akan memiliki preferensi yang sama terhadap setiap titik dalam suatu kurva *indifferen*, karena titik-titik dalam kurva *indifferen* tersebut menunjukkan seberapa besar tingkat *risk averse* seorang investor. Kemiringan (*slope*) positif kurva *indifferen* menggambarkan investor selalu menginginkan *return* yang lebih besar sebagai kompensasi atas risiko yang lebih tinggi yang harus ditanggungnya.

Dalam gambar tersebut terlihat bahwa semakin jauh suatu kurva *indifferen* dari sumbu horizontal, semakin tinggi utilitasnya bagi seorang investor. Semakin tinggi utilitas suatu kurva *indifferen*, berarti semakin tinggi tingkat *expected return* pada setiap tingkat risiko. Pada gambar tersebut terlihat bahwa kurva *indifferen* U3 mempunyai utilitas paling tinggi dibanding dua kurva *indifferen* lainnya.

2. Aset berisiko dan aset bebas risiko

Dalam melakukan investasi, investor dapat memilih menginvestasikan dananya pada berbagai macam aset, baik aset yang berisiko maupun aset yang bebas risiko, ataupun kombinasi dari kedua jenis aset tersebut. Pilihan investor akan aset tersebut akan terlihat dari preferensi investor terhadap risiko. Semakin enggan investor terhadap risiko (*risk averse*), maka pilihan investasinya akan cenderung lebih banyak pada aset bebas risiko.

Aset berisiko adalah aset-aset yang tingkat *actual return* di masa depan masih mengandung ketidakpastian. Contoh dari aset berisiko adalah saham. Sedangkan aset bebas risiko merupakan aset yang tingkat *return* di masa depan sudah bisa dipastikan pada saat ini, dan ditunjukkan dari *varians return* yang sama dengan nol. Salah satu contoh aset bebas risiko adalah obligasi yang diterbitkan pemerintah.

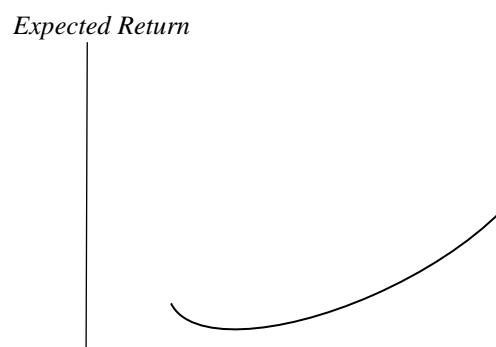
2.5. Model Portofolio Markowitz

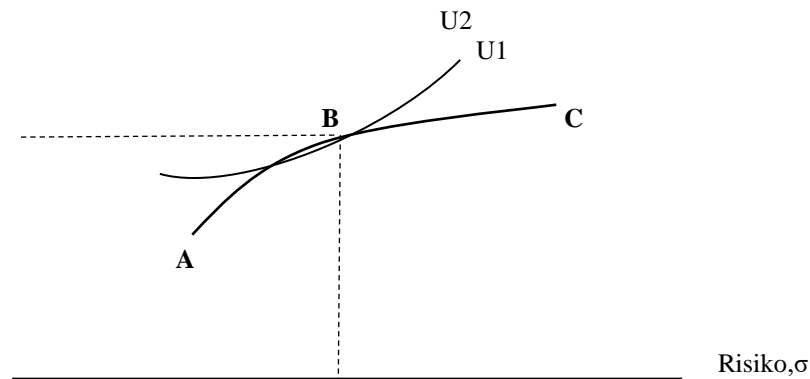
Pendekatan portofolio Markowitz berdasarkan tiga asumsi, yaitu:

1. Periode investasi tunggal, misalnya satu tahun,
2. Tidak ada biaya transaksi,
3. Preferensi investor hanya berdasarkan pada *expected return* dan risiko

Dalam pendekatan Markowitz, pemilihan portofolio investor berdasarkan preferensi investor terhadap *expected return* dan risiko masing-masing pilihan portofolio. Pada gambar berikut ini akan dijelaskan pemilihan portofolio optimal dan portofolio efisien.

Gambar 2.3
Portofolio Efisien dan Portofolio Optimal





Sumber: Tandelilin, 2010

Pada gambar tersebut, terlihat bahwa pada garis vertikal menunjukkan *expected return* dan pada garis horizontal menunjukkan tingkat risiko. Garis ABC menunjukkan efisien *frontier*, yaitu kombinasi aset-aset yang membentuk portofolio yang efisien. Garis ABC juga menunjukkan pilihan-pilihan portofolio terbaik bagi investor, sehingga pilihan investor akan terletak pada titik ABC. Salah satu titik pada ABC yang akan dipilih oleh investor merupakan portofolio optimal. Pemilihan portofolio optimal ditentukan oleh preferensi investor terhadap *expected return* dan risiko. Preferensi investor, ditunjukkan oleh kurva indifferen (U1 dan U2). Pada gambar tersebut, terlihat bahwa kurva *indifferen* investor bertemu dengan *efisien frontier* pada titik B, sehingga dapat disimpulkan portofolio optimal berada pada titik B. Hal ini disebabkan portofolio pada titik B menawarkan *expected return* dan risiko yang sesuai dengan preferensi investor tersebut. Model portofolio Markowitz tersebut memiliki tiga hal yang harus diperhatikan, yaitu:

1. Semua titik portofolio yang ada dalam efisien *frontier* mempunyai kedudukan yang sama antara satu dengan yang lainnya. Artinya, tidak ada titik-titik portofolio disepanjang garis efisien *frontier* yang mendominasi titik portofolio lainnya yang sama-sama berada pada garis efisien *frontier*.

2. Model Markowitz tidak memasukkan isu bahwa investor boleh meminjam dana untuk membiayai investasi portofolio pada aset yang berisiko. Model Markowitz juga belum memperhitungkan kemungkinan investor untuk melakukan investasi pada aset bebas risiko
3. Dalam kenyataannya, investor yang berbeda-beda akan mengestimasi input yang berbeda pula di dalam model Markowitz, sehingga garis efisien *frontier* yang dihasilkan juga berbeda-beda bagi masing-masing investor tersebut.

2.5.1. Penentuan portofolio Optimal Model Indeks Tunggal (*Single Index Model*)

Adapun tahap-tahap menentukan portofolio optimal mengikuti prosedur dibawah ini:

1. Menghitung *mean return* (R_i^-) dengan rumus:

$$R_i^- = \alpha_i + \beta_i R_m^- + \varepsilon$$

Dimana: α_i adalah *intersept*

β_i adalah koefisien parameter R_m

R_m^- adalah *expected return* pasar

ε adalah residual

2. Menghitung *excess return* atau *abnormal return* dengan rumus

$$abnormal\ return_i = R_i^- - R_F$$

Dimana: R_F adalah tingkat bunga bebas risiko

3. Mengestimasi β dengan menggunakan model indeks tunggal untuk setiap *return* sekuritas (R_i) terhadap *return* pasar (R_m), yaitu:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + \varepsilon$$

4. Menghitung risiko tidak sistematis (σ^2_{ei})

$$\sigma^2_{ei} = \frac{1}{t} \sum_{t=1}^t [R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})]^2$$

5. Menghitung kinerja *return* tidak normal relatif terhadap β (K_i), yaitu

$$K_i = \frac{R_i^- - R_f}{\beta_i}$$

Setelah nilai K_i diperoleh, sekuritas diurutkan berdasarkan skor K_i dari tertinggi hingga terendah. Pengurutan ini mencerminkan prioritas sekuritas yang diharapkan termasuk dalam suatu portofolio

6. Menghitung nilai *return* tak normal dikalikan dengan β dikalikan dengan σ^2_{ei} dengan rumus:

$$\frac{(R_i^- - R_f)\beta_i}{\sigma^2_{ei}}$$

7. Menghitung rasio β^2 terhadap σ^2_{ei} , dengan rumus:

$$\frac{\beta_i^2}{\sigma^2_{ei}}$$

8. Menjumlahkan secara kumulatif hasil perhitungan tahapan ke 6

$$\sum_{j=1}^i \frac{(R_i^- - R_f)\beta_i}{\sigma^2_{ei}}$$

9. Menjumlahkan secara kumulatif hasil perhitungan pada langkah 7, menjadi:

$$\sum_{j=1}^i \frac{\beta_j^2}{\sigma_{ej}^2}$$

10. Menghitung nilai C_i untuk setiap sekuritas dengan rumus:

$$C = \frac{\sigma_m^2 \sum_{j=1}^i \frac{(R_j^- - R_f) \beta_j}{\sigma_{ej}^2}}{1 + \sigma_m^2 \sum_{j=1}^i \left(\frac{\beta_j^2}{\sigma_{ej}^2} \right)}$$

Dimana: σ_m^2 adalah *varians* dari *return* pasar

11. Menentukan titik potong dari nilai C_i yang dikehendaki (C^*) untuk menentukan jumlah sekuritas yang dimasukkan dalam portofolio, yaitu:

$$\frac{R_i^- - R_f}{\beta_i} > C^*$$

C^* merupakan titik potong yang secara ekonomi dianggap signifikan.

Setelah sekuritas dalam suatu portofolio ditentukan, langkah selanjutnya adalah menentukan proporsi atau persentase alokasi investasi pada masing-masing sekuritas terpilih. Adapun bobot (W_i) diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$W_i = \frac{Z_i}{\sum_{j=1}^i Z_j}$$

Dalam hal ini Z_i diperoleh dari beberapa asumsi sebagai berikut:

A. Jika tidak ada *short selling*

$$Z_i = \frac{\beta_i}{\sigma_{ei}^2} \left(\frac{R_i^- - R_f}{\beta_i} - C^* \right)$$

B. Jika ada *short selling*

$$Z_i = \frac{\beta_i}{\sigma_{ei}^2} \left(\frac{R_i^- - R_f}{\beta_i} - C^S \right)$$

2.6. *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*

Pada pertengahan tahun 1960-an William Sharpe, John Lintner, dan Jack Treynor mengembangkan model *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* yang dikembangkan setelah 12 tahun dari teori Markowitz. Model CAPM memberikan gambaran untuk memprediksi hubungan antara risiko dari suatu asset dan *expected return* – nya. Model ini bisa digunakan untuk: pertama, memberikan *benchmark rate of return* untuk berbagai kemungkinan investasi. Kedua, model ini dapat memprediksi *expected return* dari suatu investasi.

Model CAPM ini memiliki asumsi-asumsi yang mendasari, yaitu:

1. Terdapat banyak investor, dimana setiap bagian dari kekayaan setiap investor merupakan bagian kecil dari kekayaan seluruh investor.
2. Semua investor mempunyai distribusi probabilitas tingkat *return* masa depan yang identik
3. Semua investor memiliki periode waktu yang sama
4. Semua investor dapat meminjam atau meminjamkan uang pada tingkat *return* yang bebas risiko
5. Tidak ada biaya transaksi, pajak pendapatan, dan inflasi
6. Terdapat banyak sekali investor, sehingga tidak ada investor tunggal yang dapat mempengaruhi harga sekuritas. Semua investor adalah *risk taker*.
7. Pasar dalam keadaan seimbang (ekuilibrium)

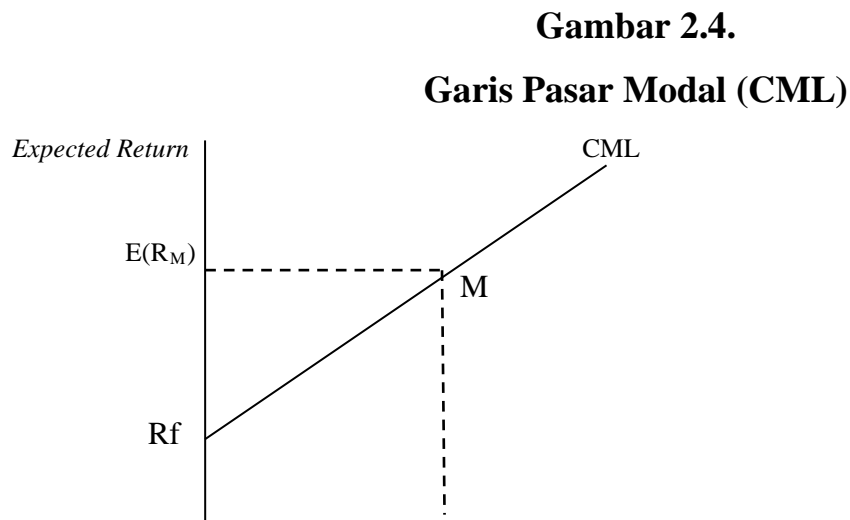
Asumsi-asumsi diatas memang terlihat tidak realistis, misalnya tidak adanya biaya transaksi, inflasi, pajak pendapatan, dan hanya ada satu periode waktu. Asumsi tersebut memang sulit ditemui dalam keadaan sebenarnya. Tetapi bagaimanapun juga, model CAPM

merupakan model yang secara sederhana (*parsimony*) dapat menggambarkan atau memprediksi realitas di pasar yang bersifat kompleks, meskipun bukan kepada realitas asumsi-asumsi yang digunakan. Sehingga dapat disimpulkan, CAPM sebagai sebuah model keseimbangan dapat membantu menyederhanakan gambaran realitas hubungan *return* dan risiko dalam dunia nyata yang terkadang sangat kompleks.

Jika semua asumsi tersebut terpenuhi maka akan terbentuk pasar yang seimbang. Dalam kondisi pasar yang seimbang, investor tidak akan bisa memperoleh *abnormal return* dari tingkat harga yang terbentuk, termasuk bagi investor yang melakukan perdagangan spekulatif. Oleh karena, kondisi tersebut akan mendorong semua investor untuk memilih portofolio pasar, yang terdiri dari semua aset berisiko yang ada.

2.7. Garis Pasar Modal (*Capital Market Line*)

Garis pasar modal menghubungkan risiko dan *return* portofolio efisien pada pasar yang seimbang. Garis pasar modal dapat dilihat pada Gambar 2.4. dibawah ini:



σ_M Risiko, σ_P
Sumber: Tandelilin, 2010

Pada gambar tersebut merupakan garis CML. Garis CML memotong sumbu vertikal pada titik R_f . Selisih antara tingkat *expected return* dari portofolio pasar ($E(R_M)$) dengan tingkat *return* bebas risiko merupakan tingkat *return* tambahan yang bisa diperoleh investor, sebagai kompensasi atas risiko portofolio pasar (σ_M) yang harus ditanggungnya. Selisih *return* pasar dan *return* bebas risiko disebut juga dengan premi risiko portofolio pasar ($E(R_M) - R_f$). Besarnya risiko portofolio pasar ditunjukkan oleh garis putus-putus horizontal dari R_f sampai σ_M . Kemiringan (slope) CML pada gambar tersebut menunjukkan harga pasar risiko (*market price of risk*) untuk portofolio yang efisien atau harga keseimbangan di pasar. Besarnya slope CML akan mengindikasikan tambahan *return* yang disyaratkan pasar untuk setiap 1 % kenaikan risiko portofolio. Slope CML dapat dihitung dengan rumus:

$$\text{Slope CML} = \frac{E(R_M) - R_F}{\sigma_M}$$

Dengan mengetahui slope CML dan garis *intersept* (R_f) maka dapat membentuk persamaan CML menjadi:

$$E(R_P) = R_F + \frac{E(R_M) - R_F}{\sigma_M} \sigma_P$$

Dalam hal ini:

$E(R_P)$ = tingkat *expected return* untuk suatu portofolio yang efisien pada CML

R_f = tingkat *return* pada aset yang bebas risiko

$E(R_M)$ = tingkat *return* portofolio pasar (M)

σ_M = standar deviasi *return* pada portofolio pasar

σ_P = standar deviasi portofolio efisien yang ditentukan

pada persamaan tersebut tingkat *expected return* dari setiap portofolio yang efisien pada CML adalah penjumlahan tingkat *return* bebas risiko (R_f) dengan hasil perkalian antara harga pasar risiko (slope CML) dan risiko portofolio (σ_P) tersebut.

Dari penjelasan tersebut, terdapat hal penting dari penjelasan garis pasar modal (CML), yaitu:

1. Garis pasar modal terdiri dari portofolio efisien yang merupakan kombinasi dari aset yang berisiko dan aset yang bebas risiko. Portofolio M, merupakan portofolio yang terdiri dari aset yang berisiko atau disebut dengan portofolio pasar. Sedangkan titik R_f , merupakan pilihan aset yang bebas risiko. Kombinasi atau titik-titik portofolio disepanjang garis $R_f - M$ merupakan portofolio yang efisien bagi investor.
2. Slope CML akan cenderung positif karena adanya asumsi bahwa investor bersifat *risk averse*. Artinya, investor hanya akan mau berinvestasi pada aset yang berisiko, jika mendapatkan kompensasi berupa *expected return* yang lebih tinggi. Dengan demikian, semakin besar risiko suatu investasi, semakin besar pula *expected return*
3. Berdasarkan data historis, adanya risiko akibat perbedaan *return actual* dan *expected return* akan bisa menyebabkan slope CML yang negatif. Slope negatif ini terjadi bila tingkat *return actual* portofolio pasar lebih kecil dari tingkat keuntungan bebas risiko.
4. Garis pasar modal dapat digunakan untuk menentukan tingkat *expected return* untuk setiap risiko portofolio yang berbeda.

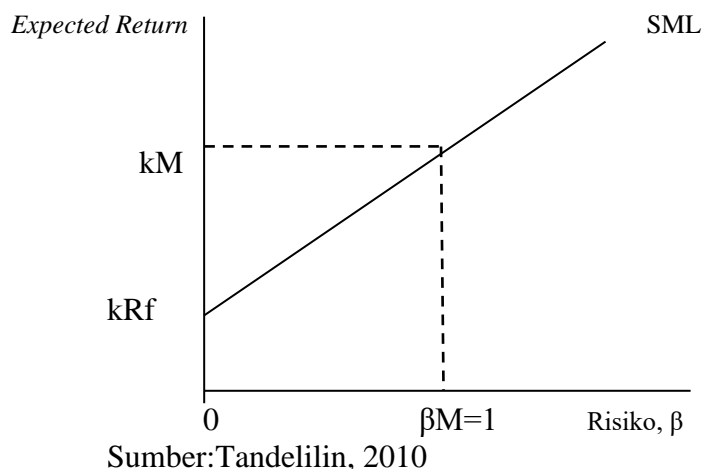
2.8. Garis Pasar Sekuritas (*Security Market Line*)

Menggambarkan hubungan risiko dan *return* dari aset-aset individual ataupun portofolio yang tidak efisien. SML juga merupakan garis yang menghubungkan *expected return* dari suatu

sekuritas dengan risiko sistematis (beta). SML digunakan untuk menilai sekuritas secara individual pada kondisi pasar yang seimbang, yaitu menilai tingkat *expected return* dari suatu sekuritas individual pada suatu tingkat risiko sistematis tertentu (beta). Sedangkan CML dapat dipakai untuk menilai tingkat *expected return* dari suatu portofolio yang efisien, pada suatu tingkat risiko portofolio efisien tertentu (σ_p).

Gambar 2.5.

Garis Pasar Sekuritas (*Security Market Line*)



Pada gambar 2.5, risiko sekuritas ditunjukkan dengan beta, karena pada pasar yang seimbang portofolio yang terbentuk sudah terdiversifikasi dengan baik sehingga risiko yang relevan adalah risiko sistematis (beta). Beta merupakan ukuran risiko sistematis suatu sekuritas yang tidak dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi. Beta menunjukkan sensitivitas *return* sekuritas terhadap perubahan *return* pasar. Semakin tinggi beta suatu sekuritas maka semakin sensitif sekuritas tersebut terhadap perubahan pasar. Sebagai ukuran sensitivitas *return* saham, beta juga dapat digunakan untuk membandingkan risiko sistematis antara satu saham dengan saham yang lain.

2.9. Arbitrage Pricing Theory (APT)

Stephen Ross adalah ekonom yang pertama kali mengembangkan *Arbitrage Pricing Theory* (APT) di tahun 1976. APT menggambarkan hubungan antara risiko dan *return*, tetapi dengan menggunakan asumsi dan prosedur yang berbeda. Estimasi *expected return* dari suatu sekuritas dengan menggunakan APT tidak terlalu dipengaruhi portofolio pasar seperti halnya dalam CAPM. Pada CAPM, portofolio pasar sangat berpengaruh karena diasumsikan bahwa risiko yang relevan adalah risiko sistematis yang diukur dengan beta (menunjukkan sensitivitas *return* sekuritas terhadap perubahan *return* pasar). Sedangkan pada APT, *return* sekuritas tidak hanya dipengaruhi oleh portofolio pasar karena adanya asumsi bahwa *expected return* dari suatu sekuritas bisa dipengaruhi oleh beberapa sumber risiko lainnya.

Disamping itu, APT tidak menggunakan asumsi-asumsi yang dipakai dalam CAPM, seperti:

1. Adanya satu periode waktu tertentu, misalnya satu tahun
2. Tidak ada pajak
3. Investor bisa meminjam dan menginvestasikan dananya pada tingkat *return* bebas risiko
4. Investor memilih portofolio berdasarkan *expected return* dan variannya

Adapun asumsi-asumsi CAPM yang masih digunakan adalah:

1. Investor mempunyai kepercayaan yang bersifat homogen
2. Investor adalah *risk averse* yang berusaha untuk memaksimalkan utilitas
3. Pasar dalam kondisi sempurna
4. *Return* diperoleh dengan menggunakan model faktorial

APT didasari oleh pandangan bahwa *expected return* untuk suatu sekuritas akan dipengaruhi oleh beberapa faktor risiko. Faktor-faktor risiko tersebut akan menunjukkan

kondisi ekonomi secara umum, dan bukan merupakan karakteristik khusus perusahaan. Faktor-faktor risiko tersebut harus mempunyai karakteristik berikut ini:

1. Masing-masing faktor risiko harus mempunyai pengaruh yang luas terhadap *return* saham-saham di pasar. Kejadian-kejadian khusus yang berkaitan dengan kondisi perusahaan bukan merupakan faktor risiko APT
2. Faktor-faktor risiko tersebut harus mempengaruhi *expected return*. Untuk itu harus dilakukan pengujian secara empiris, dengan cara menganalisis *return* saham secara statistik, untuk melihat bagaimana faktor-faktor risiko tersebut berpengaruh secara luas terhadap *return* saham
3. Pada awal periode, faktor risiko tersebut tidak dapat diprediksikan oleh pasar karena faktor-faktor risiko tersebut mengandung informasi yang tidak diharapkan atau bersifat mengejutkan pasar (ada perbedaan antara nilai yang diharapkan dengan nilai yang sebenarnya).

APT mengasumsikan investor percaya bahwa *return* sekuritas akan ditentukan oleh sebuah model *faktorial* dengan n faktor risiko. Dengan demikian dapat menentukan *return actual* untuk sekuritas i dengan menggunakan rumus dibawah ini:

$$R_i = E(R_i) + b_{i1}f_1 + b_{i2}f_2 + \dots + b_{in}f_n + e_i$$

Dimana:

R_i = tingkat *return* aktual sekuritas i

$E(R_i)$ = *expected return* untuk sekuritas i

F = *deviasi faktor* sistematis F dari nilai yang diharapkan

b_i = sensitivitas sekuritas i terhadap faktor i

e_i = *random error*

Asumsi bahwa nilai yang diharapkan pada masing-masing faktor risiko (F) adalah nol, sehingga tingkat *return actual* suatu sekuritas i akan sama dengan *expected return*, jika faktor risiko berada pada tingkat yang diharapkan.

Model faktorial tersebut tidak memberikan penjelasan mengenai kondisi keseimbangan. Untuk itu perlu diubah menjadi keseimbangan, yaitu:

$$E(R_i) = a_0 + b_{i1}\bar{F}_1 + b_{i2}\bar{F}_2 + \dots + b_{in}\bar{F}_n$$

Dimana:

$E(R_i)$ = *expected return* dari sekuritas i

a_0 = *expected return* dari sekuritas i jika risiko sistematis sebesar nol

b_{in} = koefisien yang menunjukkan besarnya pengaruh faktor n terhadap *return* sekuritas i

F = premi risiko untuk sebuah faktor (misalnya premi risiko untuk F_i adalah $E(F_i) - a_0$)

Persamaan tersebut menunjukkan bahwa dalam APT, risiko didefinisikan sebagai sensitivitas saham terhadap faktor-faktor ekonomi makro (b_i) dan besarnya *expected return* akan dipengaruhi oleh sensitivitas tersebut. Beberapa penelitian empiris, pernah menggunakan tiga sampai lima faktor yang mempengaruhi *return* sekuritas. Chen, Roll, dan Ross (1986), mengidentifikasi empat faktor yang mempengaruhi *return* sekuritas, yaitu:

1. Perubahan tingkat inflasi
2. Perubahan produksi industri yang tidak diantisipasi
3. Perubahan premi *risk-default* yang tidak diantisipasi
4. Perubahan struktur tingkat bunga yang tidak diantisipasi.

Menurut Chen, Roll, dan Ross, dua faktor pertama akan mempengaruhi aliran kas pada perusahaan, sedangkan dua faktor lainnya mempengaruhi tingkat diskonto.

2.10. APT dan CAPM

APT disusun berdasarkan tiga asumsi, dimana salah satunya tidak adanya *arbitrage opportunities*. Berbeda dengan CAPM, APT tidak membutuhkan *market portfolio* sebagai *benchmark portfolio*, melainkan setiap portofolio yang terletak di garis *security market line* dapat menjadi *benchmark* portofolio. Sehingga APT memiliki fleksibilitas lebih baik dari CAPM karena masalah yang berkaitan dengan *unobservable market* portofolio tidak menjadi suatu masalah.

APT memiliki fungsi yang sama dengan CAPM. Kedua-duanya memberikan *benchmark rates of return* yang dapat digunakan untuk *capital budgeting*, *security valuation*, atau *investment performance valuation*. Secara mendalam, APT menekankan adanya perbedaan antara *nondiversifiable risk (risk factor)* yang memerlukan *reward* dalam bentuk *risk premium* dan *diversifiable risk* yang tidak memerlukan *reward*.

APT juga berlandaskan *rational equilibrium market* akan mengeluarkan *arbitrage opportunities*. Sedangkan pada model CAPM, proses untuk mencapai ekuilibrium harga dicapai dengan jangka waktu yang sama, dikarenakan jumlah investor yang banyak tetapi memiliki proporsi yang sangat kecil terhadap seluruh kapitalisasi pasar.

2.11. Evaluasi Kinerja Portofolio

Menurut Tandelilin (2010), kinerja portofolio melalui perhitungan kuantitatif dapat dievaluasi menggunakan beberapa kinerja, yaitu :

1. Kinerja Treynor

Pada tahun 1965, Treynor mengevaluasi kinerja portofolio berdasarkan pada garis pasar sekuritas (*Security Market Line (SML)*). Kinerja Treynor yang mengukur kinerja portofolio dengan risiko sistematisnya (beta) sebagai indikator. Kinerja ini melihat

kinerja portofolio dengan cara menghubungkan tingkat *return* portofolio dengan besarnya risiko dari portofolio tersebut.

$$T_p = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}$$

Keterangan:

T_p = Kinerja Treynor

R_p = *return* rata – rata portofolio selama jangka waktu pengukuran

R_f = *return* rata – rata aset bebas risiko selama jangka waktu pengukuran

β_p = risiko sistematis dari portofolio selama jangka waktu pengukuran

Dengan mempertimbangkan risiko sistematis, semakin tinggi nilai pengukuran Treynor, semakin baik pula kinerja dari suatu portofolio. Pengukuran kinerja Treynor adalah tepat jika ingin mengukur kinerja satu portofolio tertentu sementara kita mempunyai aset-aset lain dalam portofolio yang lain. Jika reksadana memiliki garis dengan slope lebih tinggi dari SML, maka dapat dikatakan reksadana tersebut mengungguli pasar. Sebaliknya, jika *slope* suatu reksadana berada di bawah SML, maka dikatakan reksadana tersebut lebih buruk dibandingkan dengan kinerja pasar.

2. Kinerja Sharpe

Kinerja Sharpe yang mengukur kinerja portofolio dengan total risiko sebagai indikatornya. Indeks ini mendasarkan perhitungannya pada konsep garis pasar modal (*capital market line*) sebagai patokan, yaitu dengan cara membagi premi risiko portofolio dengan standar deviasinya.

$$S_p = \frac{R_p - R_f}{\sigma_{TR}}$$

Keterangan:

S_p = Kinerja Sharpe

R_p = *return* rata – rata portofolio selama jangka waktu pengukuran

R_f = *return* rata – rata aset bebas risiko selama jangka waktu pengukuran

σ_{TR} = standar deviasi portofolio selama jangka waktu pengukuran

Dengan menggunakan kerangka kerja CML, seorang investor mungkin lebih menyukai reksadana yang menghasilkan suatu CML dengan slope paling tajam.

Berdasarkan kedua indeks tersebut, kinerja Sharpe lebih relevan bagi investor yang tidak memiliki porofolio lain, sedangkan kinerja Treynor akan lebih relevan bagi investor yang memiliki banyak aset lain selain yang ditempatkan pada suatu reksadana. Kinerja Treynor dan Sharpe merangking portofolio tetapi tidak menunjukkan kepada investor besaran *return* dalam persen, yaitu seberapa besar reksadana yang ada mengungguli kinerja portofolio pasar. Untuk menutupi kelemahan tersebut maka terdapat perhitungan jenis kinerja yang lain, yaitu kinerja Jensen.

3. Kinerja Jensen

Pada tahun 1968, Jensen mengemukakan ukuran kinerja lain berdasarkan pada model harga aset (*asset pricing model*) yang dapat menguji berbasis persentase, berdasar pada suatu penyesuaian risiko, seberapa baik suatu reksadana berkinerja. Adapun model awal yang mengukur hubungan keseimbangan CAPM antara risiko dan *return* adalah sebagai berikut:

$$E(R_i) = r + [E(R_m) - r]\beta_i$$

Indeks kinerja Jensen (*Jensen performance index*) menguji perbedaan antara *actual return* yang diperoleh selama periode evaluasi dan *expected return* dengan menggunakan CAPM. Dengan menggunakan data historis dapat digunakan untuk mengestimasi parameter yang diperlukan dalam CAPM, sehingga dapat menghasilkan persamaan:

$$\bar{R}_i = r + [\bar{R}_m - r]\hat{\beta}_i + \alpha_i$$

Dimana α_i adalah penyimpangan dari garisnya, selain itu α_i juga merupakan indeks kinerja Jensen. Kinerja Jensen yang mengukur kinerja portofolio dengan risiko sistematisnya (beta) sebagai indikator. Kinerja ini menunjukkan perbedaan antara tingkat *return* aktual yang diperoleh portofolio dengan tingkat *return* yang diharapkan jika portofolio tersebut berada pada garis pasar modal (CML). Dengan demikian nilai alpha yang diukur merujuk pada tambahan nilai yang diberikan oleh portofolio kepada investor sebagai hasil dari kemampuan prediksi yang dimiliki oleh manajer investasi. Semakin tinggi nilai alpha positif, maka semakin baik kinerja dari suatu portofolio.

$$R_p - R_f = \alpha_p + (R_m - R_f) \beta_p$$

Sehingga,

$$\alpha_p = (R_p - R_f) - (R_m - R_f)\beta_p$$

Keterangan:

α_p = Kinerja Jensen

R_p = *return* rata – rata portofolio selama jangka waktu pengukuran

R_f = *return* rata – rata aset bebas risiko selama jangka waktu pengukuran

R_m = *return* rata – rata pasar selama jangka waktu pengukuran

β_p = Risiko sistematis selama jangka waktu pengukuran

2. 12 Reksadana

2.12.1. Pengertian Reksadana

Menurut Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, Reksadana adalah *wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi*. Widjaja (2006) menyebutkan, reksadana merupakan suatu bentuk pemberian jasa yang didirikan untuk membantu investor yang ingin berpartisipasi dalam pasar modal tanpa adanya keterlibatan secara langsung dalam prosedur, administrasi, dan analisis dalam sebuah pasar modal. Menurut Pratomo (2007) reksadana merupakan sarana investasi bagi investor untuk dapat berinvestasi ke berbagai instrumen investasi yang tersedia di pasar. Melalui reksadana, investor sudah tidak memerlukan mengelola portofolio investasinya sendiri. Jones (2007) menyatakan bahwa *“A mutual fund is an open-end investment company, selecting, and managing a portfolio securities.”*

Mengacu pemaparan pada beberapa definisi di atas, (Manurung, 2008) menurunkan beberapa karakteristik reksadana, yaitu *pertama*, adanya kumpulan dana dan pemilik, dimana pemilik reksadana adalah berbagai pihak yang menginvestasikan atau memasukkan dananya ke reksadana. Investor dari reksadana dapat perorangan dan lembaga dimana pihak tersebut melakukan investasi sesuai tujuannya masing-masing. *Kedua*, reksadana diinvestasikan kepada efek berupa instrumen investasi. Dana yang dihimpun dari masyarakat tersebut diinvestasikan ke dalam instrumen investasi seperti deposito, surat utang jangka pendek, surat utang jangka panjang, obligasi, saham, serta efek derivatif. Manajer investasi mempunyai besaran atau alokasi aset yang berbeda-beda sesuai perhitungan untuk mencapai tingkat *return* yang diharapkan. *Ketiga*,

reksadana dikelola oleh manajer investasi. Manajer investasi dapat dilihat dari dua sisi yaitu sebagai lembaga dan sebagai perorangan. Sebagai lembaga, manajer investasi harus memperoleh izin untuk mengelola dana dari Bapepam. Perusahaan yang mempunyai izin harus memiliki orang yang mempunyai izin sebagai pengelola dana. *Keempat*, reksadana merupakan instrumen investasi jangka menengah dan panjang, karena reksadana menginvestasikan dananya kepada instrumen jangka panjang. Reksadana tidak bisa dianggap sebagai saingan dari deposito produk perbankan. *Kelima*, reksadana merupakan produk yang berisiko. Risiko reksadana sama seperti risiko efek, karena pada dasarnya reksadana adalah portofolio efek dengan investor yang beragam (bukan hanya satu orang).

2.12.2. Bentuk Hukum Reksadana

Reksadana dapat didirikan dalam dua bentuk (Siamat, 2005), yaitu:

A. Reksadana Perseroan

Reksadana perseroan (PT) merupakan badan hukum tersendiri yang didirikan untuk melakukan kegiatan reksadana. Reksadana perseroan berdiri sesuai dengan badan hukum perseroan yang berlaku untuk melakukan kegiatan reksadana, serta menunjuk manajer investasi dan bank kustodian setelah mendirikan sebuah PT. Selanjutnya dapat melakukan penawaran umum kepada masyarakat setelah mendapatkan izin dari Bapepam. Efek yang dikeluarkan oleh reksadana perseroan berupa saham. Perusahaan penerbit menghimpun dana dengan menjual saham, lalu hasil penjualan tersebut diinvestasikan pada berbagai efek baik yang berbasis ekuitas maupun utang.

Pengelolaan portofolio dilakukan oleh manajer investasi, dan pengadministrasian dan penyimpanan portofolio dilakukan oleh bank kustodian.

B. Reksadana Kontrak Investasi Kolektif (KIK)

Reksadana KIK tidak berbentuk badan hukum sendiri. Menurut Siamat (2005), KIK adalah kontrak antara manajer investasi dan bank kustodian yang mengikat investor, dimana investor mempercayakan dananya atau portofolio dikelola oleh manajer investasi, dan bank kustodian diberi wewenang untuk melakukan penitipan kolektif. Efek yang dikeluarkan reksadana KIK disebut unit penyertaan (UP). Berbeda dengan pembentukan reksadana perseroan yang harus mendirikan PT terlebih dahulu, reksadana KIK dapat didirikan setelah perusahaan efek telah mendapat izin manajer investasi dari Bapepam.

2.12.3. Sifat Operasional Reksadana

Berdasarkan sifat operasionalnya, reksadana dapat dibedakan dalam dua jenis, yaitu reksadana tertutup (*closed-end*) dan reksadana terbuka (*opened-end*). Definisi dan perbedaan dari kedua sifat reksadana dirangkum dalam tabel berikut (Siamat, 2005):

Tabel 2.1
Perbedaan Reksadana Tertutup dan Reksadana Terbuka

Kriteria	Reksadana Tertutup	Reksadana Terbuka
Perbedaan		
Penjualan saham / UP	Terbatas, sampai dengan jumlah modal dasar pada anggaran	Dapat menjual UP terus-menerus sepanjang ada

	dasar. Apabila akan menambah investor yang berminat penjualan saham, maka harus membeli.
	mengubah jumlah modal dasar pada anggaran dasar.
Penerimaan investor baru	Tergantung jumlah saham yang sudah dikeluarkan, apabila sudah melebihi ketentuan anggaran dasar, maka anggaran dasar harus diubah terlebih dahulu
Penjualan kembali saham/UP	Investor tidak dapat menjual kembali saham-saham yang telah dibeli pada reksadana yang bersangkutan.
Pembentukan harga jual/beli saham reksadana/UP	Jual beli saham reksadana dilakukan di bursa efek dengan harga mekanisme pasar. NAB hanya indikator harga.
Waktu pengumuman NAB	NAB dihitung dan diumumkan hanya satu kali dalam satu minggu.
	Investor dapat menjual kembali UP kepada manajer investasi kapan saja.
	UP tidak dicatatkan pada bursa, investor dapat menjual beli UP secara langsung berdasarkan NAB.
	NAB dihitung dan diumumkan setiap hari.

Sumber: “Manajemen Lembaga Keuangan”, Dahlan Siamat, 2005

2.12.4. Jenis-jenis Reksadana

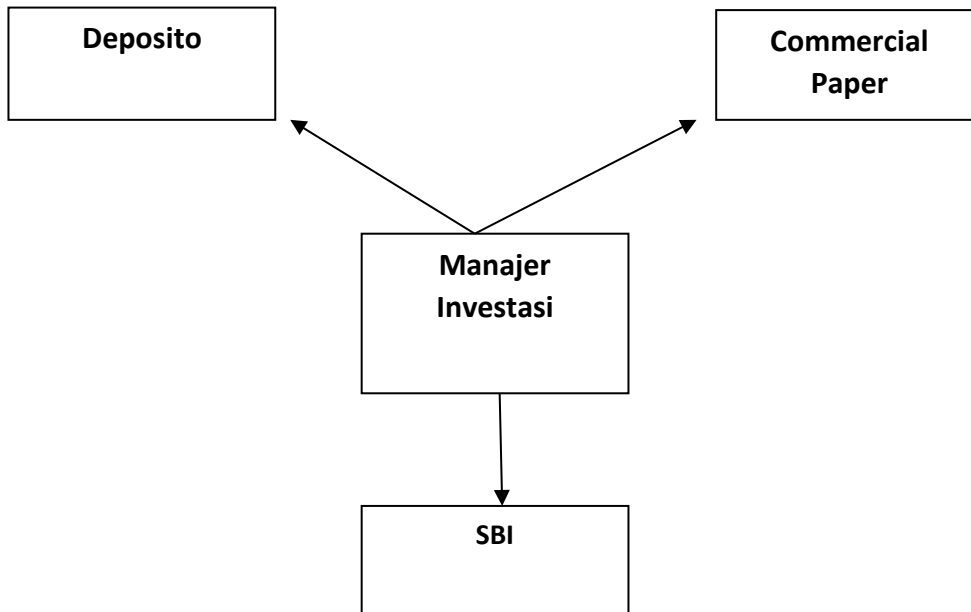
Berdasarkan konsentrasi portofolio reksadana yang dikelola oleh manajer investasi dapat dibedakan menjadi beberapa jenis reksadana, yaitu (Manurung, 2008):

1. Reksadana Pasar Uang (*Money Market*)

Reksadana pasar uang melakukan pilihan investasi pada jenis instrument investasi pasar uang dengan masa jatuh tempo kurang dari satu tahun. Bentuk instrumen investasinya antara lain Sertifikat Bank Indonesia (SBI), Sertifikat Deposito, Deposito Berjangka, dan

Surat Berharga Pasar Uang. Reksadana ini sifatnya sangat likuid serta mempunyai tingkat risiko lebih rendah dibandingkan jenis-jenis lain.

Gambar 2.6
Ilustrasi Reksadana Pasar Uang



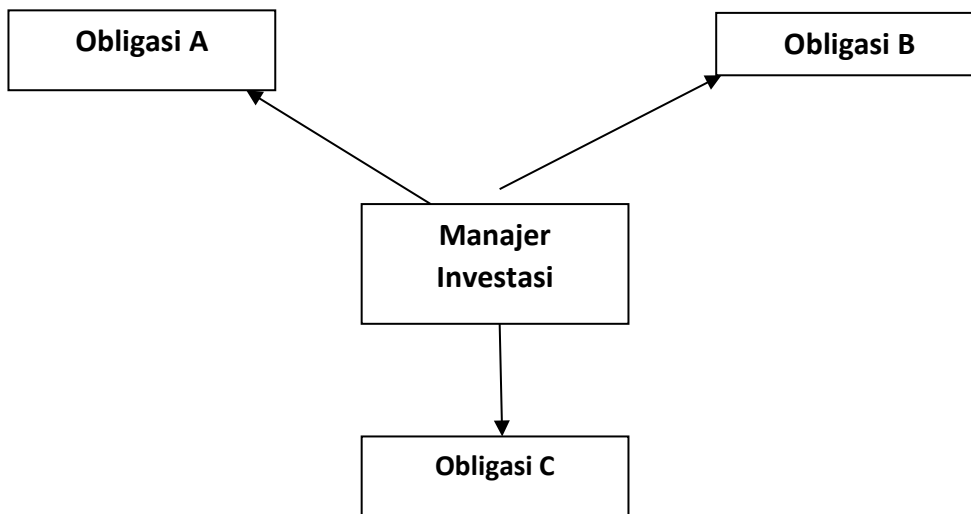
Sumber: Investasi, Taufik Hidayat, 2011

Reksadana pasar uang bertujuan untuk memberikan pendapatan yang teratur dari bunga yang dibayarkan oleh penerbit instrument tersebut dan menjaga likuiditas, sehingga reksadana pasar uang memberikan risiko yang rendah sehingga *return* yang dihasilkan dari reksadana pasar uang juga terbatas. Kesimpulannya, potensi *return* yang dapat diperoleh lebih tinggi tapi tidak terpaut jauh dengan tingkat suku bunga deposito. *Return* yang dihasilkan dapat sedikit lebih tinggi dibandingkan dengan *return* dari deposito karena dengan banyaknya jumlah uang yang terkumpul dari banyak investor, reksadana pasar uang dapat memperoleh bunga pengembalian deposito yang lebih tinggi dari bank.

2. Reksadana Pendapatan Tetap

Reksadana pendapatan tetap adalah reksadana yang menginvestasikan dana investor ke dalam bentuk efek bersifat utang sekurang-kurangnya 80% dari total asetnya. Surat utang (obligasi) yang dipilih dapat berupa obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan atau pemerintah.

Gambar 2.7
Ilustrasi Reksadana Pendapatan Tetap

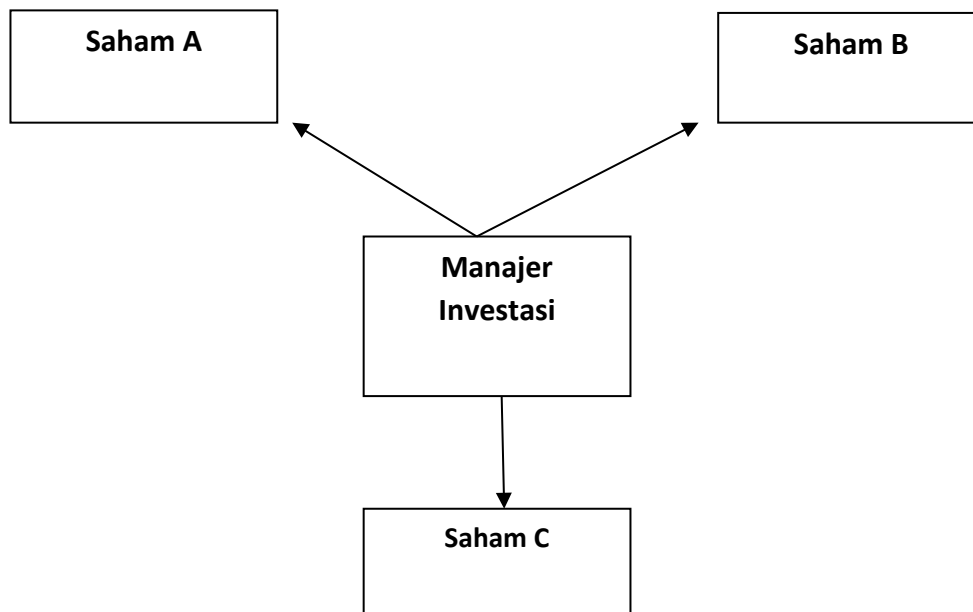


Sumber: Investasi, Taufik Hidayat, 2011

3. Reksadana Saham

Reksadana saham adalah reksadana yang portofolio investasinya pada instrumen berbentuk saham dengan jumlah minimum 80% dari total aset investasi. Hasil keuntungan yang didapatkan oleh investor yang membeli reksadana saham ini berbentuk dividen dan *capital gain*. Dividen didapatkan ketika emiten membagikan sebagian laba bersihnya untuk pembayaran dividen kepada para pemegang saham.

Gambar 2.8
Ilustrasi Reksadana Pasar Saham



Sumber: Investasi, Taufik Hidayat, 2011

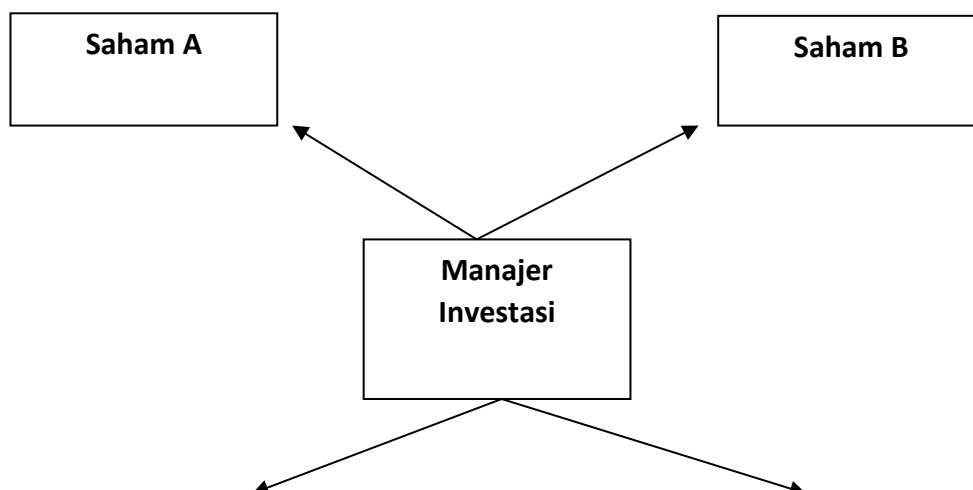
Reksadana ini memiliki risiko paling tinggi dibandingkan dengan jenis reksadana lain meskipun potensi keuntungan yang dapat diperoleh juga tinggi (*high risk high return*). Keuntungan yang tinggi pada reksadana ini diperoleh dari *capital gain* penjualan saham dan pembagian dividen.

Kesimpulannya, reksadana saham adalah pilihan bagi investor yang tergolong “*risk instrument*” investasi lain. Sehingga sangat tepat bagi investor yang memiliki toleransi terhadap risiko kerugian, reksadana saham juga lebih tepat jika investor memiliki tujuan investasi jangka panjang. Orientasi jangka panjang dalam investasi berarti investor tidak akan terpengaruh saat harga-harga saham mengalami penurunan dalam jangka pendek.

4. Reksadana Campuran

Reksadana ini mengalokasikan dana investasinya dalam bentuk portofolio investasi yang bermacam-macam, dapat berbentuk pasar uang, obligasi, atau saham dengan porsi yang beraneka ragam. Alokasi investasi dapat ditentukan dengan melihat kondisi pasar saat itu (*market timing*) apakah lebih tetap diinvestasikan pada saham, efek utang, atau pasar uang. Sebagai contoh: saat bursa saham sedang menurun (*bearish*), target investasi dapat dialihkan ke obligasi atau instrument pasar uang. Saat komposisi saham di reksadana lebih kecil dibandingkan reksadana saham, maka *return* yang dapat diperoleh juga lebih kecil dari reksadana saham. Namun, jika dibandingkan dengan reksadana pendapatan tetap atau pasar uang, *return* reksadana ini bisa lebih tinggi.

Gambar 2.9
Ilustrasi Reksadana Campuran



Obligasi A

Obligasi B

Sumber: Investasi, Taufik Hidayat, 2011

5. Reksadana Terstruktur

Reksadana terstruktur adalah reksadana yang hanya dapat dibeli atau dijual kembali oleh investor pada saat tertentu yang ditentukan oleh manajer investasi. Reksadana ini terdiri dari beberapa jenis, yaitu reksadana terproteksi, reksadana dengan penjaminan, dan reksadana indeks.

A. Reksadana Terproteksi

Reksadana terproteksi adalah sebuah reksadana yang nilai pokok investasinya terproteksi bila dicairkan pada akhir periode perjanjian. Reksadana ini memberikan proteksi atas investasi awal yang disetorkan. Apabila investor melakukan pencairan sebelum periode perjanjian, maka akan mengalami kerugian karena tidak membuat nilai pokok awal investasi sama dengan pada akhir periode investasi. Biasanya, investasi dilakukan pada aset berpendapatan tetap yang mempunyai jangka waktu tertentu, misalnya obligasi.

B. Reksadana dengan Penjaminan

Reksadana ini hampir sama dengan reksadana terproteksi. Reksadana dengan penjaminan memberikan jaminan bahwa investor sekurang-kurangnya akan menerima sebesar nilai investasi awal pada saat jatuh tempo. Adapun hal yang membedakannya, pada reksadana dengan penjaminan terdapat lembaga yang dapat melakukan penjaminan.

C. Reksadana indeks

Indeks harga saham adalah indikator atau cerminan pergerakan harga saham dan menjadi salah satu pedoman bagi investor untuk melakukan investasi di pasar modal khususnya saham yang dipilih berdasarkan metode tertentu. Dengan begitu, portofolio reksadana indeks terdiri atas efek yang menjadi bagian dari sekumpulan efek dari suatu indeks yang menjadi acuannya.

Berdasarkan hal tersebut, ringkasan dari jenis-jenis reksadana dapat dilihat dari pada Tabel 2.2. di bawah ini:

Tabel 2.2.
Jenis-Jenis Reksadana dan Penggunaannya

No	Jenis Reksadana	Tujuan reksadana	Jangka waktu	Potensi risiko & return
1	Pasar uang	Likuiditas	Pendek	Rendah
2	Campuran	Pertumbuhan/pertambahan nilai	Menengah	Moderat
3	Terproteksi	Proteksi	Menengah	Rendah
4	Pendapatan tetap	Pertambahan nilai	Menengah	Moderat
5	Indeks	Pertumbuhan	Panjang	Tinggi
6	Saham	Pertumbuhan	Panjang	Sangat tinggi

Sumber: Taufik Hidayat, 2011

2.12.5. Perhitungan Nilai Aktiva Bersih (NAB)

Pada dasarnya proses perhitungan NAB atau unit penyertaan merupakan tugas dari bank kustodian. Dalam perhitungan NAB reksadana telah dimasukkan semua biaya seperti biaya pengelolaan investasi oleh manajer investasi (*investment manager fee*), biaya akuntan publik, juga biaya bank kustodian. Nilai aktiva bersih pada suatu periode dapat dihitung dengan menggunakan formula sebagai berikut (Siamat, 2005):

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

$$\text{Nilai NAB per unit} = \frac{\text{Total Nilai Aktiva Bersih}}{\text{Total unit penyertaan (saham) yang diterbitkan}}$$

Nilai Total Aktiva Bersih = Nilai Aktiva Total – Biaya Operasional

Total aktiva bersih berasal dari nilai pasar dari setiap jenis asset investasi seperti saham, obligasi, surat berharga pasar uang, serta deposito, ditambah dividen saham dan kupon obligasi, kemudian dikurangi biaya operasional reksadana seperti biaya manajer investasi, biaya bank kustodian, dan lain-lain.

2.12.6. Biaya-Biaya pada Reksadana

Dalam melakukan investasi, investor juga memperhatikan biaya yang dikenakan pada reksadana. Biaya-biaya dalam reksadana memiliki tiga komponen utama (Pratomo, 2009), yaitu biaya yang menjadi beban manajer investasi, biaya yang menjadi beban reksadana dan biaya yang dibebankan pada investor.

Beberapa jenis biaya yang timbul dalam mengelola reksadana dibagi dalam beberapa kelompok:

1) Biaya yang menjadi beban reksadana

Biaya yang dibebankan pada reksadana itu sendiri terdiri dari:

- A. Imbalan jasa manajer investasi, misalnya sebesar 2% per tahun dihitung dari jumlah NAB reksadana
- B. Imbalan jasa bank kustodian, misalnya sebesar 0,20% per tahun dihitung dari jumlah NAB reksadana

- C. Imbalan jasa untuk profesi akuntan publik, notaris, dan konsultan hukum setelah pernyataan pendaftaran reksadana tersebut dianggap efektif oleh Bapepam.
- D. Biaya operasional yaitu biaya transaksi efek (saham atau obligasi) dan juga registrasi efek dan biaya administrasi pembuatan dan pengiriman prospektus serta biaya pajak yang disebabkan oleh biaya-biaya yang disebutkan di atas.

2) Biaya yang menjadi beban manajer investasi

Tujuan pengelompokan biaya ini adalah supaya lebih jelas karena beban biaya manajer investasi juga cukup besar yang terdiri dari:

- A. Biaya administrasi pendirian reksadana (biaya konsultasi jasa profesi dan pembuatan dokumen dan kontrak hukum).
- B. Biaya pemasaran dan biaya percetakan berbagai formulir administrasi.

3) Biaya yang menjadi beban pemilik unit penyertaan

- A. Biaya pembelian (*subscription fee*) untuk membeli unit penyertaan reksadana tersebut ada yang berkisar sebesar 0,5%.
- B. Biaya penjualan kembali (*redemption fee*) unit penyertaan reksadana tersebut, misalnya apabila kurang dari 1 tahun, ada yang berkisar sebesar 1,5% atau maksimum Rp 25 Juta; antara 1 sampai 2 tahun berkisar sebesar 1% atau maksimum Rp 15 Juta; apabila lebih dari 2 tahun, tidak dikenakan biaya *redemption fee*.
- C. Biaya pertukaran. Biaya ini timbul apabila pemegang unit penyertaan reksadana X milik manajer investasi Y, ingin menukarkan unit penyertaan reksadana X tersebut sebelum dilakukan penjualan ke jenis reksadana lain yang masih satu produk reksadana milik

manajer investasi Y. Dalam hal ini bisa dikenakan biaya pertukaran, misalnya sebesar 0,2%.

4) Jenis pajak yang terdapat pada reksadana

- A. Deviden, akan dikenai pajak berdasarkan PPh Tarif Umum [Pasal 4 (1) UU PPh].
- B. Bunga obligasi, masih dianggap sebagai bukan objek pajak (selama 5 tahun pertama sejak reksadana berbentuk Kontrak Investasi Kolektif/KIK menjadi efektif), dasar hukumnya adalah Pasal 4 (3) huruf j-UU PPh jo. PP 139 tahun 2000.
- C. Bunga deposito, akan dikenakan pajak sebesar 20% (PPh Final), dasar hukumnya PP 131 tahun 2000.
- D. *Capital gain* saham di Bursa, akan dikenakan pajak 0,1 % atas dasar PPh Final (PP 41 tahun 1994 jo. PP 14 tahun 1997).
- E. Surat utang (*commercial paper*), akan dikenakan PPh Tarif Umum.
- F. Bagian laba, termasuk pelunasan kembali (*redemption*), dianggap bukan objek pajak PPh [Pasal 4 (3) huruf h UU PPh]. Penentuan besaran pajak di atas berlaku standar pada setiap produk reksadana yang ada di pasar modal Indonesia.

2.12.7. Manfaat dan Keuntungan Investasi Pada Reksadana

Siamat (2005), menjelaskan bahwa risiko investasi dalam reksadana relatif lebih rendah jika dibandingkan dengan melakukan dalam saham-saham di Bursa Efek. Keuntungan dalam melakukan investasi pada reksadana antara lain:

1. Likuiditas

Pada reksadana terbuka, investor dapat menjual kembali unit penyetaraannya kepada penerbit setiap saat dan penerbit secara hukum wajib membelinya sesuai dengan harga

pasar yang berlaku saat itu. Maka dari itu reksadana jauh lebih likuid dari pada saham atau obligasi di bursa. Investor tidak perlu menunggu pembeli yang berminat sesuai dengan jumlah dan harga yang disepakati.

2. Diversifikasi

Investasi reksadana berisi beragam instrumen investasi yang berbeda-beda risikonya. Agar mencapai nilai portofolio yang maksimum, maka komposisi aset dapat berubah setiap saat.

3. Manajemen professional

Pengelola reksadana umumnya terdiri dari orang-orang yang memiliki pengalaman dan keahlian di pasar uang dan pasar modal. Bahkan, untuk menjadi manajer investasi diwajibkan memiliki izin dari Bapepam.

4. Biaya yang rendah

Apabila investor mengelola investasinya secara individu, maka biaya transaksi akan relatif lebih rendah. Biaya yang rendah tersebut karena perusahaan reksadana mengelola dana dalam jumlah yang besar.

5. Pelayanan bagi pemegang saham

Reksadana dapat menawarkan pelayanan tambahan kepada investor misalnya dengan melakukan reinvestasi terhadap dividen dan *capital gain* yang seharusnya diterima investor sehingga investasinya jauh lebih besar.

2.12.8. Risiko Reksadana

Dalam melakukan investasi selalu memunculkan risiko, begitu juga berinvestasi pada reksadana. Dengan memahami dan mengelola investasi dengan baik, diharapkan keuntungan

yang diperoleh menjadi lebih besar. Risiko-risiko berinvestasi dalam reksadana antara lain adalah (Situmorang, 2010)):

1. Berkurangnya Unit Penyertaan (UP)

Risiko ini dipengaruhi oleh turunnya harga dari efek yang menjadi bagian dari portofolio reksadana yang mengakibatkan turunnya nilai unit penyertaan.

2. Risiko Likuiditas

Penjualan kembali (*redemption*) sebagian besar unit penyertaan oleh pemilik kepada manajer investasi secara bersamaan dapat menyulitkan dalam penyediaan uang tunai bagi pembayaran tersebut.

3. Risiko Politik Ekonomi

Perubahan kebijakan di bidang politik dan ekonomi dapat mempengaruhi kinerja perusahaan, tidak terkecuali perusahaan yang telah *listing* di bursa efek. Hal tersebut jelas akan mempengaruhi harga efek yang termasuk dalam portofolio reksadana.

4. Aset Perusahaan Tidak Dilindungi

Aset perusahaan reksadana sebagian besar adalah sekuritas yang terdiri dari hak dan klaim hukum terhadap perusahaan yang menerbitkan. Hak yang bersifat *intangible*, tidak memiliki wujud fisik sekalipun pemilikan bisa dibuktikan oleh surat-surat berharga yang disimpan pada kustodian. Perlindungan terhadap aset reksadana dari risiko pencurian, kehilangan, penyalahgunaan adalah sangat penting.

5. Nilai aset perusahaan tidak bisa ditetapkan secara tepat sehingga NAB harian suatu reksadana tidak bisa dihitung dengan akurat.

6. Manajemen perusahaan melibatkan orang-orang yang tidak jujur.

Kejujuran dalam pengeolaan reksadana, terutama kejujuran dalam hal informasi yang diberikan kepada masyarakat. Para calon pemodal reksadana harus diberikan informasi yang sejujurnya tentang kebijakan dan risiko investasi reksadana.

7. Perusahaan reksadana dikelola menurut kepentingan dari pemegang saham tertentu/kelompok. Tujuan utama didirikannya perusahaan reksadana adalah untuk kepentingan para pemodal reksadana, bukan untuk para pemegang saham tertentu/kelompok. Dalam rangka menghilangkan adanya risiko tersebut maka dibuat peraturan reksadana untuk memberikan sepenuhnya pada investor.

Menurut Manurung (2008), risiko didefinisikan sebagai perbedaan antara tingkat pengembalian aktual (*actual return*) dengan tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*). Risiko yang dihadapi investor dalam berbagai prospektus reksadana antara lain :

1. Risiko ekonomi saat ini, yaitu kondisi ekonomi yang dapat mempengaruhi Nilai Aktiva Bersih (NAB) reksadana.
2. Risiko fluktuasi NAB, terjadi karena adanya perubahan portofolio atau perubahan kebijakan pemerintah atas tingkat bunga yang tidak dapat dikendalikan manajer investasi.
3. Risiko likuiditas, terjadi apabila reksadana tidak dapat membayar karena portofolio yang tidak dapat dijual atau adanya pencairan reksadana besar-besaran yang dilakukan oleh investor.
4. Risiko pertanggung jawaban atas harta/kekayaan reksadana, menguraikan risiko yang dihadapi investor karena perubahan NAB karena adanya instrumen investasi yang tidak dibayar karena bencana alam sehingga diperlukan asuransi oleh bank kustodian.

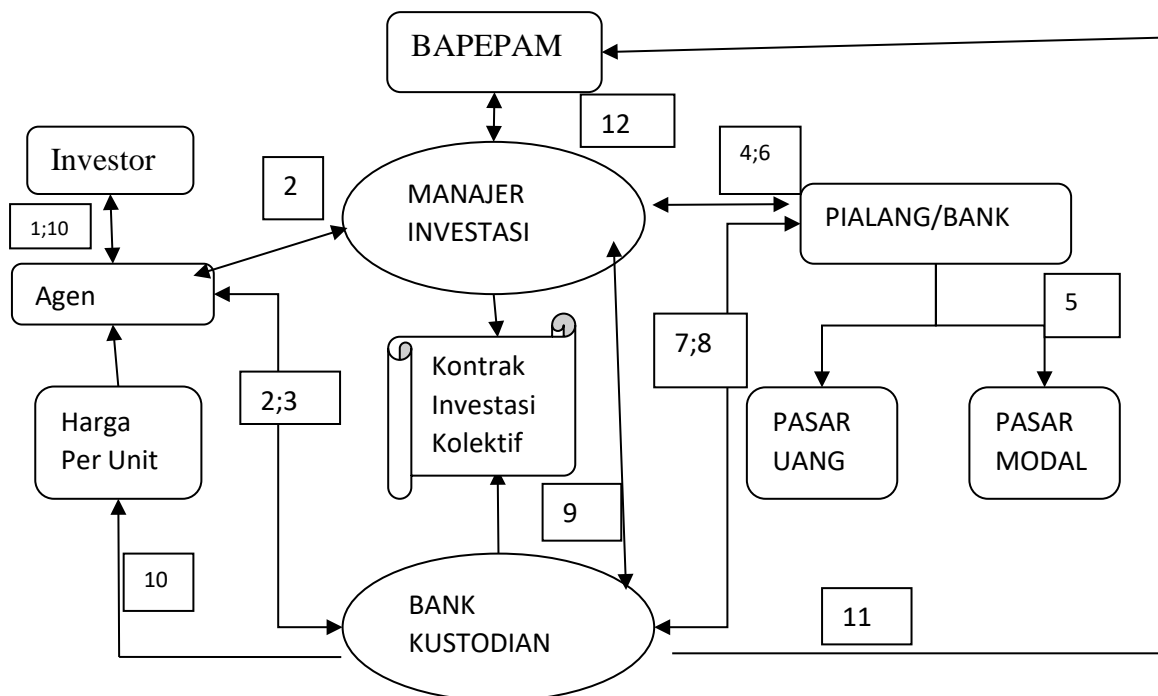
2.12.9. Mekanisme Operasional Reksadana

Kegiatan operasional reksadana melibatkan beberapa pihak utama antara lain :

1. Bapepam sebagai regulator dan penerima laporan perubahan nilai reksa dana dari bank kustodian.
2. Manajer investasi sebagai pengelola aset reksadana dan memutuskan transaksi jual-beli.
3. Bank kustodian sebagai tempat penyimpanan dana hasil dari investasi reksadana, mencatat transaksi dan melakukan perhitungan NAB, serta pembayar dan penerima transaksi yang diputuskan oleh manajer investasi.

Menurut Pratomo (2009), alur kerja pihak-pihak utama dan pihak penunjang reksadana lainnya dapat digambarkan melalui bagan berikut :

Gambar 2.10
Hubungan Antar Pihak dalam Kegiatan Operasional Reksadana



Sumber gambar : “Berwisata ke Dunia Reksadana”, Eko P. Pratomo, 2008

Hubungan kerja antar pihak yang terlibat dalam mekanisme operasional reksadana secara ringkas seperti berikut :

1. Transaksi pembelian, penjualan kembali, pengalihan unit penyertaan
2. Informasi adanya dana investasi / kebutuhan pencairan dana
3. Penyetoran dana pembelian atau pembayaran atas penjualan kembali
4. Perintah transaksi investasi kepada bank atau pialang
5. Eksekusi transaksi oleh bank atau pialang ke pasar uang / pasar modal
6. Konfirmasi transaksi kepada manajer investasi dan bank kustodian
7. Perintah penyelesaian (*settlement*) transaksi kepada bank kustodian
8. Eksekusi penyelesaian transaksi dan penyimpanan surat berharga
9. Laporan valuasi harian kepada manajer investasi
10. Perhitungan dan informasi NAB / unit dan kepemilikan unit
11. Laporan bulanan kepada Bapepam
12. Bapepam melakukan pengawasan terhadap kegiatan reksadana.

2.12.10. Prospektus Reksadana

Prospektus merupakan hal terpenting untuk memilih investasi pada suatu reksadana. Di dalam prospektus terdapat informasi penting seperti dasar hukum, pengelola, kebijakan investasi, risiko, tata cara pembelian dan penjualan kembali, dan informasi penting lainnya seperti besarnya alokasi biaya dan imbalan jasa serta lain-lain.

Secara garis besar, prospektus terdiri dari:

1. Ringkasan

2. Dasar hukum
3. Penawaran umum
4. Siapa manajer investasinya
5. Bank kustodian
6. Tujuan dan kebijakan investasi yang akan dilakukan
7. Hal-hal yang menyangkut perpajakan
8. Faktor risiko utama yang dihadapi
9. Alokasi biaya dan imbalan jasa
10. Hak-hak pemegang unit penyertaan
11. Pembubaran dan likuidasi
12. Pendapat hukum
13. Pendapat akuntan publik tentang isi laporan keuangan
14. Persyaratan dan tata cara pembelian unit penyertaan
15. Persyaratan dan tata cara penjualan kembali atau pengalihan unit penyertaan
16. Penyebarluasan prospektus

Semua informasi yang disajikan dalam prospektus sama pentingnya. Salah satu hal yang penting adalah mengetahui siapa manajer investasinya karena manajer investasi berperan penting terhadap kinerja reksadana yang akan dibeli. Hal ini menyangkut kemampuan dan profesionalisme manajer investasi dalam melakukan pengelolaan dana investasi. Selain itu yang penting lainnya adalah mengetahui apa tujuan investasi seperti menjaga likuiditas dan perlindungan modal, atau untuk mendapatkan pendapatan yang lebih menarik ataukah pertumbuhan modal jangka panjang. Tujuan tersebut dapat menentukan jenis reksadana yang akan dibeli, yaitu:

- a. Jika dana yang akan diinvestasikan kurang dari satu tahun, dengan demikian fluktuasi terhadap dana tersebut sebaiknya dihindari sehingga pemilihan reksadana pasar uang menjadi pilihan utama investasi tersebut.
- b. Jika investor mengharapkan pendapatan yang lebih menarik dari pada bunga bank atau deposito, dan memiliki jangka waktu investasi bersifat menengah yaitu satu hingga tiga tahun, maka pilihan jenis reksadana pendapatan tetap yang sebaiknya dipilih.
- c. Jika tujuan investasi diharapkan berupa pertumbuhan modal yang tinggi, investor sanggup menerima risiko fluktuasi, berorientasi pada investasi jangka panjang maka jenis reksadana yang menjadi pilihan adalah jenis reksadana campuran atau saham.

Selain hal tersebut di atas, faktor tingkat risiko juga menjadi pertimbangan investor untuk melakukan investasi di reksadana. Secara umum, ada dua risiko utama yang perlu diketahui oleh investor di dalam menanamkan uangnya pada reksadana, yaitu:

1. Risiko kerugian yang disebabkan oleh nilai jual unit penyertaan yang lebih rendah dari pada nilai unit saat pembelian dilakukan. Berkurangnya atau menurunnya nilai unit penyertaan bisa disebabkan karena adanya perubahan kondisi perekonomian nasional maupun global. Perubahan harga instrumen investasi yang ditanamkan oleh manajer investasi seperti penurunan harga saham, penurunan tingkat suku bunga, serta penurunan tingkat permintaan dan penawaran terhadap obligasi. Hal lain yang juga dapat mempengaruhi turunnya nilai unit penyertaan adalah adanya wanprestasi (*default*) atas bunga dan atau pokok obligasi atau karena adanya perusahaan *go public* yang mengalami kebangkrutan.
2. Risiko likuiditas yang berkaitan dengan seberapa cepatnya manajer investasi dapat menjual sebagian portofolio investasinya untuk mendapatkan dana tunai saat terjadi permintaan penjualan kembali. Manajer investasi yang baik, biasanya akan membatasi penjualan kembali

secara besar-besaran dengan membatasi maksimal 20 % per hari dari total nilai NAB yang ada, agar stabilitas harga dapat terjaga dengan baik.

Hal yang penting lainnya adalah biaya yang akan mempengaruhi hasil investasi reksadana yang akan dibeli. Pada dasarnya reksadana mengenakan tiga jenis kategori biaya, yaitu:

1. Biaya uang secara langsung ditanggung oleh reksadana tersebut, seperti biaya manajer investasi, biaya bank kustodian, biaya pihak terkait lainnya, seperti biaya broker, auditor, pajak, dan lain-lain. Biaya-biaya ini akan secara langsung menjadi beban investasi dan akan mempengaruhi nilai investasi melalui mekanisme perhitungan NAB secara bulanan. Biaya tersebut diatas disebut biaya pengelolaan
2. Biaya yang menjadi beban langsung investor seperti biaya pembelian (*selling fee*), biaya penjualan kembali (*redemption fee*), dan biaya pengalihan (*switching fee*), dimana biaya-biaya hanya akan dikenakan sekali pada saat transaksi terjadi.
3. Biaya-biaya lainnya seperti biaya pemasaran, biaya pendirian dan pembubaran reksadana, dan lain-lain yang akan mempengaruhi hasil investasi.

2.13. Umur Reksadana

Usia dari reksadana mengindikasikan kapan suatu reksadana mulai diperdagangkan di pasar modal. Menurut Rao (2003), banyak investor yang lebih menyukai reksadana yang berumur lama. Reksadana yang memiliki umur yang lebih lama akan memiliki *track record* yang lebih panjang, maka dari itu akan dapat memberikan gambaran kinerja yang lebih baik kepada para investornya. Menurut (Cahyono, 2010) dalam berinvestasi reksadana sebaiknya memilih reksadana yang dikeluarkan oleh manajer investasi yang memiliki pengalaman

sekurangnya lima tahun. Hal ini dikarenakan lima tahun dianggap sebagai masa rata-rata satu siklus industri di pasar modal.

2.14. Kinerja Reksadana Periode Sebelumnya

Kinerja periode sebelumnya mencerminkan kinerja masa lalu yang biasanya dipakai oleh para investor didalam melakukan prediksi kinerja di masa mendatang. Menurut penelitian Goetzmann dan Ibbotson (1994), Brown dan Goetzmann (1995) menyatakan bahwa kinerja masa lalu dan peringkat sangat berguna untuk melakukan prediksi di masa depan. (Bogle, 1994) memberikan dua pandangan umum untuk melakukan *forecasting* kinerja reksadana dimasa mendatang:

1. Reksadana yang mempunyai biaya yang tinggi akan menghasilkan kinerja yang buruk dimasa mendatang
2. Reksadana dengan hasil kinerja masa lalu yang relatif bagus akan menurun bahkan secara rata-rata di bawah hasil di pasar seiring dengan berjalannya waktu. Hal ini dinamakan *reversion to the mean*, yang merupakan hukum gravitasi di dalam pasar keuangan yang mengakibatkan reksadana yang diatas akan turun dan yang dibawah akan meningkat.

Lebih lanjut Bogle berpendapat bahwa kinerja masa depan suatu reksadana berdasarkan kinerja hasil sebelumnya tidak dapat memberikan hasil yang efektif bahkan seringkali menyedihkan. Di dalam penemuannya menunjukkan penurunan pertumbuhan dan pendapatan dari reksadana ditahun 1970 – 1980 mencapai 97 % atas 34 jenis reksadana yang mempunyai hasil kinerja masa lalu yang sangat fantastis dan bahkan untuk dekade tahun 1987 sampai tahun 1997 dari 44 reksadana yang kinerja masa lalunya sangat baik, menunjukkan semuanya 100 % mengalami penurunan di bawah hasil rata-rata pasar. Dengan demikian dapat disimpulkan

kinerja masa lalu suatu reksadana akan memberikan acuan yang salah terhadap kinerja yang akan datang.

2.15. Tingkat Bunga SBI

Tingkat bunga adalah ukuran investasi yang dapat diperoleh investor dan juga ukuran biaya modal yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk menggunakan dana dari investor. Secara umum, tingkat bunga dibagi menjadi dua jenis, yaitu:

1. Tingkat bunga nominal

Merupakan tingkat bunga yang tidak memasukkan unsur/dampak inflasi dan tingkat bunga ini langsung dipublikasikan oleh pihak perbankan.

2. Tingkat bunga riil

Merupakan tingkat bunga yang sudah dikoreksi dengan inflasi. Tingkat bunga ini mencerminkan pendapatan oleh penabung yang sudah menghilangkan dampak perubahan harga. Adapun rumus tingkat bunga riil adalah:

$$\text{Tingkat bunga riil} = \text{tingkat bunga nominal} - \text{inflasi}$$

Tingkat bunga SBI merupakan *benchmark* bagi investor untuk membandingkan investor dalam bidang lainnya.

Menurut Sakhawi kenaikan tingkat bunga akan menyebabkan biaya investasi meningkat dan jumlah pengeluaran investasi akan menurun, sehingga berakibat ekspektasi pendapatan dari investasi akan menurun.

2.16. Nilai Tukar

Menurut mankiw nilai tukar adalah harga suatu mata uang negara tertentu dibandingkan dengan mata uang negara lainnya. Nilai tukar terbagi menjadi dua, yaitu:

1. Nilai tukar nominal

Yaitu harga suatu mata uang dibandingkan dengan mata uang lainnya. Contoh \$1 = Rp. 13000.

2. Nilai tukar riil

Yaitu suatu tingkat dimana masyarakat dapat menukarkan barang dan jasa suatu negara dengan barang dan jasa negara lainnya. Adapun rumus nilai tukar riil adalah sebagai berikut:

$$\text{Real Exchange Rate} = \frac{\text{Nominal exchange rate} \times \text{Domestic price}}{\text{Foreign price}}$$

Fluktuasi nilai tukar dapat mempengaruhi *return* reksadana. Kenaikan nilai mata uang dapat menyebabkan kinerja reksadana akan menurun jika dikonversikan dengan mata uang negara lainnya. Hasil penelitian Dima, Bogdan, barna, Flavia, dan Nachescu (2006) menyatakan bahwa nilai tukar berpengaruh terhadap kinerja reksadana sedangkan hasil penelitian Akbar (2002), Mofleh (2011) menyatakan nilai tukar tidak mempengaruhi kinerja reksadana.

2.17. Tingkat Inflasi

Menurut Mankiw, inflasi adalah kenaikan rata-rata tingkat harga dalam suatu perekonomian. Sedangkan Menurut Boediono inflasi secara sederhana diartikan sebagai kecenderungan dari harga-harga untuk naik secara umum dan terus menerus. Kenaikan harga-harga misalnya dikarenakan musim dan menjelang hari-hari besar, yang berarti

kenaikan harga yang terjadi dalam suatu saat tertentu tidak memiliki pengaruh lanjutan bukan merupakan inflasi.

Inflasi mencakup tiga aspek, yaitu:

1. Adanya kecenderungan (*tendency*) harga-harga untuk meningkat, yang berarti tingkat harga yang terjadi pada waktu tertentu turun atau naik dibandingkan dengan tingkat harga sebelumnya, tetapi tetap menunjukkan kecenderungan yang meningkat
2. Peningkatan harga tersebut berlangsung secara terus menerus (*sustained*) yang berarti bukan terjadi pada suatu waktu saja, seperti akibat adanya kenaikan harga bahan baku atau karena dampak musiman
3. Mencakup pengertian tingkat harga umum (*general level of prices*) yang berarti tingkat harga yang meningkat itu bukan karena disebabkan oleh kenaikan beberapa komoditi saja.

Menurut Mankiw, terdapat tiga metode perhitungan inflasi, yaitu:

1. Indeks harga konsumen (IHK)

yaitu menghitung biaya keseluruhan barang dan jasa yang di konsumsi oleh setiap konsumen. Menurut BPS, IHK merupakan suatu indeks yang menghitung rata-rata perubahan harga dalam suatu periode, dari suatu kumpulan barang dan jasa yang dikonsumsi oleh penduduk/rumah tangga dalam kurun waktu tertentu.

Dalam menghitung IHK, data harga konsumen atau *retail* diperoleh dari 66 kota dan mencakup antara 284 – 441 barang dan jasa yang dikelompokkan ke dalam tujuh kelompok pengeluaran, yaitu: bahan makanan; makanan jadi, minuman, rokok dan tembakau; perumahan, air, listrik, gas dan bahan bakar; sandang; kesehatan;

pendidikan, rekreasi dan olah raga; dan transportasi, komunikasi dan jasa keuangan. Setiap kelompok terdiri dari beberapa sub kelompok, dan dalam setiap sub kelompok terdapat beberapa *item*. Lebih jauh, *item-item* tersebut memiliki beberapa mutu dan spesifikasi.

Adapun perhitungan Indeks Harga Konsemen (IHK) adalah:

$$IHK_t = \frac{\text{harga basket barang dan jasa}_t}{\text{harga basket barang dan jasa pada tahun dasar}} \times 100$$

Dari rumus diatas, maka didapatkan rumus perhitungan inflasi, adalah:

$$\text{Inflasi}_t = \frac{IHK_t - IHK_{t-1}}{IHK_{t-1}} \times 100 \%$$

2. Indeks Harga Perdagangan Besar (IHPB)

Yaitu menghitung biaya barang dan jasa yang dikonsumsi oleh perusahaan. Di Indonesia perhitungan IHK dikenal dengan Indeks Harga Perdagangan Besar (IHPB). Menurut BPS, harga perdagangan besar dari suatu komoditas ialah harga transaksi yang terjadi antara penjual/pedagang besar pertama dengan pembeli/pedagang besar berikutnya dalam jumlah besar pada pasar pertama atas suatu komoditas.

1. Pedagang besar pertama ialah pedagang besar sesudah produsen/penghasil
2. Pasar pertama ialah tempat bertemunya antara pedagang besar pertama dengan pedagang berikutnya (bukan konsumen), dengan kata lain yaitu pasar sesudah pasar produsen
3. Jumlah besar atau grosir artinya tidak atau bukan eceran.

Data harga perdagangan besar dikumpulkan dari 33 ibukota provinsi dan 111 kota potensial lainnya, yang dianggap mempunyai perusahaan utama dan menjual berbagai jenis barang. Adapun responden dipilih dari perusahaan-perusahaan yang

dianggap cukup representatif dalam perdagangan barang, sehingga semua komoditas yang tercakup mampu merepresentasikan harga perdagangan besar untuk setiap provinsi. Data dikumpulkan langsung dari responden setiap bulan melalui wawancara langsung, sehingga indeks perdagangan besar adalah disagregasi ke dalam lima kelompok komoditas: pertanian, industri pengolahan, pertambangan dan penggalian, ekspor serta impor, dimana setiap sektor terdiri dari kelompok-kelompok sub komoditi, sehingga total jumlah komoditas adalah 257 komoditas.

Mulai bulan Januari 2009, IHPB dihitung berdasarkan tahun dasar 2005 (2005 = 100). Adapun rumus persentase perubahan IHPB bulanan (*month to month*) adalah:

$$IHPB \text{ Bulanan } (M \text{ t } M) = \left(\frac{I_n}{I_{(n-1)}} - 1 \right) \times 100$$

Dimana:

I_n = IHPB periode bulan ke n

I_{n-1} = IHPB periode bulan ke (n-1)

3. GDP deflator

Merupakan salah satu alat pengukuran inflasi GDP deflator merupakan rasio GDP nominal terhadap GDP riil. Karena GDP nominal adalah nilai output saat ini dengan harga saat ini dan GDP riil adalah tingkat output saat ini dengan tingkat harga tahun dasar, sehingga GDP deflator merefleksikan tingkat harga saat ini relatif terhadap tingkat harga pada tahun dasar. Adapun rumus GDP deflator adalah:

$$GDP \text{ Deflator}_t = \frac{\text{Nominal } GDP_t}{\text{real } GDP} \times 100$$

Penelitian yang dilakukan oleh Kumar dan dash menghubungkan antara variabel makroekonomi dengan kinerja reksadana. Salah satu variabel makroekonomi tersebut adalah tingkat inflasi. Data yang digunakan adalah 17 reksadana di India dari periode Oktober 2006 sampai dengan Juni 2008. Dengan menggunakan metode statistik *granger causality*, ditemukan hasil bahwa reksadana berpengaruh sensitif terhadap tingkat inflasi.

Penelitian yang menghubungkan antara tingkat inflasi dan *return* reksadana juga dilakukan oleh Elena Diaconasu dan Asavoaei Alexandru yang melihat hubungan korelasi antara *return* reksadana dengan tingkat inflasi di Amerika Serikat dan Rumania. Data yang digunakan antara tahun 1999-2009 di Negara Rumania dan data tahun 2008 dan 2010 untuk negara Amerika Serikat. Hasil penelitian menunjukkan bahwa di Amerika, terdapat pengaruh positif signifikan antara tingkat inflasi dan reksadana. Jika terjadi inflasi menyebabkan *trend* reksadana meningkat yang menyebabkan masyarakat banyak melakukan investasi pada reksadana dengan harapan masyarakat mendapatkan keuntungan yang lebih tinggi. Sedangkan di Rumania, tidak dapat dibuktikan adanya hubungan antara tingkat inflasi dan reksadana. Penelitian yang dilakukan oleh Sachchidanant Shukla (2011), meneliti mengenai kinerja reksadana di India terhadap variabel makroekonomi. Periode penelitian yang dilakukan selama 10 tahun menemukan hasil bahwa tingkat inflasi memiliki pengaruh negatif dengan kinerja reksadana.

2.18. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Indeks Harga Saham Gabungan menggunakan saham yang tercatat sebagai komponen perhitungan indeks saham di Bursa Efek Indonesia. Metode perhitungan IHSG menggunakan

metode statistik rata-rata tertimbang berdasarkan jumlah saham tercatat. Adapun formula dasar perhitungan indeks adalah: (Buku Panduan Indeks BEI)

$$\text{Indeks} = \frac{\text{nilai pasar}}{\text{nilai dasar}} \times 100$$

Nilai pasar adalah kumulatif jumlah saham tercatat (yang digunakan untuk perhitungan indeks) dikali dengan harga pasar. Nilai pasar disini bisa disebut juga dengan kapitalisasi pasar. Adapun formula untuk menghitung nilai pasar adalah:

$$\text{nilai pasar} = p_1q_1 + p_2q_2 + \dots + p_iq_i + p_nq_n$$

Dimana:

p = *closing price* untuk emiten ke i

q = jumlah saham yang digunakan untuk perhitungan indeks (jumlah saham yang tercatat) untuk emiten ke i

n = jumlah emiten yang tercatat di BEI

Nilai dasar adalah kumulatif jumlah saham pada hari dasar dikali dengan harga pada hari dasar. Bobot (*weighted*) yang digunakan untuk perhitungan indeks adalah jumlah saham tercatat. Untuk mengeliminasi pengaruh faktor-faktor yang bukan perubahan harga saham, maka selalu ada penyesuaian nilai dasar (*adjustment*) bila terjadi *corporate action* seperti *stock split*, pembagian dividen, atau bonus saham, penawaran terbatas dan lain-lain, sehingga dengan demikian indeks akan mencerminkan pergerakan harga saham saja.

2.19. Penelitian-Penelitian Terdahulu

Berikut ini merupakan beberapa penelitian terdahulu yang mendasari penelitian yang dilakukan oleh penulis.

Tabel 2.3.
Penelitian-Penelitian Terdahulu

No	Peneliti/Tahun	Judul	Negara	Model	Variabel	Hasil
1	Kumar dan Dash (2008)	<i>A Study on India Mutual Fund macroeconomics</i>	India	VAR-Granger	<ul style="list-style-type: none"> • Dependen: kinerja reksadana (<i>return</i> dan <i>varian</i> <i>return</i>) • Independen : variabel makro ekonomi: nilai tukar, tingkat bunga, inflasi, dan harga minyak 	<i>Return</i> dan <i>varian</i> <i>return</i> dipengaruhi oleh variabel makro ekonomi walaupun sekitar 35.29 % <i>return</i> reksadana tidak sensitif terhadap variabel makro
2	Dima, Bogdan, Barna, Nachescu (2000)	<i>Macroeconomics Determinants of The Investment Funds Market: The Romanian Case</i>	Rumania	Analisis regresi simultan	<ul style="list-style-type: none"> • Dependen: kinerja reksadana • Independen: variabel makro dan IHSG 	IHSG merupakan hal utama yang secara positif mempengaruhi kinerja reksadana

3	Elton Gruber, Blake (1993)	<i>Fundamental Economics Variabels, Expected Returns, and Bond Fund Performance</i>	USA	Regresi	<ul style="list-style-type: none"> • Dependen: kinerja reksadana • Independen: inflasi 	Inflasi berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja reksadana
4	David Webster (2011)	<i>Mutual Fund Performance and Fund Age</i>	USA	Regresi	<ul style="list-style-type: none"> • Dependen: kinerja reksadana • Independen: umur reksadana 	Tidak terdapat pengaruh signifikan antara umur reksadana dan kinerja reksadana. Tetapi terdapat hubungan negative yang kuat antara umur reksadana dan kinerja reksadana
5	Chen, Hong, Huang, Kubik (2004)	<i>Does Fund Size Erode Mutual Fund Performance: The Role of Liquidity and Performance</i>	USA	Regresi	<ul style="list-style-type: none"> • Dependen: <i>return</i> reksadana • Independen: dana, umur, rasio biaya terhadap total dana 	Dana reksadana menurunkan kinerja reksadana. Sedangkan umur reksadana mempengaruhi <i>return</i> reksadana
6	Philpot, James, Heart, Douglas, Rimbey, James N, dan Schulman Craig T (1998)	<i>Active Management, Fund size, and Bond Mutual return</i>	Amerika Serikat	Regresi berganda	<ul style="list-style-type: none"> • Dependen: kinerja reksadana • Independen: karakteristik reksadana (kinerja masa lalu, <i>expense ratio</i>, <i>turnover</i>, <i>loads</i>, dan <i>fund size</i>) 	<ul style="list-style-type: none"> • Kinerja masa lalu tidak bisa diperkirakan secara akurat kinerja masa depan • <i>Expense ratio</i> memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kinerja reksadana • <i>Size</i> memiliki pengaruh positif terhadap kinerja reksadana • <i>Turnover portfolio</i>, dan

7	Pourzamani Zahra, AM Safari (2011)	<i>Appraising The Effect of Internal and External Organizati on Faktors on Investment Mutual Fund in Iran</i>	Iran	Panel Data	<ul style="list-style-type: none"> • Dependen: <i>return</i> reksadana • Independen: fluktuasi riil <i>return</i> periode sebelumnya, umur reksadana, tingkat asset 	<p><i>loads</i> memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja reksadana</p> <ul style="list-style-type: none"> • Umur reksadana, fluktuasi riil, dan <i>return</i> periode sebelumnya berpengaruh signifikan terhadap <i>return reksadana</i>
8	Dahlquist, Magnus, Engstrom, Stefan dan Soderlind, Paul (2000).	<i>Performanc e and Characteris tics of Swedish Mutual Fund. Journal of finance and Quantitativ e Analysis</i>	Swedia	Analisa regresi	<ul style="list-style-type: none"> • Dependen: kinerja reksadana • Independen: <i>fee administrati on, trading activity, flow,</i> dan kinerja masa lalu 	<ul style="list-style-type: none"> • Terdapat pengaruh positif antara kinerja masa lalu dengan kinerja saat ini.
9	O'neal, Edward S., and Page, Daniel E (2000)	Real Estate Mutual Fund: Abnormal Return Performanc e and Fund Characteris tic	Amerika Serikat	Regresi linear	<ul style="list-style-type: none"> • Dependen: <i>abnormal performanc e</i> reksadana sektor <i>real estate</i> periode 1996-1998 • Independen: Karakteristi k reksadana (<i>expense ratio, size, cash flow, turnover ratio,</i> dan <i>age</i>) 	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Expense ratio</i> memiliki pengaruh negatif terhadap <i>abnormal performance</i> • <i>Turnover ratio</i> memiliki pengaruh positif dan <i>age</i> memiliki pengaruh negatif terhada <i>abnormal performance</i>. • Selain itu, tidak ada pengaruh antara <i>size</i> dengan <i>abnormal performance</i>

- | | | | | | | |
|----|--|--|---|----------------------------------|--|---|
| 10 | Diaconasu, Asavoaei (2011) | <i>The relationship between mutual fund-inflation rate and benchmark interest rate. USA versus Rumania</i> | USA and Rumania | correlati on | <ul style="list-style-type: none"> • Menghubun gkan variabel inflasi dan reksadana | <ul style="list-style-type: none"> • Di USA, terdapat korelasi positif antara infasi dan reksadana • Sedangkan di Rumania, tidak terdapat bukti yang signifikan antara inflasi dan reksadana. |
| 11 | Wayne Person, Darren Kisgen, Tyler Henry (2006) | <i>Fixed Income Fund Performance across economic states</i> | Amerika Serikat | Stochastic discount faktor | <ul style="list-style-type: none"> • Menghubun gkan <i>return</i> pendapatan tetap dengan variabel internal dan eksternal, termasuk tingkat bunga obligasi | Terdapat pengaruh negatif antara <i>return</i> reksadana pendapatan tetap dengan tingkat bunga obligasi |
| 12 | Yong Chen, Wayne Person, Helen Peters (2005) | <i>The timing ability of fixed income mutual funds</i> | Reksadana pendapata n tetap di AS | Regresi, korelasi, market timing | <ul style="list-style-type: none"> • Pendapatan tetap dengan variabel internal dan eksternal termasuk tingkat bunga obligasi pemerintah | Hasil menunjukkan tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara <i>return</i> reksadana pendapatan tetap dengan tingkat bunga obligasi pemerintah |
| 13 | Miguel A. Ferreira, António F. Miguel, Sofia B. Ramos (2007) | <i>The Determinants of Mutual Fund Performance: A Cross-Country Study</i> | Reksadana Saham dari 19 negara antara tahun 1999-2005 | Multivar iat regresi analisis | <ul style="list-style-type: none"> • Dependen variabel: kinerja reksadana • Independen variabel: <i>age, size, fees, management structure and management</i> | Reksadana yang memiliki dana besar cenderung kinerja lebih baik, karena adanya <i>economies of scale</i> . Reksadana yang usianya muda cenderung memiliki kinerja yang lebih baik, khususnya |
-

t tenure, and country characteristics investasi di luar negeri.

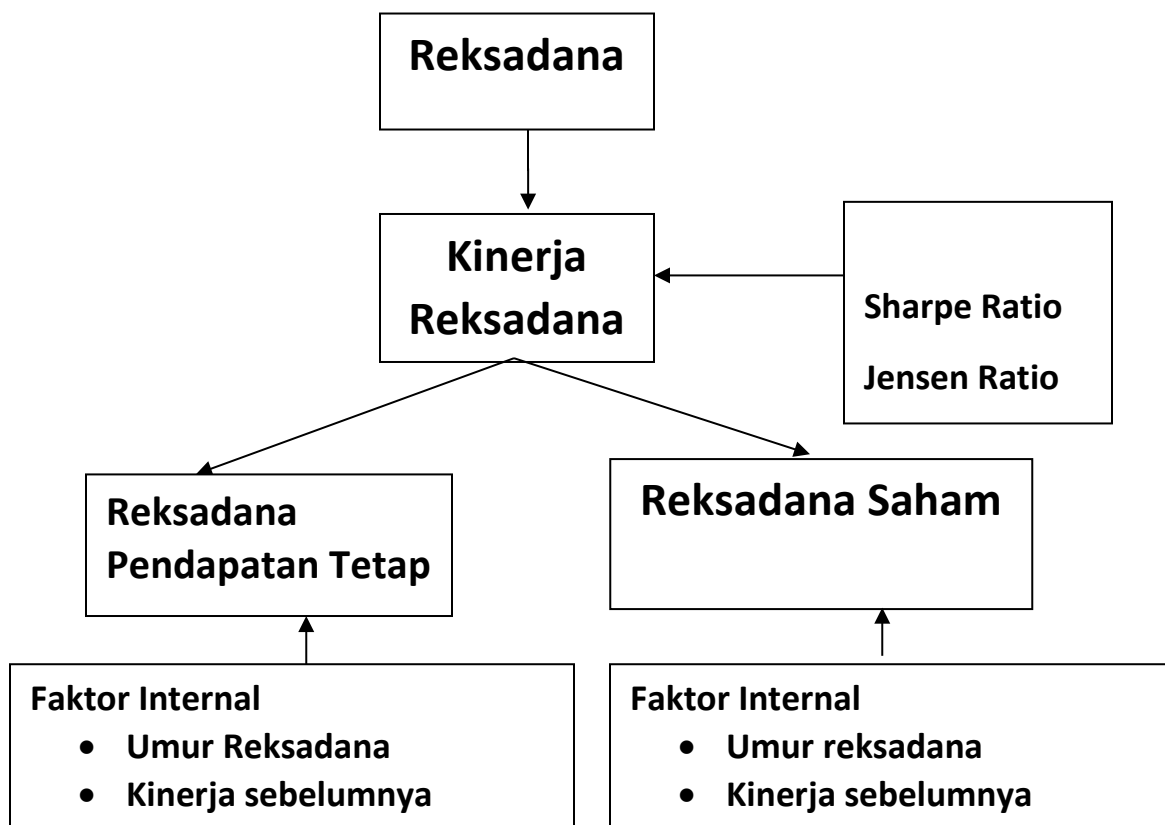
Sumber: Hasil Olahan

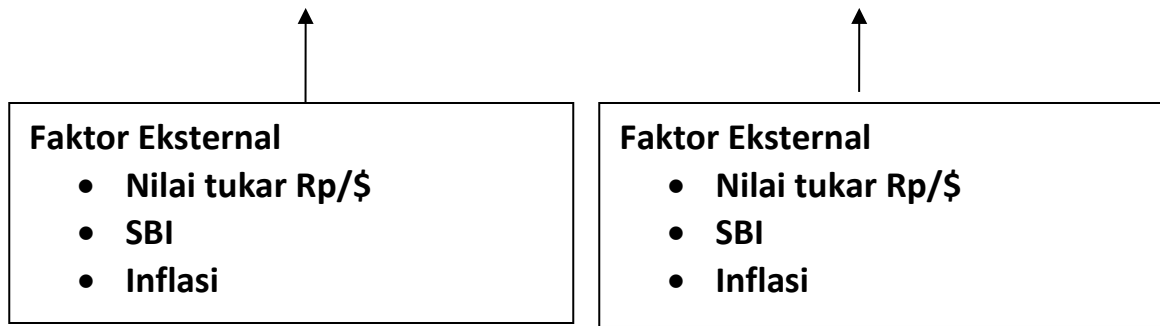
2.20. Kerangka Pemikiran

Adapun kerangka pemikiran tentang penelitian ini dapat dilihat pada Gambar 2.11.

Gambar 2.11

Kerangka Pemikiran





Sumber: Olahan Penulis

Pada Gambar 2.11, penjelasan dari kerangka pemikiran adalah reksadana merupakan salah satu jenis investasi yang menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam bentuk portofolio efek oleh manajer investasi investor. Terdapat beberapa keuntungan dari melakukan investasi pada reksadana, antara lain: 1. Nilai investasi yang relatif kecil dan dapat dijangkau oleh masyarakat luas; 2. Tidak membutuhkan pengetahuan yang sempurna dalam melakukan investasi di pasar modal, karena reksadana sudah dikelola oleh manajer investasi yang professional; 3. Dapat melakukan investasi pada berbagai jenis investasi, seperti obligasi, saham, maupun deposito, dan 4. Dapat setiap saat menambah maupun menarik investasi yang telah dilakukan. Sampai saat ini terdapat berbagai macam jenis reksadana, yaitu: 1. Reksadana pendapatan tetap; 2. Reksadana saham; 3. Reksadana pasar uang; 4. Reksadana campuran; 5. Reksadana terproteksi; dan 6. Reksadana lainnya. Penelitian ini mengambil dua jenis reksadana, yaitu reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham. Pengambilan kedua jenis reksadana tersebut, karena karakteristik dari reksadana tersebut yang sangat berbeda. Reksadana pendapatan tetap merupakan jenis reksadana yang memiliki risiko yang rendah tetapi *potential return* juga rendah. Hal ini disebabkan sebagian besar investasinya pada pasar uang. Sedangkan reksadana saham memiliki karakteristik yang berbeda yaitu memiliki risiko yang tinggi dengan *potential return* juga tinggi. Hal ini disebabkan investasi yang dilakukan mayoritas pada pasar

saham. Selain itu, reksadana pendapatan tetap sangat tepat bagi investor yang memiliki karakteristik *risk averse*. Sedangkan reksadana saham diperuntukkan bagi investor yang memiliki karakteristik *risk seekers*.

Salah satu hal yang diperhatikan oleh investor dalam pemilihan investasi reksadana adalah kinerja reksadana tersebut. Semakin baik kinerja reksadana tersebut maka semakin banyak investor yang akan melakukan investasi pada reksadana tersebut. Terdapat berbagai macam jenis pengukuran kinerja antara lain: 1. *Return NAB*; 2. Rasio Sharpe; 3. Rasio Treynor; dan 4. Rasio Jensen.

Pengukuran kinerja yang banyak digunakan selama ini adalah dengan menggunakan teori keuangan CAPM. Teori CAPM menjelaskan mengenai konsep *risk* dan *return* dari suatu investasi. Secara spesifik, pengukuran kinerja reksadana dalam penelitian ini menggunakan pengukuran Rasio Sharpe dan Rasio Jensen. Kedua jenis pengukuran ini memiliki perbedaan dalam menentukan jenis risiko yang akan digunakan. Rasio Sharpe membandingkan *excess return* investasi reksadananya terhadap total risiko reksadana tersebut. Adapun total risiko meliputi *unique risk* dan *systematic risk*. *Unique risk* merupakan risiko yang melekat pada investasi tersebut dan akan hilang jika melakukan diversifikasi, sedangkan *systematic risk* merupakan risiko pasar yang biasanya tergantung pada kondisi makroekonomi dan tidak akan hilang jika telah melakukan diversifikasi. Sedangkan Rasio Jensen mengakomodasi hanya *systematic risk* saja. Hal ini berarti Rasio Jensen menganggap manager investasi pada reksadana sudah melakukan diversifikasi portolio dengan baik sehingga *unique risk* tidak diperhitungkan.

Kinerja suatu reksadana dipengaruhi oleh *multiple factor*. Dasar dari pengambilan *multiple factor* adalah teori *Arbitrage Pricing Theory* (APT). Sehingga kinerja dari suatu reksadana dapat dipengaruhi oleh faktor internal reksadana tersebut maupun faktor eksternal. Faktor internal yang

dimaksud dalam penelitian ini merupakan faktor yang berasal dari investasi reksadana tersebut, sedangkan faktor eksternal merupakan faktor yang berasal dari luar reksadana tersebut dan biasanya faktor makroekonomi. Dalam penelitian ini baik reksadana pendapatan tetap maupun reksadana saham akan dilihat kinerjanya dengan menggunakan dua jenis pengukuran kinerja yaitu Rasio Sharpe dan Rasio Jensen. Selanjutnya, akan diteliti faktor-faktor internal maupun eksternal yang mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap maupun reksadana saham.

Untuk menentukan faktor internal dan eksternal, disertasi ini merupakan modifikasi dari berbagai macam jurnal yang menganalisa faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja reksadana. Faktor internal yang digunakan dalam penelitian ini adalah kinerja reksadana periode sebelumnya dan umur reksadana. Banyak pendapat yang menyatakan bahwa kinerja reksadana saat ini merupakan hasil dari kinerja reksadana sebelumnya sehingga tinggi rendahnya kinerja reksadana saat ini dipengaruhi oleh kinerja reksadana periode sebelumnya. Begitu pula variabel internal lainnya yaitu umur reksadana. Ada pendapat yang menyatakan bahwa umur reksadana mempengaruhi kinerja reksadana tersebut, semakin lama umur reksadana maka semakin pengalaman manager investasi reksadana tersebut sehingga kinerja reksadana akan meningkat.

Faktor eksternal merupakan faktor makroekonomi yaitu tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan nilai tukar. Tingkat bunga SBI merupakan *proxy* terhadap tingkat bunga perbankan dimana investor akan memilih investasinya apakah pada pasar modal atau lembaga perbankan. Faktor yang mempengaruhi pemilihan investasinya adalah tingkat bunga SBI. Semakin tinggi tingkat bunga SBI, maka investor akan cenderung melakukan investasi pada lembaga perbankan dan mengurangi minat investasi pada pasar modal, begitu pula sebaliknya. Tingkat inflasi juga merupakan salah satu faktor eksternal reksadana. Inflasi mencerminkan daya beli masyarakat sehingga semakin tinggi tingkat inflasi maka daya beli masyarakat akan menurun. Menurunnya daya beli masyarakat

akan mempunyai dampak kepada alokasi investasi yang dilakukan oleh masyarakat akan semakin menurun. Pada akhirnya kegiatan investasi masyarakat di pasar modal akan menurun dan akan mempengaruhi return reksadana dan juga kinerja reksadana tersebut. Faktor eksternal terakhir adalah nilai tukar. Apresiasi maupun depresiasi nilai tukar akan mempengaruhi investor dalam melakukan investasi terutama investor asing yang berinvestasi di pasar modal. Menurut PT. Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) mencatat pada periode triwulanan IV tahun 2014, kepemilikan saham masih didominasi oleh investor asing dengan total kepemilikan sebesar 65 persen, turun satu persen dari periode sebelumnya. Meski demikian, nilai kepemilikan saham oleh investor asing meningkat tipis dari Rp 1.842,79 triliun menjadi Rp 1.864,97 triliun. Berdasarkan data tersebut maka faktor nilai tukar sangat mempengaruhi investasi di pasar modal khususnya reksadana yang pada akhirnya akan mempengaruhi kinerja reksadana tersebut.

2.21. Hipotesa Penelitian

Berdasarkan teori dan jurnal pendukung, serta penelitian-penelitian terdahulu, maka hipotesa penelitian ini adalah:

1. Terdapat pengaruh kinerja reksadana pendapatan tetap periode sebelumnya terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut rasio sharpe dan rasio jensen
2. Terdapat pengaruh positif umur reksadana terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut rasio sharpe dan rasio jensen
3. Terdapat pengaruh negatif tingkat bunga SBI terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut rasio sharpe dan rasio jensen
4. Terdapat pengaruh tingkat inflasi terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut rasio sharpe dan rasio jensen

5. Terdapat pengaruh nilai tukar terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut rasio sharpe dan rasio jensen
6. Terdapat pengaruh kinerja reksadana saham periode sebelumnya terhadap kinerja reksadana saham menurut rasio sharpe dan rasio jensen
7. Terdapat pengaruh positif umur reksadana terhadap kinerja reksadana saham menurut rasio sharpe dan rasio jensen
8. Terdapat pengaruh negatif tingkat bunga SBI terhadap kinerja reksadana saham menurut rasio sharpe dan rasio jensen
9. Terdapat pengaruh tingkat inflasi terhadap kinerja reksadana saham menurut rasio sharpe dan rasio jensen
10. Terdapat pengaruh nilai tukar terhadap kinerja reksadana saham menurut rasio sharpe dan rasio jensen

BAB III

METODOLOGI

3.1. Obyek Penelitian

Penelitian ini ingin menganalisis kinerja reksadana di Indonesia periode Januari 2010 – Desember 2012 dan data yang digunakan adalah data bulanan. Penelitian yang dilakukan mencakup dua hal. Pertama, kinerja reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham dengan menggunakan dua perhitungan, yaitu Rasio Sharpe dan Rasio Jensen. Kedua, pengaruh faktor internal dan faktor eksternal reksadana terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap maupun reksadana saham. Faktor internal meliputi umur reksadana dan kinerja reksadana periode sebelumnya. sedangkan, faktor eksternal meliputi tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan nilai tukar.

Alasan penulis memilih kedua jenis reksadana tersebut adalah 1. Kedua reksadana tersebut telah ada selama periode penelitian tahun Januari 2010 – Desember 2012, 2. Kedua reksadana tersebut banyak diminati oleh investor yang mau melakukan investasi di pasar modal. Hal ini ditunjukkan dengan dana kelolaan (NAB) yang tinggi pada kedua jenis reksadana tersebut. Untuk reksadana pendapatan tetap NAB per 2012 sebesar Rp 34,47 triliun sedangkan reksadana saham NAB per 2012 sebesar Rp.69.23 triliun, 3. Sangat berbedanya karakteristik kedua jenis reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham. Reksadana pendapatan tetap lebih banyak digunakan untuk

investor yang memiliki perilaku *risk averse*, selain itu *potential return* reksadana relatif lebih kecil dan risiko yang kecil pula, dan reksadana pendapatan tetap lebih banyak ke deposito dan obligasi pemerintah. Reksadana saham lebih banyak digunakan untuk investor yang memiliki perilaku *risk taker*, selain itu *potential return* reksadana ini relatif tinggi dengan risiko yang tinggi pula, dan reksadana saham lebih banyak dialokasikan pada sejumlah saham.

3.2. Metode Pengumpulan Data

Dalam penelitian ini digunakan jenis penelitian deskriptif analisis yaitu penelitian yang dilakukan untuk memperlihatkan dan menguraikan keadaan objek penelitian. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah suatu metode yang dalam menilai suatu objek penelitian yang berkenaan dengan suatu kondisi ataupun suatu fase tertentu, dengan cara menganalisis dan menginterpretasikan data dan informasi yang diperoleh dalam upaya membuat tesis atau gambaran secara sistematis, faktual dan akurat mengenai fakta-fakta atau sifat-sifat serta hubungan antar variabel yang diteliti. Data yang telah terkumpul kemudian diolah dan disajikan ke dalam bentuk tabel dalam upaya mempermudah proses analisis dan pengolahannya yang dibuat secara kuantitatif.

Jenis data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data sekunder dengan periode data bulanan, yaitu Januari 2010 – Desember 2012. Data sekunder yang dipakai dalam penelitian ini antara lain laporan harian reksadana dan laporan Tahunan BAPEPAM untuk menghitung kinerja reksadana melalui pendekatan Rasio Sharpe dan Rasio Jensen dan faktor internal reksadana yaitu umur reksadana dan kinerja reksadana periode sebelumnya. Sedangkan, laporan tahunan Bank Indonesia, Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia (SEKI), serta Laporan Tahunan Badan Pusat Statistik untuk mendapatkan faktor eksternal reksadana yaitu tingkat bunga SBI dan inflasi. Untuk data nilai tukar diperoleh melalui *website pacific exchange rate*.

3.2.1. Data Yang Dihimpun

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data yang dihimpun antara lain :

1. Daftar reksadana berdasarkan jenis reksadana yang terdapat di Bapepam LK khususnya reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham.
2. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang didapatkan pada website BEI, yaitu www.idx.co.id maupun pada *yahoo finance*.
3. Umur reksadana dan kinerja reksadana periode sebelumnya masing-masing reksadana yang terdapat dalam dua jenis reksadana, yaitu reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham. Data diperoleh melalui laporan masing-masing perusahaan reksadana yang terdapat di BAPEPAM LK yaitu melalui www.bapepam.go.id serta dari pusat data kontan.
4. Tingkat suku bunga SBI dan tingkat inflasi, dengan runtun waktu bulanan yang dipublikasikan oleh Bank Indonesia dan Badan Pusat Statistik (BPS) selama periode Januari 2010- Desember 2012. Data diperoleh di statistik ekonomi dan keuangan Indonesia dengan mengunduh situs Bank Indonesia yaitu www.bi.go.id dan dari situs Badan Pusat Statistik (BPS) yang dapat diunduh melalui situs www.bps.go.id.
5. Data nilai tukar Rp terhadap dollar untuk periode 2010-2012 dengan menggunakan data rata-rata bulanan didapatkan dari *pacific exchange rate* melalui website fx.sauder.ubc.ca.
6. Data yang digunakan adalah data bulanan antara Januari 2010 – Desember 2012.

3.2.2. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh reksadana yang terdapat dalam dua jenis reksadana, yaitu reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham dalam periode penelitian pada periode Januari 2010 sampai Desember 2012. Data yang digunakan adalah data bulanan periode 2010-2012.

Dalam pengambilan sampel pada penelitian ini dilakukan dengan teknik *purposive sampling* yaitu dengan cara menunjukkan langsung pada suatu populasi berdasarkan karakteristik atau ciri yang dimiliki sampel, dengan tujuan agar diperoleh sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang ditentukan.

Adapun yang menjadi kriteria dalam pemilihan sampel adalah :

1. reksadana yang menjadi *sample* dalam penelitian ini adalah reksadana yang masuk dalam kedua jenis reksadana, yaitu reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham.
2. Reksadana pendapatan tetap dan saham aktif selama periode 2010-2012
3. Tidak mengubah nama reksadana selama periode 2010-2012
4. Berturut-turut mengeluarkan data Nilai Aktiva Bersih (NAB) dan dapat diakses selama periode pengamatan

3.2.3. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari variabel terikat dan variabel bebas. Kinerja reksadana merupakan variabel terikat (Y) yaitu kinerja reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham dengan menggunakan dua pengukuran, yaitu

sharpe ratio dan *jensen ratio*. Untuk variabel independen (X) terdiri atas X₁ adalah kinerja reksadana periode sebelumnya, X₂ adalah Umur Reksadana, X₃ adalah tingkat bunga SBI, X₄ adalah tingkat inflasi, dan X₅ adalah nilai tukar. Definisi operasional atas variabel-variabel pada penelitian ini perlu dilakukan untuk memudahkan pembahasan lebih lanjut serta untuk menguji hipotesis. Definisi operasional variabel-variabel bebas dan terikat yang digunakan dalam penelitian adalah:

3.2.3.1. Variabel Terikat (Dependen)

Variabel dependen merupakan variabel yang dipengaruhi oleh variabel bebas. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kinerja reksadana. Kinerja reksadana yang digunakan adalah pengukuran kinerja reksadana menurut Sharpe dan Jensen. Adapun rumus perhitungan masing-masing kinerja reksadana adalah sebagai berikut:

1. Perhitungan kinerja Sharpe

$$S_p = \frac{R_p - R_f}{\sigma_{TR}}$$

Keterangan:

S_p = *Sharpe ratio*

R_p = *return* rata – rata portofolio selama jangka waktu pengukuran

R_f = *return* rata – rata aset bebas risiko selama jangka waktu pengukuran

σ_{TR} = standar deviasi portofolio selama jangka waktu pengukuran

2. Perhitungan Kinerja Jensen

$$R_p - R_f = \alpha_p + (R_m - R_f) \beta_p$$

Menjadi:

$$\alpha_p = (R_p - R_f) - (R_m - R_f)\beta_p$$

Keterangan:

α_p = *Jensen ratio*

R_p = *return* rata – rata portofolio selama jangka waktu pengukuran

R_f = *return* rata – rata aset bebas risiko selama jangka waktu pengukuran

R_m = *return* rata – rata pasar selama jangka waktu pengukuran

β_p = Risiko sistematis selama jangka waktu pengukuran

3.2.3.2. Variabel Bebas (Independen)

Variabel independen adalah variabel yang menjelaskan atau mempengaruhi variabel lain.

Variabel independen dalam penelitian ini adalah :

1. Umur Reksadana (*Age*)

Umur reksadana mencerminkan lamanya reksadana tersebut mulai diperdagangkan kepada masyarakat. Umur reksadana dihitung dari mulainya reksadana tersebut diperkenalkan dan di daftarkan pada BAPEPAM LK. Data yang digunakan adalah data bulanan.

2. Kinerja periode sebelumnya(*Kinerja-1*)

Kinerja reksadana periode sebelumnya merupakan kinerja reksadana pendapatan tetap maupun saham saat ini terhadap kinerja reksadana sebelumnya dengan menggunakan dua pengukuran, yaitu

A. Kinerja reksadana pendekatan *Sharpe Ratio*

$$\text{kinerja reksadana sharpe}_{-1} = \text{kinerja reksadana sharpe}_{-2}$$

B. Kinerja reksadana pendekatan *Jensen Ratio*

$$\text{kinerja reksadana jensen}_{-1} = \text{kinerja reksadana jensen}_{-2}$$

3. Nilai Tukar

Nilai tukar yang digunakan dalam penelitian ini adalah nilai tukar nominal yaitu harga mata uang suatu negara dibandingkan dengan mata uang negara lainnya. Dalam hal ini adalah nilai tukar rupiah terhadap dollar yang mengambil data harian yang dirata-ratakan menjadi data bulanan. Data nilai tukar yang diambil adalah nilai tukar tengah (kurs tengah) yang diperoleh melalui *pacific exchange rate* melalui *website fx.sauder.ubc.ca*.

4. Suku Bunga SBI

Merupakan surat berharga dalam mata uang rupiah yang diterbitkan oleh Bank Indonesia sebagai pengakuan utang berjangka waktu pendek. Suku bunga SBI merupakan instrumen yang digunakan dalam rangka Operasi Pasar Terbuka sebagai pelaksana kebijakan moneter oleh BI. Bank Indonesia mengumumkan target suku bunga SBI yang diinginkan BI untuk pelelangan pada masa periode tertentu. Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan tingkat suku bunga SBI dengan deret waktu bulanan. Data berasal dari statistik ekonomi dan keuangan Indonesia oleh Bank Indonesia.

5. Tingkat inflasi

Adalah tingkat yang mengukur kenaikan rata-rata tingkat harga dalam perekonomian. Inflasi yang digunakan adalah tingkat inflasi yang diukur dari Indeks Harga Perdagangan Besar (IHPB) per bulannya pada periode Januari 2010 – Desember 2012. Data yang diambil merupakan data yang dipublikasikan oleh Bank Indonesia, yaitu dari Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia. Adapun rumus inflasinya adalah :

$$\text{Inflasi}_t = \frac{\text{IHPB}_t - \text{IHPB}_{t-1}}{\text{IHPB}_{t-1}} \times 100 \%$$

Berdasarkan dari penjelasan masing-masing variabel tersebut, dapat diringkas dalam Tabel 3.1 dibawah ini.

Tabel 3.1

Variabel Operasional

No	Variabel	Konsep variabel	Ukuran	Skala
1	Kinerja reksadana	Kinerja reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham yang diukur dengan Rasio Sharpe dan Rasio Jensen dengan menggunakan data bulanan	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Sharpe Ratio</i> $= \frac{(\bar{R}_p - \bar{R}_f)}{\sigma_p}$ <p>Dimana:</p> $\bar{R}_p - \bar{R}_f =$ <p>Selisih <i>average return</i> portofolio terhadap <i>risk free</i> aset</p> <p>σ_p = standard deviasi portofolio</p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>Jensen Ratio</i> $R_p - R_f = \alpha_p + (\beta_p - 1)(R_m - R_f)$	Rasio

		Menjadi	
			$\alpha_p = (R_p - R_f) - (R_m - R_f)\beta_p$
			<p>Dimana:</p> <p>$\alpha_p = \text{Jensen Ratio}$</p> <p>$R_p = \text{return rata - rata portofolio}$</p> <p>$R_f = \text{return rata - rata aset bebas risiko}$</p> <p>$R_m = \text{return rata - rata pasar}$</p> <p>$\beta_p = \text{Risiko sistematis}$</p>
2	Kinerja reksadana periode sebelumnya	Kinerja reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham pada periode sebelumnya yang diukur dengan Rasio Sharpe dan Rasio Jensen dengan menggunakan data bulanan	<p>• $\text{Sharpe Ratio}_{t-1}$ Rasio</p> $= \frac{(\bar{R}_{pt-1} - \bar{R}_{ft-1})}{\sigma_{pt-1}}$ <p>Dimana:</p> <p>$\bar{R}_{pt-1} - \bar{R}_{ft-1} =$ Selisih <i>average return</i> portofolio terhadap <i>risk free</i> asset</p> <p>$\sigma_{pt-1} =$ standard deviasi periode sebelumnya</p> <p>• $\text{Jensen Ratio (t-1)}$</p> $R_{pt-1} - R_{ft-1} = \alpha_{pt-1} + (R_{mt-1} - R_{ft-1}) \beta_{pt-1}$ <p>Dimana:</p> <p>$\alpha_{pt-1} =$ Jensen ratio periode sebelumnya</p> <p>$R_{pt-1} = \text{return rata - rata portofolio periode sebelumnya}$</p> <p>$R_{ft-1} = \text{return rata - rata aset bebas risiko periode sebelumnya}$</p> <p>$R_{mt-1} = \text{return rata - rata pasar periode sebelumnya}$</p> <p>$\beta_p = \text{Risiko sistematis periode sebelumnya}$</p>
3	Umur reksadana	Lamanya reksadana diperdagangkan, dimulai dari pertama kali diperdagangkan	<p>Dihitung dalam bulanan Rasio dimulai dari diperdagangkan</p>

4	Tingkat bunga SBI	dengan menggunakan bulanan Tingkat bunga yang ditetapkan oleh bank sentral dan data yang digunakan adalah bulanan	Tingkat bunga SBI dihitung dalam bulanan dengan tingkat bunga SBI 9 bulan	Rasio
5	Nilai Tukar	Nilai tengah dari nilai tukar nominal yang diperdagangkan yang merupakan <i>average monthly</i>	Nilai tukar yang digunakan adalah kurs tengah harian yang dirata-ratakan menjadi nilai tukar bulanan	Rasio
6	Tingkat Inflasi	Tingkat inflasi yang menggunakan perhitungan Indeks Harga Perdagangan Besar (IHPB) dengan menggunakan data bulanan	Tingkat inflasi yang digunakan adalah tingkat inflasi bulanan periode Januari 2010 – Desember 2012 dengan perhitungan IHPB yang dipublikasikan oleh Badan Pusat Statistik (BPS) dan Bank Indonesia	Rasio

Sumber: Hasil Olahan

3.3. Model Persamaan Regresi Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah yang akan diteliti pada bab 1 pendahuluan, maka terdapat dua hal yang menjadi pokok penelitian, yaitu kinerja reksadana pendapatan tetap dan kinerja reksadana saham.

A. Kinerja reksadana pendapatan tetap

1. Kinerja reksadana pendapatan tetap menurut *Sharpe Ratio*

memiliki fungsi sebagai berikut:

$kinerja\ sharpe = f(kinerja\ periode\ sebelumnya, umur\ reksadana, SBI, inflasi, nilai\ tukar)$

2. kinerja reksadana pendapatan tetap menurut *Jensen Ratio*

$kinerja\ Jensen = f(kinerja\ periode\ sebelumnya, umur\ reksadana, SBI, Inflasi, nilai\ tukar)$

B. Kinerja reksadana saham

1. Kinerja reksadana menurut *Sharpe Ratio*

$kinerja\ sharpe = f(kinerja\ periode\ sebelumnya, umur\ reksadana, SBI, inflasi, nilai\ tukar)$

2. Kinerja reksadana menurut *Jensen Ratio*

$kinerja\ Jensen = f(kinerja\ periode\ sebelumnya, umur\ reksadana, SBI, inflasi, nilai\ tukar)$

Terdapat empat model dalam penelitian ini untuk menjelaskan pengaruh kinerja reksadana dengan menggunakan pendekatan Rasio Sharpe dan Rasio Jensen berdasarkan dua jenis reksadana yaitu reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham terhadap faktor internal (umur reksadana dan kinerja reksadana periode sebelumnya) dan faktor eksternal (tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan nilai tukar). Adapun model tersebut adalah:

I. Persamaan Kinerja Reksadana

i. Persamaan Kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe

$$KinerjaSRPT_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Kinerja - 1_{i,t} + \alpha_2 Age_{i,t} + \alpha_3 SBI_{i,t} + \alpha_4 INF_{i,t} + \alpha_5 KURS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Dimana:

$KinerjaSRPT_{i,t}$ = kinerja reksadana pendekatan Rasio Sharpe jenis reksadana pendapatan tetap

$Age_{i,t}$ = umur masing-masing jenis reksadana pendapatan tetap

$Kinerja-1_{i,t}$ = kinerja reksadana pendekatan Rasio Sharpe jenis reksadana pendapatan tetap

periode sebelumnya

$Kurs_{i,t}$ = kurs rata-rata rupiah terhadap dollar setiap bulannya

$SBI_{i,t}$ = tingkat suku bunga SBI setiap bulannya

$INF_{i,t}$ = tingkat inflasi bulanan

$\varepsilon_{i,t}$ = *error*

ii. Persamaan Kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen

$$KinerjaJRPT_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 Kinerja - 1_{i,t} + \delta_2 Age_{i,t} + \delta_3 INF_{i,t} + \delta_4 SBI_{i,t} + \delta_5 Kurs_{i,t} + \zeta_{i,t}$$

Dimana:

$KinerjaJRPT_{i,t}$ = kinerja reksadana pendekatan Rasio Jensen jenis reksadana pendapatan tetap

$Age_{i,t}$ = umur masing-masing jenis reksadana pendapatan tetap

$Kinerja-1_{i,t}$ = kinerja reksadana pendekatan Rasio Jensen jenis reksadana pendapatan tetap
periode sebelumnya

$Kurs_{i,t}$ = kurs rata-rata rupiah terhadap dollar setiap bulannya

$SBI_{i,t}$ = tingkat suku bunga SBI setiap bulannya

$INF_{i,t}$ = tingkat inflasi bulanan

$\zeta_{i,t}$ = *error*

iii. Model persamaan kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe

$$KinerjaSRS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Kinerja - 1_{i,t} + \beta_2 Age_{i,t} + \beta_3 INF_{i,t} + \beta_4 SBI_{i,t} + \beta_5 Kurs_{i,t} + \rho_{i,t}$$

Dimana:

$KinerjaSRS_{i,t}$ = kinerja reksadana pendekatan Rasio Sharpe jenis reksadana saham

- $Age_{i,t}$ = umur masing-masing jenis reksadana saham
 $Kinerja-1_{i,t}$ = kinerja reksadana pendekatan Rasio Sharpe jenis reksadana saham periode sebelumnya
 $Kurs_{i,t}$ = kurs rata-rata rupiah terhadap dollar setiap bulannya
 $SBI_{i,t}$ = tingkat suku bunga SBI setiap bulannya
 $INF_{i,t}$ = tingkat inflasi bulanan
 $\rho_{i,t}$ = *error*

iv. Model persamaan kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen

$$KinerjaJRS_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 Kinerja - 1_{i,t} + \theta_2 Age_{i,t} + \theta_3 SBI_{i,t} + \theta_4 INF_{i,t} + \theta Kurs_{i,t} + v_{i,t}$$

Dimana:

- $KinerjaJRS_{i,t}$ = kinerja reksadana pendekatan Rasio Jensen jenis reksadana saham
 $Age_{i,t}$ = umur reksadana saham
 $Kinerja-1_{i,t}$ = kinerja reksadana pendekatan Rasio Jensen jenis reksadana saham periode sebelumnya
 $Kurs_{i,t}$ = kurs rata-rata rupiah terhadap dollar setiap bulannya
 $SBI_{i,t}$ = tingkat suku bunga SBI setiap bulannya
 $INF_{i,t}$ = tingkat inflasi bulanan
 $v_{i,t}$ = *error*

3.4. Hipotesa Penelitian

A. Reksadana Pendapatan Tetap

1. Pengaruh umur reksadana pendapatan tetap terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

Umur reksadana dilihat dari mulainya reksadana tersebut diperjualbelikan. Menurut Rao (2000), Cahyono (2000), Chen, Hong, Huang, Kubik (2008), Zahra (2010) menyatakan bahwa semakin lama umur reksadana maka semakin berpengalaman manajer investasi dalam mengelola portofolionya sehingga akan meningkatkan kinerja reksadananya. Selain itu, investor lebih menyukai memilih reksadana yang berumur lama.

Ho: $\alpha_1 \leq 0$; tidak terdapat pengaruh positif umur reksadana terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

Ha: $\alpha_1 > 0$; terdapat pengaruh positif umur reksadana terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

2. Pengaruh kinerja reksadana pendapatan tetap periode sebelumnya terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

Kinerja reksadana periode sebelumnya biasanya digunakan oleh investor untuk memprediksi kinerja reksadana. Menurut Goetzmann dan Ibbotson (1994), Brown dan Goetzmann (1995), Malkiel (1995), Pastor dan Stambaugh (2001), Maruli (2009), Zahra (2010) menyatakan bahwa kinerja masa lalu dan peringkat masa lalu sangat berguna untuk melakukan prediksi dimasa depan. Tetapi menurut Bogle (1994) kinerja masa depan suatu reksadana berdasarkan kinerja hasil sebelumnya tidak dapat memberikan hasil yang efektif bahkan seringkali menyesatkan.

$H_0: \alpha_2 = 0$; tidak terdapat pengaruh kinerja reksadana pendapatan tetap periode sebelumnya terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

$H_a: \alpha_2 \neq 0$;terdapat pengaruh kinerja reksadana pendapatan tetap periode sebelumnya terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

3. Pengaruh nilai tukar terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

Hasil penelitian Dima, Bogdan, barna, Flavia, dan Nachescu (2006) menyatakan bahwa nilai tukar berpengaruh terhadap kinerja reksadana sedangkan hasil penelitian Mofleh (2011) menyatakan nilai tukar tidak mempengaruhi kinerja reksadana.

$H_0: \alpha_3 = 0$;tidak terdapat pengaruh nilai tukar terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

$H_a: \alpha_3 \neq 0$;terdapat pengaruh nilai tukar terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

4. Pengaruh tingkat bunga SBI terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

Penelitian yang dilakukan oleh skukla (2011) menyatakan bahwa tingkat bunga mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap. Penelitian tersebut juga didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Kumar dan Dash (2008). Menurut Sakhowi, kenaikan tingkat bunga akan menyebabkan biaya investasi meningkat dan jumlah

pengeluaran investasi akan menurun, sehingga berakibat ekspektasi pendapatan dari investasi reksadana akan menurun.

$H_0: \alpha_4 \geq 0$; tidak terdapat pengaruh negatif tingkat bunga SBI terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

$H_a: \alpha_4 < 0$; terdapat pengaruh negatif antara tingkat bunga SBI terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

5. Pengaruh tingkat inflasi terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

Penelitian yang dilakukan oleh Kumar dan Dash (2008) menyatakan bahwa reksadana berpengaruh terhadap tingkat inflasi. Penelitian yang menghubungkan antara tingkat inflasi dan *return* reksadana juga dilakukan oleh Elena Diaconasu dan Asavoaei Alexandru yang melihat hubungan korelasi antara *return* reksadana dengan tingkat inflasi di Amerika Serikat dan Rumania. Data yang digunakan antara tahun 1999-2009 di Negara Rumania dan data tahun 2008 dan 2010 untuk Negara Amerika Serikat. Hasil penelitian menunjukkan bahwa di Amerika, terdapat pengaruh positif signifikan antara tingkat inflasi dan kinerja reksadana. Jika terjadi inflasi menyebabkan *trend* reksadana meningkat yang menyebabkan masyarakat banyak melakukan investasi pada reksadana dengan harapan masyarakat mendapatkan keuntungan yang lebih tinggi. Sedangkan di Rumania, tidak dapat dibuktikan adanya pengaruh antara tingkat inflasi dan reksadana. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Shukla (2011) menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif antara inflasi dan kinerja reksadana.

$H_0: \alpha_5 = 0$; tidak terdapat pengaruh tingkat inflasi terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

$H_a: \alpha_5 \neq 0$; terdapat pengaruh tingkat inflasi terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

B. Reksadana Saham

1. Pengaruh umur reksadana saham terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

Umur reksadana dilihat dari mulainya reksadana tersebut diperjualbelikan. Menurut Rao (2000), Cahyono (2000), Chen, Hong, Huang, Kubik (2008), Zahra (2010) menyatakan bahwa semakin lama umur reksadana maka semakin berpengalaman manajer investasi dalam mengelola portofolionya sehingga akan meningkatkan kinerja reksadananya. Selain itu, investor lebih menyukai memilih reksadana yang berumur lama.

$H_0: \beta_1 \leq 0$; tidak terdapat pengaruh positif umur reksadana terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

$H_a: \beta_1 > 0$; terdapat pengaruh positif umur reksadana terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

2. Pengaruh kinerja reksadana saham periode sebelumnya terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

Kinerja reksadana periode sebelumnya biasanya digunakan oleh investor untuk memprediksi kinerja reksadana. Menurut Goetzmann dan Ibbotson (1994), Brown dan Goetzmann (1995), Malkiel (1995), Pastor dan Stambaugh (2001), Maruli (2009), dan

Zahra (2010) menyatakan bahwa kinerja masa lalu dan peringkat masa lalu sangat berguna untuk melakukan prediksi dimasa depan. Tetapi menurut Bogle (1994) kinerja masa depan suatu reksadana berdasarkan kinerja hasil sebelumnya tidak dapat memberikan hasil yang efektif bahkan seringkali menyesatkan.

Ho: $\beta_2 = 0$;tidak terdapat pengaruh kinerja reksadana saham periode sebelumnya terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

Ha: $\beta_2 \neq 0$;terdapat pengaruh kinerja reksadana saham periode sebelumnya terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

3. Pengaruh nilai tukar terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

Hasil penelitian Dima, Bogdan, barna, Flavia, dan Nachescu (2006) menyatakan bahwa nilai tukar berpengaruh terhadap kinerja reksadana sedangkan hasil penelitian Bendot Khairul Akbar (2002), Mofleh (2011) menyatakan nilai tukar tidak mempengaruhi kinerja reksadana.

Ho: $\beta_3 = 0$;tidak terdapat pengaruh nilai tukar terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

Ha: $\beta_3 \neq 0$;terdapat pengaruh nilai tukar terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

4. Pengaruh tingkat bunga SBI terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

Penelitian yang dilakukan oleh Skukla (2011) menyatakan bahwa tingkat bunga mempengaruhi kinerja reksadana saham. Penelitian tersebut juga didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Kumar dan Dash (2008). Menurut Sakhawi, kenaikan tingkat bunga akan menyebabkan biaya investasi meningkat dan jumlah pengeluaran investasi akan menurun, sehingga berakibat ekspektasi pendapatan dari investasi reksadana akan menurun.

Ho: $\beta_4 \geq 0$; tidak terdapat pengaruh negatif tingkat bunga SBI terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

Ha: $\beta_4 < 0$; terdapat pengaruh tingkat bunga SBI terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

5. Pengaruh tingkat inflasi terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

Penelitian yang dilakukan oleh Kumar dan Dash (2008) menyatakan bahwa reksadana berpengaruh terhadap tingkat inflasi. Penelitian yang menghubungkan antara tingkat inflasi dan *return* reksadana juga dilakukan oleh Elena Diaconasu dan Asavoaei Alexandru yang melihat hubungan korelasi antara *return* reksadana dengan tingkat inflasi di Amerika Serikat dan Rumania. Data yang digunakan antara tahun 1999-2009 di Negara Rumania dan data tahun 2008 dan 2010 untuk Negara Amerika Serikat. Hasil penelitian menunjukkan bahwa di amerika, terdapat pengaruh positif signifikan antara tingkat inflasi dan reksadana. Jika terjadi inflasi menyebabkan trend reksadana

meningkat yang menyebabkan masyarakat banyak melakukan investasi pada reksadana dengan harapan masyarakat mendapatkan keuntungan yang lebih tinggi. Sedangkan di Rumania, tidak dapat dibuktikan adanya pengaruh antara tingkat inflasi dan reksadana. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Shukla (2011) menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif signifikan antara inflasi dan kinerja reksadana.

Ho: $\beta_5 = 0$; tidak terdapat pengaruh tingkat inflasi terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

Ha: $\beta_5 \neq 0$; terdapat pengaruh tingkat inflasi terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen

3.5. Metode Analisis Data

3.5.1. Estimasi Model Regresi Data Panel

Dalam penelitian ini menggunakan metode pengolahan regresi data panel. Metode tersebut menggabungkan antara data *time series* dan *cross section* biasanya mengalami kesulitan dalam spesifikasi modelnya, dimana residual akan mempunyai tiga kemungkinan residual yaitu residual *time series*, *cross section* maupun gabungan keduanya. Ada tiga pendekatan yang biasa digunakan untuk mengestimasi model regresi dengan data panel yaitu *Common Effect*, *Fixed Effect* dan *Random Effect*. Metode *Pooled Least Square (Common Effect)* merupakan pendekatan yang paling sederhana dalam mengestimasi data panel. Pada pendekatan ini tidak memperhatikan dimensi waktu dan individual, dan pendekatan ini mengasumsikan perilaku data antar perusahaan sama dalam berbagai kurun waktu. Sesuai dengan namanya yaitu *pooled* yang berarti dalam metode ini digunakan data panel dan *least square* yang berarti metode ini meminimumkan jumlah *error* kuadrat. Teknik model *Fixed Effect* adalah teknik mengestimasi data panel dengan menggunakan

variabel *dummy* untuk menangkap adanya perbedaan intersep. Teknik ini berdasarkan perbedaan intersep antara perusahaan namun intersepnya sama antar waktu. Model ini mengasumsikan bahwa koefisien regresi (*slope*) tetap antar perusahaan dan antar waktu. *Fixed Effect* membawa konsekuensi berkurangnya derajat kebebasan yang pada akhirnya mengurangi efisiensi parameter yang bisa diatasi dengan menggunakan variabel gangguan (*error terms*) dikenal sebagai metode *random effects*. Teknik ini mengestimasi data panel dimana variabel gangguan mungkin saling berhubungan antar waktu dan antar individu (Widarjono, 2007).

Sesuai dengan jenis data dan alat pengolahan data yang digunakan, maka harus melakukan langkah-langkah sebagai berikut (Widarjono, 2007):

1. Melakukan estimasi dengan *fixed effect*
2. Melakukan uji *Chow- (Pool vs Fixed Effect)* dengan hipotesis:

H_0 : Menggunakan model *pool (common)*

H_1 : Menggunakan model *fixed effect*

Uji statistik F digunakan untuk memilih antara metode OLS (*common*) tanpa variabel *dummy* atau *Fixed Effect*. Hal ini dilakukan untuk mengambil keputusan apakah sebaiknya menambah variabel *dummy* untuk mengetahui bahwa *intersept* berbeda antar perusahaan dengan metode *Fixed Effect* dapat diuji dengan uji F statistik.

Jika H_0 diterima, maka selesai sampai di Uji *Chow* saja.

3. Estimasi dengan *Random Effect*
4. Melakukan uji *Hausman (Random vs Fixed effect)* dengan hipotesis:

H_0 : Menggunakan model *random effect*

H_1 : Menggunakan model *fixed effect*

Hausman telah mengembangkan suatu uji statistik untuk memilih apakah penggunaan model *Fixed Effect* atau *Random Effect*. Uji *Hausman* ini didasarkan pada ide bahwa *Least Square Dummy Variabel* (LSDV) di dalam metode *Fixed Effect* dan *Generalized Least Square* (GLS) adalah efisien sedangkan metode OLS tidak efisien, di lain pihak alternatifnya metode OLS efisien dan GLS tidak efisien. Oleh karena itu, uji hipotesis nulnya adalah hasil estimasi keduanya tidak berbeda sehingga uji Hausman bisa dilakukan berdasarkan perbedaan estimasi tersebut. Jika H_0 diterima, maka selesai sampai di Uji *Hausman* saja.

3.5.2. Pengujian Stasioneritas

Suatu data series secara umum dapat dikatakan stasioner secara lemah (*weakly stationary*) apabila dua momen pertamanya konstan seiring dengan berjalannya waktu, atau dengan kata lain *mean*, *variance*, dan *covarian* bukan merupakan fungsi dari waktu. Adapun momen yang dimiliki pada suatu data *series* diantaranya:

1. Momen pertama: $E[X_t] = c$, artinya rerata (*mean*) dari suatu data *series* adalah konstan
2. Momen kedua: $\text{Var}[X_t] = \sigma^2$, artinya *varians* dari suatu data *series* tidak tergantung terhadap waktu
3. Momen ketiga: $\text{Cov}[X_t, X_{t-k}] = \sigma k^2$, artinya data *series* bersifat independen atau tidak ada hubungan antara data *series* yang satu dengan yang lainnya

Kemudian secara informal melalui pengamatan grafik, suatu *series* dapat dikatakan stasioner pada tingkat *mean* apabila tidak ada kecenderungan *mean* dari data *series* tersebut naik atau turun secara terus menerus. Sedangkan suatu data *series* dapat dikatakan stasioner pada tingkat *varians* apabila fluktuasi *series* tersebut stabil atau dengan kata lain tidak ada perbedaan

range fluktuasi data. Selanjutnya untuk mendapatkan suatu *series* yang stasioner, dapat dilakukan dengan cara *differencing* atau mencari nilai turunan dari suatu *series*. Proses *differencing* untuk mendapatkan suatu data *series* yang stasioner pada tingkat order tertentu dapat dikatakan sebagai proses *Integratedness* (I). Suatu data *series* dikatakan terintegrasi pada order 1, dinyatakan dengan I (1), apabila *series* tersebut dapat diubah menjadi *series* yang stasioner pada perubahan (*differencing*) pertama. Umumnya pada data keuangan, proses differensiasi atau perubahan hanya dilakukan sampai dengan order atau tingkat pertama, tetapi dapat pula dilanjutkan pada tingkat yang lebih tinggi sampai diperoleh suatu *series* yang stasioner.

Secara statistik, pengujian untuk menentukan apakah suatu data *series* telah stasioner atau belum, dapat dilakukan dengan uji *unit root* (*unit root test*). Pengujian *unit root* dilakukan dengan pendekatan *Augmented Dickey-Fuller Test* yang dirumuskan sebagai berikut:

$$\Delta X_t = \alpha + \beta X_{t-1} + \delta_t + \mu_t$$

Dimana:

$\Delta X_t = X_t - X_{t-1}$, yaitu perbedaan nilai antara data *series* pada periode t dengan data *series* pada periode t-1.

Ut = *disturbance term*

t = komponen *trend*

Selanjutnya uji signifikansi parameter pada pengujian stasioneritas sama seperti pada uji-t, namun distribusi *test statistic* (t-stat) tidak mengikuti distribusi *student t* melainkan mengikuti distribusi *Augmented Dickey-Fuller*. Pengujian stasioneritas pada data *series* dilakukan terhadap *intercept* pada model. Adapun perumusan hipotesis sebagai berikut:

H0: $\beta = 0$, atau ada *unit root* pada data *series*

Ha: $\beta \neq 0$, atau tidak ada *unit root* pada data *series*

Kriteria penolakan pada perumusan hipotesis adalah sebagai berikut:

1. Jika nilai absolut *Augmented Dickey-Fuller test statistic* < nilai absolut *test critical value*, maka keputusannya adalah menerima H0 atau dengan kata lain menolak Ha. Hal ini berarti data *series* dalam penelitian stasioner.
2. Jika nilai absolut *Augmented Dickey-Fuller test statistic* > nilai absolut *test critical value*, maka keputusannya adalah menolak H0 atau dengan kata lain menerima Ha. Hal ini berarti data *series* dalam penelitian stasioner.

3.5.3. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik bertujuan untuk mengetahui apakah model regresi yang diperoleh dapat menghasilkan estimator linear yang baik. Apabila dalam suatu model telah memenuhi asumsi klasik, maka dapat dikatakan model tersebut sebagai model yang ideal atau menghasilkan estimator linier tidak bias yang terbaik (*Best Linier Unbias Estimator* / BLUE). Suatu model dikatakan BLUE apabila memenuhi persyaratan non multikolinieritas, non heteroskedastisitas dan non autokorelasi (Widarjono, 2007).

A. Uji Multikolinieritas

Multikolinieritas berarti adanya hubungan linear yang sempurna atau pasti, diantara beberapa atau semua variabel yang menjelaskan dari model regresi (Gujarati, 2003). Konsekuensi dari adanya multikolinieritas adalah apabila ada kolinieritas sempurna diantara variabel independen, koefisien regresinya tidak tertentu dan kesalahan standarnya tidak terhingga. Jika kolinieritas tingkatnya tinggi tetapi tidak sempurna, penaksiran koefisien regresi adalah mungkin,

tetapi kesalahan standarnya cenderung besar. Hal ini mengakibatkan nilai populasi dari koefisien tidak dapat ditaksir dengan tepat. Untuk mengetahui ada atau tidaknya multikolinearitas dapat dilakukan dengan *correlation matrix*. Apabila koefisien korelasinya kurang dari 0,85 (*rule of thumb* 0,85) bisa dikatakan tidak terjadi multikolinearitas, dan sebaliknya apabila koefisien korelasi melebihi 0,85 bisa dikatakan terjadi multikolinearitas (Widarjono, 2007).

B. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya penyimpangan asumsi klasik heteroskedastisitas, yaitu adanya ketidaksamaan varian dari residual untuk semua pengamatan pada model regresi. Prasyarat yang harus terpenuhi dalam model regresi adalah tidak adanya gejala heteroskedastisitas. Ada beberapa uji untuk mengetahui ada atau tidaknya heteroskedastisitas, salah satunya dengan menggunakan uji *White* dengan melihat probabilitas *Chi Squares*. Sebelum melakukan pengujian, lebih dulu disusun hipotesis, yaitu :

H_0 : Tidak ada heteroskedastisitas

H_a : Ada heteroskedastisitas

Jika nilai probabilitas *Chi Squares* pada nilai $Obs \cdot R\text{-Square}$ lebih besar dari $\alpha = 5\%$ maka terima H_0 yang artinya tidak ada heteroskedastisitas.

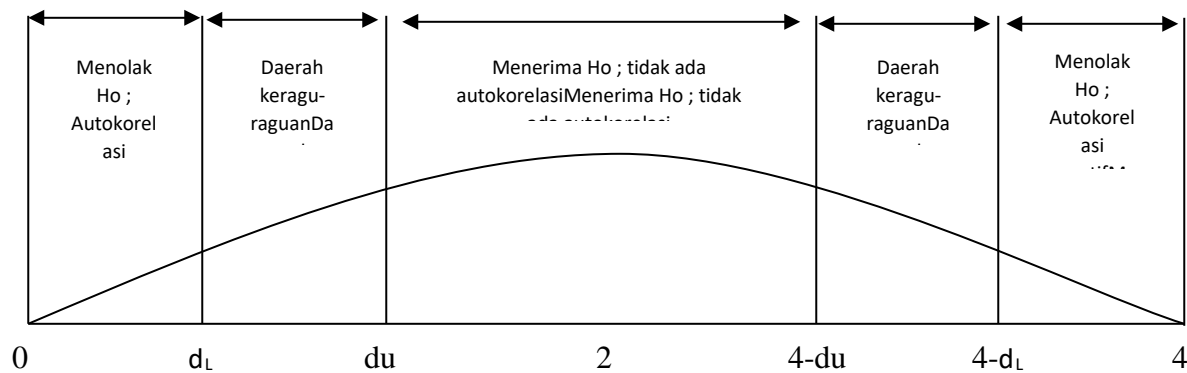
C. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya penyimpangan asumsi klasik autokorelasi, yaitu korelasi yang terjadi antara residual pada satu pengamatan dengan pengamatan lain pada model regresi. Menurut Gujarati (2003), uji autokorelasi ini dapat

didefinisikan sebagai korelasi antara anggota serangkaian observasi yang diurutkan menurut waktu (seperti dalam data *time series*) atau ruang (seperti dalam data *cross section*). Penelitian ini menggunakan data pooling (*pooling time series*) yang menggabungkan antara data *time series* dan data *cross section*, sehingga perlu dilakukan uji autokorelasi.

Dalam mendeteksi ada atau tidaknya gejala autokorelasi digunakan metode *Durbin-Watson* yang menurunkan nilai kritis batas bawah (d_L) dan batas atas (d_U) sehingga jika nilai d hitung dari persamaan regresi terletak di luar nilai kritis ini maka ada tidaknya autokorelasi baik positif atau negatif dapat diketahui (Widarjono, 2007). Penentuan ada atau tidaknya autokorelasi dapat dilihat pada Tabel 3.1 atau Gambar 3.1.

Gambar 3.1. Daerah Penerimaan pada Uji *Durbin-Watson*



Sumber: Gujarati (2003)

3.6. Teknik Pengujian Hipotesis

3.6.1. Uji t (Parsial)

Uji t digunakan untuk mengetahui apakah variabel independen (X_1, X_2, X_3, X_4, X_5) secara individu berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen (Y) dengan asumsi nilai variabel yang lain adalah konstan.

Hipotesis yang digunakan :

H_0 : Variabel independen secara partial tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

H_a : Variabel independen secara partial berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Dimana :

Jika $p \text{ value} < 5\% (\alpha)$ maka H_0 ditolak dan menerima H_a

Jika $p \text{ value} > 5\% (\alpha)$ maka H_0 diterima

3.6.2. Uji F (Simultan)

Uji F digunakan untuk mengetahui apakah variabel independen (X_1, X_2, X_3, X_4, X_5) secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen (Y).

Hipotesis yang digunakan adalah :

H_0 : Variabel independen secara simultan tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

H_a : Variabel independen secara simultan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Dimana :

Jika $p \text{ value} < 5\% (\alpha)$ maka H_0 ditolak dan menerima H_a

Jika $p \text{ value} > 5\% (\alpha)$ maka H_0 diterima

3.6.3. Uji Koefisien Determinasi (*Adjusted R²*)

Koefisien determinasi (*Adjusted R²*) mengukur kebaikan sesuai (*goodness of fit*) dari persamaan regresi yaitu seberapa besar proporsi variasi variabel dependen dijelaskan oleh semua

variabel independen (Gujarati, 1995). Nilai koefisien regresi terletak diantara 0 dan 1. Nilai $R^2 = 1$, berarti variasi variabel independen yang digunakan dalam model menjelaskan 100% variasi variabel dependen, jika $R^2 = 0$ berarti tidak ada sedikitpun presentasi sumbangan pengaruh yang diberikan variabel independen terhadap variabel dependen.

Dapat disimpulkan bahwa bagus tidaknya suatu model bukanlah ditentukan oleh R^2 yang tinggi, akan tetapi harus lebih memperhatikan relevansi logis atau teoritis dari variabel independen dengan variabel dependen dan arti statistik (Gujarati, 2003). Berhubung penelitian ini menggunakan lebih dari dua variabel independen, maka digunakan alternatif lain yaitu nilai *adjusted r²*.

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Objek Penelitian dan Pengambilan Sampel

Adapun objek dari penelitian ini adalah reksadana yang meliputi reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham. Pengambilan kedua jenis reksadana ini disebabkan karakteristik kedua reksadana ini sangat berbeda. Reksadana saham lebih menempatkan portofolionya mayoritas ke saham yang memiliki karakteristik risiko yang tinggi walaupun potensial *return* juga tinggi. Sedangkan reksadana pendapatan tetap menempatkan portofolionya mayoritas ke aset yang risikonya kecil seperti obligasi dan surat berharga pemerintah. Berdasarkan perbedaan karakteristik tersebut maka peneliti mengambil kedua objek tersebut.

Jumlah reksadana pendapatan tetap sampai tahun 2012 adalah sebanyak 118 reksadana.

Dengan menggunakan kriteria pemilihan sampel yang digunakan adalah sebagai berikut:

1. Reksadana pendapatan tetap yang aktif selama periode 2010-2012
2. Tidak mengubah nama reksadana selama periode 2010-2012
3. Berturut-turut mengeluarkan data Nilai Aktiva Bersih (NAB) dan dapat diakses selama periode pengamatan.

Berdasarkan hal tersebut, maka jumlah sampel reksadana pendapatan tetap sebanyak 55 reksadana.

Adapun nama-nama reksadana pendapatan tetap adalah sebagai berikut:

Tabel 4.1.

Reksadana Pendapatan Tetap Periode 2010 – 2012

No	Nama Reksadana	No.	Nama Reksadana
1	AAA Bond Fund 2	29	Manulife Pendapatan Bulanan II
2	Bahana Kehati Lestari	30	Mega Dana Obligasi Syariah
3	Bahana TCW Ganesha Abadi	31	Mega Dana Ori Dua

4	Bahana TCW Optima Pendapatan Abadi	32	MNC Dana Likuid
5	Bahana TCW Pendapatan Tetap Abadi 2	33	MNC Dana Syariah
6	Batavia - Si Danaobligasi Maxima	34	Nikko Gebyar Indonesia Dua
7	Batavia Dana Obligasi Ultima	35	Nikko Indah Nusantara Dua
8	BNI Dana Syariah	36	Nikko Tron Dua
9	BNP Paribas Obligasi Plus	37	NISP Dana Tetap II
10	BNP Paribas Prima 2	38	NISP Dana Tetap Likuid
11	BNP Paribas Rupiah Plus	39	Panin Dana Utama Plus 2
12	Brent Dana Tetap	40	Panin Gebyar Indonesia II
13	CIMB-Principal Income Fund A	41	PNM Amanah Syariah
14	Dana Obligasi Stabil	42	PNM Dana Sejahtera Dua
15	Danareksa Gebyar Indonesia II	43	Prospera Obligasi
16	Danareksa Melati Platinum Rupiah	44	Prospera Obligasi Plus
17	Equity Dana Pasti	45	Reksadana Makara Prima
18	Equity Development Securities Dana Premier	46	Riau Income Fund
19	GMT Dana Obligasi Plus	47	Schroder Dana Andalan II
20	GMT Dana Pasti 2	48	Schroder Dana Mantap Plus II
21	I-Hajj Syariah Fund	49	Schroder Prestasi Gebyar Indonesia II
22	Investasi Reksa Premium	50	Simas Danamas Instrument Negara
23	ITB - Niaga	51	Simas Danamas Mantap Plus
24	Lautandhana Fixed Income	52	Sinarmas Danamas Pasti
25	Mandiri Investa Dana Obligasi Seri II	53	Sinarmas Danamas Stabil
26	Manulife Dana Tetap Pemerintah	54	Trim Pendapatan Tetap 2
27	Manulife Obligasi Negara Indonesia II	55	Trimegah Dana Stabil
28	Manulife Obligasi Unggulan		

Sumber: Hasil Olahan

Sedangkan, jumlah reksadana saham sampai tahun 2012 sebanyak 92 reksadana. Dengan kriteria pemilihan sampel yang digunakan adalah sebagai berikut:

1. Reksadana saham yang aktif selama periode 2010-2012
2. Tidak mengubah nama reksadana selama periode 2010-2012
3. Berturut-turut mengeluarkan data Nilai Aktiva Bersih (NAB) dan dapat diakses selama periode pengamatan.

Berdasarkan kriteria pemilihan sampel diatas maka jumlah sampel reksadana saham sebanyak 48 reksadana.

Adapun nama-nama reksadana saham adalah sebagai berikut:

Tabel 4.2.
Reksadana Saham Periode 2010 – 2012

No	Nama Reksadana	No.	Nama Reksadana
1	AAA Blue Chip Value Fund	25	GMT Dana Ekuitas
2	Axa Citradinamis	26	Lautandhana Equity
3	Bahana TCW Dana Prima	27	Mandiri Investa Atraktif
4	Batavia Dana Saham	28	Mandiri Investa Atraktif Syariah
5	Batavia Dana Saham Agro	29	Mandiri Investa UGM
6	Batavia Dana Saham Optimal	30	Manulife Dana Saham
7	Batavia Dana Saham Syariah	31	Manulife Saham Andalan
8	BNI Berkembang	32	Manulife Syariah Sektoral Amanah
9	BNP Paribas Ekuitas	33	Millenium Danatama Equity Fund
10	BNP Paribas Infrastruktur Plus	34	Panin Dana Prima
11	BNP Paribas Pesona	35	Portfolio Panin Dana Maksima
12	BNP Paribas Solaris Fund	36	Pratama Ekuitas
13	BNP Paribas Spektra	37	Pratama Saham
14	CIMB Islamic Equity Growth Syariah	38	Reksadana Danareksa Mawar Agresif
15	CIMB-Principal Equity Aggressive	39	Reksadana PNM Ekuitas Syariah
16	Cipta Syariah Equity Fund	40	Reksadana Syariah BNP Paribas Pesona Amanah
17	Corfina Capital - Grow 2 Prosper	41	Rencana Cerdas
18	Dana Ekuitas Andalan	42	Schroder Dana Istimewa
19	Dana Ekuitas Prima	43	Schroder Dana Prestasi
20	Emco Growth	44	Schroder Dana Prestasi Plus
21	Emco Mantap	45	Syailendra Equity Opportunity Fund
22	First State IndoEquity Dividend Yield Fund	46	Trimegah - Trim Kapital
23	First State IndoEquity Sectoral Fund	47	Trimegah - Trim Kapital Plus
24	First State Indoequity Value Select Fund	48	Trimegah Syariah Saham

Sumber: Hasil Olahan

4.2. Statistik Deskriptif

4.2.1. Reksadana Pendapatan Tetap

Reksadana pendapatan tetap adalah reksadana yang menginvestasikan dana investor ke dalam bentuk efek bersifat utang sekurang-kurangnya 80% dari total asetnya. Surat utang (obligasi) yang dipilih dapat berupa obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan atau pemerintah. Kinerja reksadana pendapatan tetap dapat dilihat melalui Sharpe ratio dan Jensen ratio. Selain itu akan dilihat umur reksadana pendapatan tetap. Adapun hasilnya dapat dilihat pada Tabel berikut ini:

Tabel 4.3.
Statistik Deskriptif Reksadana Pendapatan Tetap
Periode 2010 – 2012

	Sharpe Ratio	Jensen Ratio	Umur reksadana
Mean	0.294309	0.000683	61.33636
Median	0.277550	0.000292	60.000
Maximum	1.756900	0.489208	111.000
Minimum	-2.291300	-0.009046	13.000
Std.dev	0.406976	0.011089	23.222
Jarque-Bera	246.6828	2.99E+08	85.23985
Probability	0.00000	0.00000	0.00000
Observations	1980	1980	1980

Sumber: Hasil Olahan

Pada Tabel 4.3 terlihat bahwa Rasio Sharpe yang menggambarkan kinerja pada reksadana pendapatan tetap untuk periode observasi 2010-2012 rata-rata sebesar 0.294309. Hal ini berarti setiap 1% risiko yang ditanggung, maka rata-rata reksadana pendapatan tetap memberikan *excess return* sebesar 0.2943 %. Adapun yang dimaksud dengan *excess return* adalah selisih *return* reksadana dengan *risk free*. Dasar pemikirannya, selain *return* positif, *return* reksadana juga seharusnya di atas tingkat *return* instrument bebas risiko. Semakin tinggi *return* reksadana, maka semakin baik kinerja reksadana karena memberikan *return* yang tinggi atas risiko yang ditanggungnya. Selain itu kinerja tertinggi reksadana pendapatan tetap sebesar 1.757, yaitu pada Reksadana MNC Dana Syariah (MDS) Bulan November 2010. Hal ini berarti Reksadana MNC Dana Syariah pada Bulan November 2010 memberikan *excess return* 1.757 % setelah memperhitungkan risiko sistematis maupun risiko tidak sistematis. Sedangkan, kinerja reksadana terendah menurut Rasio Sharpe pada tahun pengamatan 2010-2012 sebesar -2.2913 pada Reksadana Brent Dana Tetap (BDT) Bulan Maret 2010. Hal ini memiliki makna Reksadana Brent Dana tetap (BDT) pada Bulan Maret 2010 memberikan *loss return* 2.2913 % untuk setiap 1 % risiko yang ditanggungnya.

Untuk pengukuran kinerja reksadana berdasarkan Rasio Jensen, selama periode observasi 2010-2012 memberikan nilai rata-rata sebesar 0.000683. Hal ini berarti rata-rata kinerja manajer reksadana pada periode pengamatan memberikan *excess return* 0.0000683 % terhadap risiko yang ditanggungnya. Untuk kinerja reksadana tertinggi menurut Rasio Jensen sebesar 0.489208 diperoleh oleh Reksadana Trimegah Dana Stabil (TDS) pada Bulan Agustus 2012. Hal ini berarti Reksadana Trimegah Dana Stabil (TDS) memberikan *excess return* 0.489208 % dibandingkan risiko yang ditanggungnya. Sedangkan kinerja reksadana terendah menurut Rasio Jensen sebesar -0.009046 pada Reksadana Schroder Dana Andalan II (SDA) pada Bulan Mei 2012. Hal ini berarti kinerja reksadana tersebut di bawah kinerja pasar yang berarti mendapatkan *loss return* sebesar 0.009046 % dari setiap risiko yang ditanggungnya.

Umur reksadana pada pendapatan tetap untuk periode penelitian 2010-2012 memiliki rata-rata 61.34 bulan. Untuk umur reksadana tertinggi adalah reksadana BNP Paribas Rupiah Plus (BRP) sebesar 111 bulan pada Bulan Desember 2012 dengan tanggal efektif penerbitan 14 Oktober 2003. Sedangkan umur reksadana pendapatan tetap yang terendah sebesar 13 bulan pada Bulan Januari 2010 pada reksadana Manulife Obligasi Negara Indonesia II (MOI) dengan tanggal efektif penerbitan 23 Januari 2009 dan Manulife Pendapatan Bulanan II (MPB) dengan tanggal penerbitan 23 Januari 2009. Adapun untuk reksadana pendapatan tetap jumlah observasi sebesar 1980 baik untuk Rasio Sharpe maupun Rasio Jensen.

4.2.2. Reksadana Saham

Reksadana saham adalah reksadana yang portofolio investasinya pada instrumen berbentuk saham dengan jumlah minimum 80% dari total aset investasi. Hasil keuntungan yang didapatkan oleh investor yang membeli reksadana saham ini berbentuk dividen dan *capital gain*. Dividen didapatkan ketika Emiten membagikan sebagian laba bersihnya untuk pembayaran dividen kepada

para pemegang saham. Reksadana ini memiliki risiko paling tinggi dibandingkan dengan jenis reksadana lain meskipun potensi keuntungan yang dapat diperoleh juga tinggi (*high risk high return*). Kinerja reksadana saham dapat dilihat dengan menggunakan *Sharpe Ratio* dan *Jensen Ratio*. Adapun statistik deskriptif reksadana saham dapat dilihat pada Tabel 4.4.

Tabel 4.4.
Statistik Deskriptif Reksadana Saham
Periode 2010 – 2012

	Sharpe Ratio	Jensen Ratio	Umur reksadana
Mean	0.072142	-0.000528	80.31250
Median	0.105400	-0.000101	63.00000
Maximum	1.016800	0.168177	197.000
Minimum	-0.649000	-0.990220	13.000
Std.dev	0.213257	0.024609	47.34395
Jarque-Bera	12.04669	1.65E+08	303.3002
Probability	0.002422	0.000000	0.000000
Observations	1728	1728	1728

Sumber: Hasil Olahan

Pada Tabel 4.4. dapat dilihat bahwa Rasio Sharpe pada reksadana saham periode pengamatan 2010-2012 memiliki rata-rata 0.072142. Hal ini menunjukkan bahwa Rasio Sharpe tersebut bernilai positif sehingga menggambarkan secara rata-rata reksadana saham selama periode 2010-2012 memiliki kinerja yang baik. Rasio Sharpe tertinggi sebesar 1.016800 pada Reksadana Portfolio Panin Dana Maksima (PDM) Bulan September 2010. Hal ini berarti Reksadana Portfolio Panin Dana Maksima (PDM) mendapatkan *excess return* sebesar 1.0168 % terhadap total risiko yang ditanggungnya. Sedangkan kinerja terendah berdasarkan Rasio Sharpe untuk reksadana saham periode 2010-2012 pada reksadana Batavia Dana Saham Agro (BDA) Bulan Mei 2012 sebesar -0.649. hal ini menunjukkan pada periode penelitian 2010-2012 untuk reksadana saham pada Reksadana Batavia Dana Saham (BDA) menunjukkan kinerja terendah sebesar -0.649 % terhadap risiko yang ditanggungnya. Jumlah observasi reksadana saham menurut Rasio Sharpe adalah 1728 observasi.

Kinerja reksadana juga dapat dilihat dengan menggunakan Rasio Jensen. Berdasarkan Tabel 4.4, rata-rata kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen sebesar -0.000528 , sehingga dapat disimpulkan bahwa selama periode 2010-2012 reksadana saham mencatatkan kinerja yang rendah yaitu hanya -0.000528% dibawah kinerja pasar modal yaitu *return* IHSG berdasarkan risiko yang ditanggungnya. Selama periode penelitian yaitu tahun 2010- 2012, kinerja tertinggi menurut Rasio Jensen sebesar 0.168177 pada Reksadana Bahana TCW Dana Prima (TCW) Bulan Januari 2012. Hal ini menunjukkan manajer investasi pada reksadana Bahana TCW Dana Prima memiliki kinerja baik karena kinerja reksadana pada bulan Januari 2012 sebesar 0.168177% diatas kinerja pasar berdasarkan risiko yang ditanggungnya. Sedangkan kinerja reksadana terendah menurut Rasio Jensen pada reksadana saham periode 2010-2012 adalah Reksadana Schroder Dana Istimewa (SDI) pada Bulan Februari 2010 sebesar -0.990220 . Keadaan ini menunjukkan bahwa Manager investasi pada Schroder Dana Istimewa memiliki kinerja yang rendah pada Bulan Februari 2010, dimana memiliki kinerja 0.990220% dibawah kinerja pasar terhadap risiko yang ditanggungnya. Jumlah observasi untuk kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen adalah 1728 observasi.

Untuk umur reksadana saham periode 2010-2012 memiliki rata-rata umur reksadana saham selama 80.31 bulan. Reksadana saham yang memiliki umur terlama yaitu reksadana Bahana TCW Dana Prima (TCW) pada Bulan Desember 2012 yaitu selama 197 bulan dengan tanggal penerbitan 8 Agustus 1996. Sedangkan umur reksadana saham yang terendah selama 13 bulan pada Bulan Januari 2010 pada reksadana Manulife Syariah Sektor Amanah (MSS) dengan tanggal efektif penerbitan 21 Januari 2009. Adapun untuk reksadana saham jumlah observasi untuk umur reksadana sebesar sebesar 1728 observasi.

4.2.3. Kondisi Makroekonomi

Adapun variabel makroekonomi yang digunakan dalam mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap dan saham adalah inflasi, tingkat bunga SBI, nilai tukar, dan perubahan nilai tukar. Periode pengamatan selama tahun 2010 – 2012 dengan menggunakan data bulanan. Adapun hasil statistik deskriptif dapat dilihat pada Tabel 4.5.

Tabel 4.5.
Statistik Deskriptif Makroekonomi
Periode 2010 – 2012

	Inflasi	SBI	Kurs	Δ Kurs
Mean	0.447219	5.859167	9069.606	10.73429
Median	0.522681	6.460000	9032.350	13.30000
Maximum	1.676766	7.36	9642.000	206.9000
Minimum	-0.708075	3.82	8522.800	-173.7000
Std.dev	0.478953	1.136490	306.9361	93.19766
Jarque-Bera	15.45850	213.9486	30.27536	28.62413
Probability	0.000440	0.000000	0.000000	0.000001

Sumber: Hasil Olahan

Inflasi menggambarkan kondisi dimana rata-rata harga barang dan jasa dalam perekonomian mengalami kenaikan dalam periode tertentu. Tingkat inflasi juga bisa digunakan untuk mengukur daya beli masyarakat. Semakin tinggi inflasi maka semakin tinggi pula rata-rata kenaikan harga sehingga mempunyai dampak kepada penurunan daya beli, begitu pula sebaliknya. Metode perhitungan inflasi pada penelitian ini menggunakan pendekatan Indeks Harga Perdagangan Besar (IHPB). Menurut BPS, Harga Perdagangan Besar dari suatu komoditas ialah harga transaksi yang terjadi antara penjual/pedagang besar pertama dengan pembeli/pedagang besar berikutnya/pedagang lainnya dalam jumlah besar pada pasar pertama atas suatu komoditas.

- o Pedagang pasar pertama ialah pedagang besar sesudah produsen/penghasil.
- o Pasar pertama ialah tempat bertemunya antara pedagang besar pertama dengan pedagang berikutnya (bukan konsumen), dengan kata lain yaitu pasar sesudah pasar produsen.

- o Jumlah besar/*party* atau grosir artinya tidak atau bukan eceran.

Selama periode pengamatan rata-rata tingkat inflasi sebesar 0.4472 % yang berarti selama periode 2010-2012 rata-rata kenaikan harga sebesar 0.4472%. Inflasi tertinggi selama periode pengamatan tahun 2010-2012 sebesar 1.677 pada Bulan Agustus 2012. Maksudnya rata-rata kenaikan harga barang dan jasa pada Bulan Agustus 2012 mengalami kenaikan 1.677 % dibandingkan harga pada bulan sebelumnya. Menurut BPS, kenaikan harga pada Bulan Desember 2012 disebabkan oleh kenaikan pada sektor pertanian sebesar 1.16 %, sektor industri sebesar 0.51 %, kelompok barang impor nonmigas sebesar 0.41 %, dan kelompok barang ekspor nonmigas sebesar 0.06 %. Sedangkan sektor pertambangan dan penggalian mengalami penurunan sebesar 0.18 % dan beberapa komoditas yang mengalami kenaikan harga pada Agustus 2012 antara lain padi/gabah, jagung, ikan laut, ikan darat, dan daging sapi. Sedangkan inflasi terendah selama periode pengamatan tahun 2010 – 2012 sebesar -0.708 %. Inflasi terendah atau deflasi terjadi pada Bulan Juni 2012 menurut Indeks Harga Perdagangan Besar (IHPB) bersumber pada Bank Indonesia sebesar -0.708. Hal ini berarti pada Bulan Juni 2012 terjadi penurunan harga rata-rata sebesar 0.708 % dibandingkan Bulan Mei 2012.

Sertifikat Bank Indonesia (SBI) merupakan instrument yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia untuk mempengaruhi jumlah uang yang beredar di masyarakat. Menurut Bank Indonesia, Sertifikat Bank Indonesia (SBI) adalah surat berharga atas unjuk atas rupiah yang diterbitkan oleh Bank Indonesia sebagai pengakuan utang berjangka waktu pendek dengan sistem diskonto. Tujuan penerbitan SBI sebagai otoritas moneter, BI berkewajiban memelihara kestabilan nilai rupiah. Dalam paradigma yang dianut, jumlah uang primer (uang kartal + uang giral di BI) yang berlebihan dapat mengurangi kestabilan nilai Rupiah. SBI diterbitkan dan dijual oleh BI untuk mengurangi kelebihan uang primer tersebut. Dan sebaliknya, bila menambah uang beredar

maka Bank Indonesia membeli surat-surat berharga di pasar uang. Melalui penggunaan SBI, Bank Indonesia (BI) dapat secara tidak langsung mempengaruhi tingkat bunga di pasar uang dengan cara mengumumkan *stop out rate* (SOR). SOR merupakan tingkat suku bunga yang diterima oleh BI atas penawaran tingkat bunga dari peserta pada lelang harian maupun mingguan. Selanjutnya *stop out rate* tersebut digunakan sebagai indikator bagi tingkat suku bunga transaksi di pasar uang pada umumnya. Berdasarkan Tabel 4.5, rata-rata tingkat bunga SBI 9 bulan selama periode pengamatan tahun 2010 – 2012 adalah sebesar 5.86 %. Tingkat bunga SBI tertinggi selama periode pengamatan tahun 2010-2012 adalah sebesar 7.36 % pada Bulan Mei dan Juni Tahun 2011. Menurut Bank Indonesia, Bank Indonesia tetap mewaspadaikan potensi risiko tekanan terhadap stabilitas makroekonomi, khususnya yang berasal dari berlanjutnya aliran masuk modal asing dan tingginya harga komoditas global sehingga tingkat bunga dipertahankan tetap tinggi. Sedangkan tingkat suku bunga SBI terendah selama periode pengamatan tahun 2010-2012 adalah 3.82 % pada Bulan Februari 2012. Menurut Bank Indonesia, rendahnya tingkat bunga pada Bulan Februari 2012 dilakukan sebagai persiapan rencana kebijakan pemerintah di bidang energi. Bank Indonesia memperkirakan kenaikan harga BBM akan berdampak pada tingginya tingkat inflasi yang bersifat temporer (*one time shock*).

Nilai tukar mencerminkan tingkat mata uang suatu negara dibandingkan dengan mata uang negara lainnya yang pada periode 2010-2012. Data nilai tukar yang digunakan adalah rata-rata harian selama satu bulan yang didapat pada *pacific exchange rate* di website fx.sauder.ubc.ca. Adapun rata-rata nilai tukar rupiah terhadap dollar sebesar Rp.9069.606. Hal ini berarti selama periode 2010-2012 rata-rata kurs tengah nilai tukar rupiah terhadap dollar sebesar Rp.9069.606. Nilai tukar rupiah terhadap dollar mengalami penurunan (depresiasi) terendah selama periode 2010-2012 sebesar Rp.9642.000/\$ pada Bulan Desember 2012. Menurut Bank Indonesia dalam

tinjauan kebijakan moneter, hal ini disebabkan memburuknya kondisi perekonomian global, khususnya di kawasan Eropa, yang berdampak pada penurunan arus masuk portofolio asing ke Indonesia. Dari sisi domestik, tekanan rupiah berasal dari tingginya permintaan valas untuk keperluan impor di tengah perlambatan kinerja ekspor. Sedangkan nilai tukar rupiah terhadap dollar tertinggi selama periode 2010-2012 sebesar Rp.8522.8/\$ pada Bulan Juli 2011. Menurut Bank Indonesia dalam Tinjauan Kebijakan Moneter Agustus 2011, nilai tukar rupiah/\$ relatif stabil yang dipengaruhi oleh tingginya permintaan valas korporasi terkait dengan kebutuhan pembayaran impor yang meningkat. Akan tetapi peningkatan permintaan valas tersebut masih dapat diimbangi oleh sisi penawarannya seiring dengan derasnya aliran masuk modal asing.

Faktor eksternal terakhir yang digunakan dalam penelitian adalah perubahan nilai tukar. Perubahan nilai tukar didapatkan melalui selisih antara nilai tukar bulanan saat ini dengan nilai tukar bulanan periode sebelumnya. rata-rata perubahan nilai tukar dibandingkan bulan sebelumnya sebesar Rp.10.734. Hal ini berarti rata-rata kurs rupiah terhadap dollar selama periode 2010-2012 mengalami depresiasi setiap bulannya sebesar Rp.10.734. Perubahan apresiasi terbesar sebesar Rp.-173.7 dibandingkan bulan sebelumnya terjadi pada Bulan Maret 2010 dimana pada Bulan Februari 2010 kurs sebesar Rp.9339.9/\$ sedangkan pada Bulan Maret 2010 sebesar Rp.9166.2/\$. Menurut Badan Kebijakan Fiskal Kementerian Keuangan, Pada dasarnya dampak krisis fiskal Eropa tersebut tidak terlalu berpengaruh negatif pada kinerja pasar keuangan domestik, malah justru tren menunjukkan tingginya arus modal masuk (*capital inflow*) sehingga menyebabkan penguatan nilai tukar rupiah terhadap dollar. Sedangkan perubahan depresiasi terbesar selama periode 2010-2012 sebesar Rp.206.9. Perubahan depresiasi terbesar dibandingkan bulan sebelumnya terjadi pada Bulan September 2011 dimana pada Bulan Agustus 2011 rata-rata nilai tukar sebesar Rp.8522.8/\$ sedangkan pada Bulan September 2011 menjadi Rp.8729.7/\$.

Pelemahan rupiah terhadap dollar pada Bulan September 2011 disebabkan oleh terjadinya krisis berkepanjangan di eropa yang mencapai puncaknya pada Bulan September 2011. Akibatnya banyak investor yang mulai melarikan dananya ke negara-negara dengan mata uang yang relatif lebih aman atau yang biasa disebut dengan *save heaven currency* seperti Dollar Amerika Serikat (USD) atau Yen Jepang (JPY), sehingga hampir semua mata uang dinegara-negara asia mengalami penurunan seperti Ringgit, Bath, Dollar Singapura, dan Won Korea terhadap Dollar Amerika.

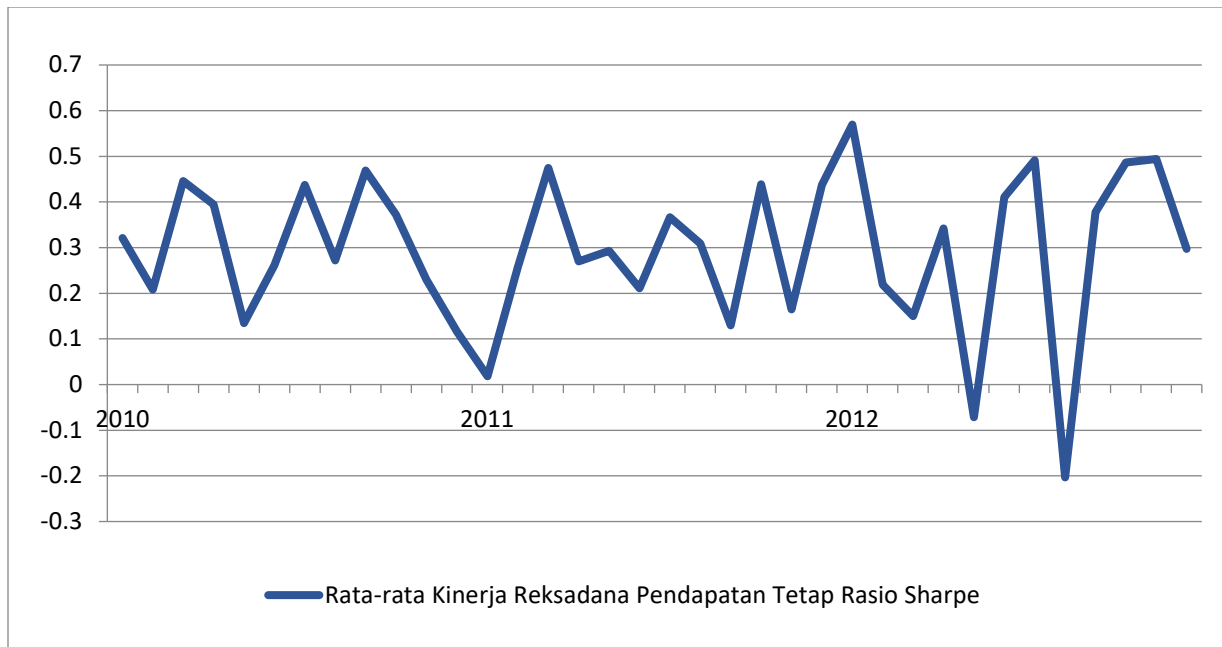
4.3. Analisa Kinerja Reksadana

4.3.1. Kinerja Reksadana Pendapatan Tetap

4.3.1.1. Kinerja Reksadana Pendapatan Tetap Menurut Rasio Sharpe

Jumlah reksadana pendapatan yang digunakan sebagai sampel penelitian adalah sebanyak 55 reksadana. Ke 55 (lima puluh lima) reksadana tersebut akan dilihat kinerja reksadana yang akan mewakili kinerja reksadana pendapatan tetap. Untuk itu diambil rata-rata masing-masing kinerja reksadana pendapatan tetap setiap bulannya yang akan menggambarkan kinerja reksadana terebut. Adapun hasilnya dapat dilihat pada Gambar 4.1.

Gambar 4.1.
Rata-Rata Kinerja Reksadana Pendapatan Tetap Rasio Sharpe
Periode 2010-2012



Sumber: Hasil Olahan

Pada Gambar 4.1. kinerja reksadana pendapatan tetap dengan menggunakan pendekatan Rasio Sharpe mengalami fluktuasi dari waktu ke waktu. Tetapi yang menjadi perhatian adalah secara umum rata-rata kinerja reksadana pendapatan tetap dengan pendekatan Rasio Sharpe baik. Hal ini ditunjukkan dengan selama periode bulanan tahun 2010-2012, hanya terdapat dua bulan kinerja reksadana pendapatan tetap menunjukkan hasil yang negatif, yaitu pada Bulan Mei 2012 dan Agustus 2012, dengan masing-masing sebesar -0.07153 dan -0.20341. Dapat disimpulkan selama Tahun 2012, kinerja reksadana cenderung menurun dengan dua bulan mengalami kinerja yang negatif. Menurut *Market Perspective Wealth Management Newsletter* Bulan Mei 2012, adapun penyebab penurunan kinerja reksadana pendapatan tetap selama tahun 2012 adanya kenaikan ekspektasi inflasi dan arah kebijakan moneter Bank Indonesia yang cenderung memperketat, dapat dilihat bahwa permintaan investor asing akan obligasi pemerintah Indonesia mengalami penurunan di tahun 2012, dengan kata lain investor asing cenderung menjual obligasi pemerintah kita sepanjang tahun 2012 ini. Sebagai akibatnya, pemerintah melalui Bank Indonesia harus bertindak sebagai *standby buyer* untuk menjaga kestabilan harga obligasi pemerintah.

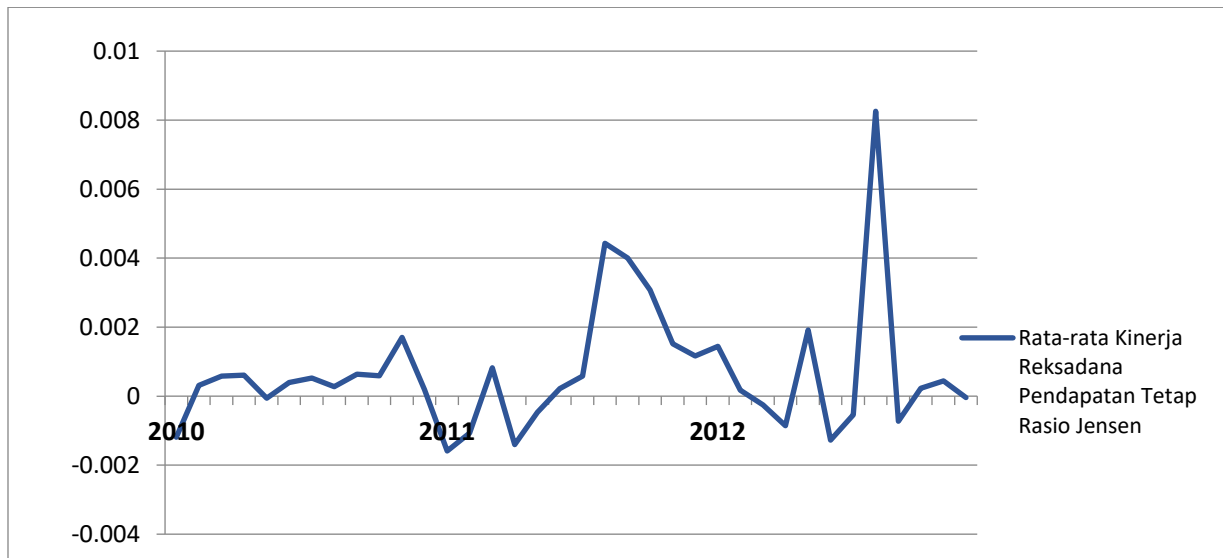
Sehingga melalui situasi ini dapat disimpulkan bahwa potensi penguatan pasar obligasi pemerintah Indonesia relatif terbatas saat ini, dengan risiko penurunan berlanjut akibat potensi kenaikan inflasi dan diperketatnya kebijakan moneter Bank Indonesia tahun ini. Selain penurunan kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe, kinerja reksadana pendapatan tetap juga menunjukkan kenaikan tertinggi sebesar 0.5695 pada awal tahun 2012 yaitu pada Bulan Januari. Menurut *Market Perspective Wealth Management Newsletter* Bulan Februari 2012, peningkatan kinerja reksadana pendapatan tetap tersebut salah satunya disebabkan Lembaga pemeringkat internasional, *Moody's Rating*, menaikkan peringkat utang luar negeri Indonesia ke level investasi dari Ba1 menjadi Baa3. Ini merupakan kali kedua Indonesia mendapatkan kenaikan peringkat. Sebelumnya, pada tanggal 15 Desember 2011 lalu, salah satu dari tiga lembaga pemeringkat kelas dunia, *Fitch's Rating* menaikkan peringkat Indonesia dari BB+ menjadi BBB-. Ini merupakan peringkat yang setara dengan *investment grade* alias negara yang layak menjadi tempat berinvestasi. Perbaikan peringkat tersebut berlaku untuk obligasi dalam mata uang lokal dan valas dengan prospek peringkat stabil.

6.3.1.2. Kinerja Reksadana Pendapatan Tetap Menurut Rasio Jensen

Perhitungan kinerja reksadana pendapatan tetap yang lain adalah menggunakan metode Rasio Jensen. Pengukuran dengan metode Jensen's Alpha menilai kinerja manajer investasi didasarkan atas seberapa besar manajer investasi tersebut mampu memberikan kinerja di atas kinerja pasar sesuai risiko yang dimilikinya. Jumlah reksadana yang digunakan untuk menganalisa kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Jensen sebanyak 55 reksadana. Adapun kinerja rata-rata reksadana pendapatan tetap Rasio Jensen dapat dilihat pada Gambar 4.2.

Gambar 4.2.

Rata-Rata Kinerja Reksadana Pendapatan Tetap Rasio Jensen
Periode 2010-2012



Sumber: Hasil Olahan

Pada Gambar 4.2 dapat dilihat rata-rata kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen menunjukkan kinerja yang lebih rendah dibandingkan Rasio Sharpe. Pada kinerja Rasio Jensen, terdapat 11 kali kinerja reksadana mengalami nilai negatif, yaitu pada Tahun 2010 Bulan Januari sebesar -0.00119, Bulan Mei 2010 sebesar -0.000059, Bulan Januari 2011 sebesar -0.00159, Bulan Februari 2011 sebesar -0.00107, Bulan April 2011 sebesar -0.0014, Bulan Mei 2011 sebesar -0.00047, Maret 2012 sebesar -0.00026, April 2012 sebesar -0.00085, Bulan Juni 2012 sebesar -0.00127, Bulan Juli 2012 sebesar -0.00054, dan Bulan Desember 2012 sebesar -0.000037. Hal ini berarti bahwa, selama periode 2010-2012, terdapat 11 bulan kinerja reksadana pendapatan tetap mengalami *under perform*. Sedangkan rata-rata kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Jensen tertinggi terjadi pada Bulan Agustus 2012, yaitu sebesar 0.008256 satuan. Berdasarkan hal tersebut, dapat disimpulkan bahwa Tahun 2012 merupakan tahun dimana kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Jensen memiliki kinerja yang rendah yaitu

sebanyak 5 bulan kinerja manajer investasi tidak dapat mengalahkan kinerja pasar. Terlepas dari banyaknya bulan yang memiliki kinerja reksadana rendah tahun 2012, hal ini sama dengan pengukuran kinerja reksadana pendapatan tetap Rasio Sharpe yang menunjukkan kinerja reksadana rendah pada tahun 2012.

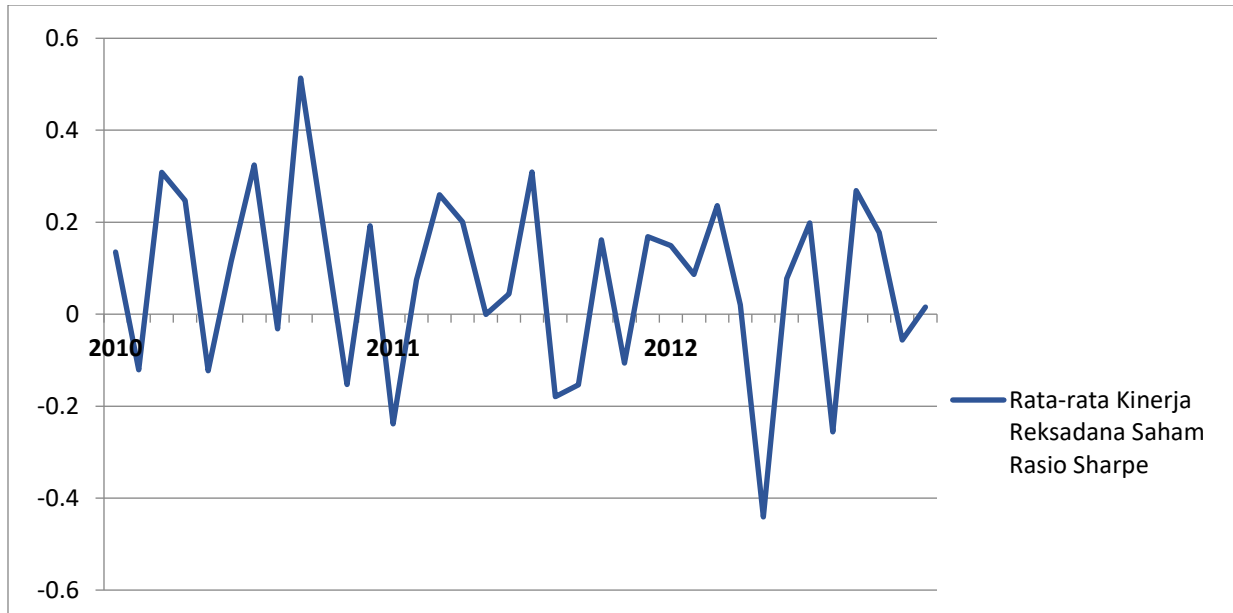
4.3.2. Kinerja Reksadana Saham

4.3.2.1. Kinerja Reksadana Saham Menurut Rasio Sharpe

Terdapat 48 reksadana saham yang digunakan untuk menganalisa kinerja reksadana saham dengan menggunakan Rasio Sharpe. Rasio Sharpe digunakan untuk mengukur kinerja manajer investasi berdasarkan risiko yang ditanggungnya. Risiko yang ditanggungnya adalah total risiko yaitu meliputi risiko pasar dan risiko reksadana itu sendiri (*unique risk*). Berikut terdapat rata-rata kinerja reksadana saham dengan menggunakan Rasio Sharpe per bulannya selama periode 2010-2012 pada Gambar 4.3.

Gambar 4.3.

Rata-Rata Kinerja Reksadana Saham Rasio Sharpe Periode 2010-2012



Sumber: Hasil Olahan

Pada Gambar 4.3 dapat dilihat bahwa rata-rata kinerja reksadana saham dengan menggunakan Rasio Sharpe lebih berfluktuasi dibandingkan kinerja rata-rata reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe. Hal ini tercermin dari banyaknya kinerja rata-rata reksadana yang buruk. Tercatat terdapat 12 bulan kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe yang negatif dibandingkan dengan kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe yang hanya dua bulan. Kinerja reksadana saham yang terendah terdapat pada Bulan Mei 2012 sebesar -0.44092 . Hal ini disebabkan *return* reksadana saham pada Bulan Mei 2012 lebih kecil dari *return* bebas risiko (Sertifikat Bank Indonesia). Hal ini disebabkan selama Bulan Mei 2012 tercatat Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) anjlok hingga minus 8.32 %, sedangkan Jakarta Islamic Indeks (JII) tercatat turun lebih dalam yaitu hingga 8.70 %. Menurunnya performa indeks sepanjang Mei 2012 secara otomatis membuat penurunan rata-rata kinerja reksadana saham yang sebagian besar alokasi investasinya pada saham-saham. Sedangkan kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe tertinggi terjadi pada Bulan September 2010 yaitu sebesar 0.513415. Hal ini berarti setiap 1 % risiko yang ditanggung, maka rata-rata reksadana saham memberikan *excess return* sebesar

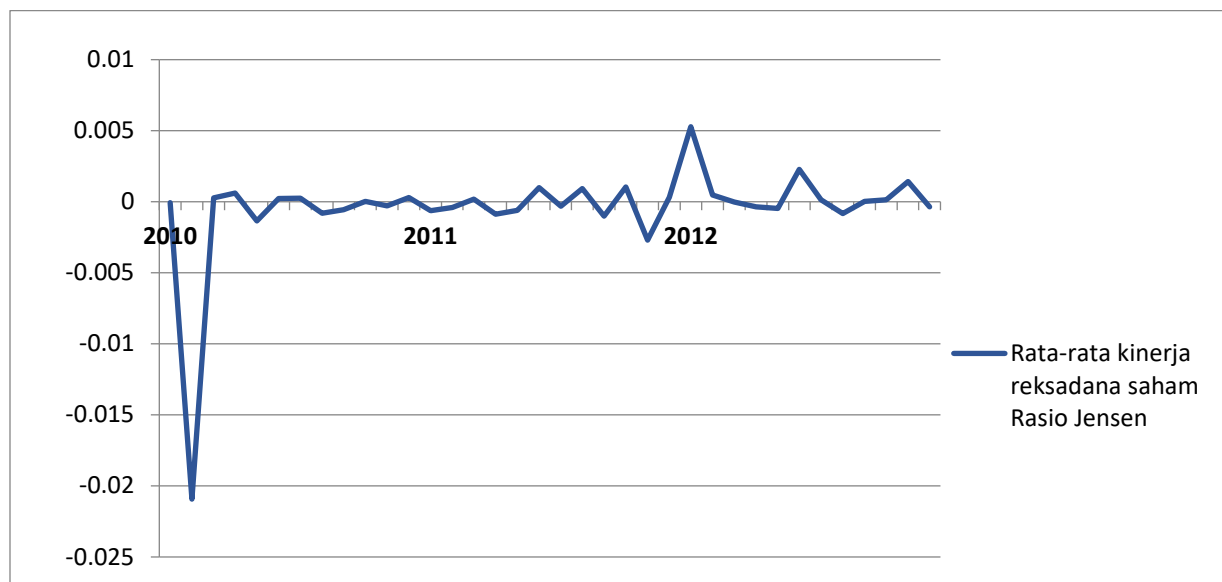
0.513415 %. Selain itu *return* reksadana saham pada Bulan September 2010 disebabkan oleh kondisi pasar modal di Indonesia dimana pasar saham Indonesia tak kuasa membendung arus dana dari luar negeri di Bulan September 2010. Bursa Efek Indonesia mencatat sepanjang bulan September, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) telah naik 14% atau mengalami kenaikan tertinggi sepanjang tahun 2010.

4.3.2.2. Kinerja Reksadana Saham Menurut Rasio Jensen

Pengukuran kinerja reksadana saham selain Rasio Sharpe juga menggunakan pengukuran Rasio Jensen. Adapun pengukuran kinerja reksadana saham dengan Rasio Jensen pada periode 2010-2012 dapat dilihat pada Gambar 4.4.

Gambar 4.4.

Rata-Rata Kinerja Reksadana Saham Rasio Jensen Periode 2010-2012



Sumber: Hasil Olahan

Pada Gambar 4.4 dapat dilihat bahwa rata-rata kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen lebih rendah dibandingkan rata-rata kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe. Hal

ini terjadi karena perhitungan Rasio Jensen mengacu kepada nilai β yang mana tergantung dari manajer investasinya. Untuk reksadana saham kebanyakan manager investasi relatif agresif sehingga nilai $\beta > 1$. Sedangkan untuk perhitungan Rasio Sharpe mengacu kepada nilai σ yang memiliki nilai antara 0 sampai dengan 1. Berdasarkan hal tersebut dapat disimpulkan bahwa nilai kinerja Jensen akan lebih rendah dibandingkan nilai kinerja Sharpe. Berdasarkan pada Gambar 4.4., kinerja reksadana saham menurut pendekatan Rasio Jensen lebih rendah dibandingkan kinerja reksadana pendapatan tetap menurut pendekatan Rasio Jensen. Hal ini ditunjukkan dari banyaknya nilai negatif yaitu sebanyak 18 bulan, yang berarti sebanyak 18 bulan kinerja reksadana saham pendekatan Rasio Jensen tidak bisa mengalahkan kinerja pasar. Selama periode 2010-2012, kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen terendah terjadi pada Bulan Februari 2010, yaitu sebesar -0.02093. Sedangkan kinerja tertinggi reksadana saham menurut Rasio Jensen terjadi pada Bulan Januari 2012 yaitu sebesar 0.005279. Berdasarkan tahun penelitian, kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen terburuk terjadi pada Tahun 2011 yaitu terdapat 7 bulan rata-rata kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen yang dibawah kinerja pasar (*under perform*). Sedangkan tahun dengan rata-rata kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen tertinggi ada pada Tahun 2012 dengan 7 bulan kinerja reksadana saham pendekatan Rasio Jensen mengalahkan kinerja pasar (*out perform*). Hal ini menunjukkan manajer investasi pada reksadana saham tidak melakukan diversifikasi portofolio sahamnya dengan baik.

4.4. Analisa dan Pembahasan Persamaan Regresi

Persamaan regresi yang digunakan adalah *multiple linear regression* dengan mengikuti prinsip *Ordinary Least Square* (OLS). Penelitian ini menggunakan empat persamaan *multiple linear regression* dengan dua topik besar yang akan diteliti yaitu pada reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham. Kedua reksadana tersebut akan dilihat kinerja masing-masing reksadana

dengan menggunakan perhitungan kinerja yaitu Rasio Sharpe dan Rasio Jensen. Kedua rasio tersebut akan dilihat faktor-faktor yang mempengaruhinya baik dari sisi internal reksadana maupun dari sisi eksternal reksadana. Adapun hasil dan analisa perhitungannya adalah sebagai berikut.

4.4.1 Reksadana Pendapatan Tetap

Pada reksadana pendapatan tetap, akan melihat pengaruh variabel internal dan eksternal terhadap kinerja reksadana menurut Rasio Sharpe maupun Rasio Jensen. Adapun hasilnya adalah sebagai berikut:

4.4.1.1 Kinerja Reksadana Pendapatan Tetap Menurut Rasio Sharpe

Sebelum menganalisa persamaan regresi yang telah ada pada Bab 3, maka dilakukan pengujian-pengujian untuk menentukan apakah persamaan regresi tersebut tidak menghasilkan hasil persamaan yang bias. Adapun pengujian tersebut meliputi:

4.4.1.1.1. Pengujian Stasioner

Pengujian stasioner digunakan untuk mengetahui apakah data yang digunakan untuk estimasi regresi tidak mengalami perubahan secara sistematis sepanjang tahun. Walaupun data yang digunakan adalah panel data tetapi hal ini tetap dilakukan karena data mengandung unsur waktu (*time series*) dan data yang digunakan bersifat *high frequency data* yaitu data bulanan. Pengujian stasioner dilakukan untuk variabel Kinerja SRPT, Kinerja-1, umur, inflasi, SBI, dan kurs. Adapun hasilnya dapat dilihat pada Tabel 4.6 sebagai berikut:

Tabel 4.6
Hasil Pengujian Stasioner Reksadana Pendapatan Tetap Rasio Sharpe

	Variabel					
	Kinerja SRPT	Kinerja-1	Age	Inflasi	SBI	kurs
Levin,Lin&Chu	0.0000*	0.0000*	0.4911	0.0000*	0.9672	1.0000
Breitung t-stat	-	-	-	-	0.0004*	-
Im, Pesaran and Shin W-stat	0.0000*	0.0000*	-	0.0000*	0.9416	1.0000
ADF	0.0000*	0.0000*	0.0022*	0.0000*	1.0000	1.0000
PP	0.0000*	0.0000*	1.0000	0.0000*	1.0000	1.0000

Sumber: Hasil Olahan

Keterangan: * Signifikan pada tingkat 1 %

Pada Tabel 4.6 dapat dilihat bahwa variabel Kinerja SRPT, Kinerja-1 yang merupakan variabel kinerja reksadana pada periode sebelumnya, dan inflasi memiliki tingkat signifikansi yang tinggi untuk semua jenis pengukuran stasioner data dengan nilai probabilitas 0.0000. Adapun uji hipotesa untuk pengujian stasioner data adalah:

Ho: data tidak stasioner

Ha: data stasioner

Berdasarkan hal tersebut variabel kinerja reksadana Rasio Sharpe, kinerja reksadana periode sebelumnya (Kinerja-1), dan inflasi adalah stasioner karena dibawah tingkat level signifikan yang berarti Ho ditolak. Untuk variabel umur reksadana, dua pengukuran yaitu Levin, Lin&Chu dan PP menunjukkan nilai masing-masing 0.4911 dan 1.0000 yang berarti diatas tingkat signifikansi 1% yang berarti Ho diterima atau tidak stasioner tetapi pengukuran stasioner ADF menunjukkan nilai probabilitas 0.0022 yang dibawah level signifikan 1% berarti Ho ditolak atau data stasioner. Untuk variabel ini, peneliti menggunakan pengukuran ADF sehingga dapat disimpulkan data umur reksadana stasioner. Variabel tingkat bunga SBI juga menunjukkan hal yang sama dengan variabel umur reksadana. Empat pengukuran stasioner, yaitu Levin, Lin&Chu, Im, Pesaran, and shin, ADF, maupun PP menunjukkan nilai masing-masing 0.9672, 0.9416, 1.0000, dan 1.0000 yang berada diatas tingkat signifikansi 1% yang berarti data tidak stasioner.

Tetapi perhitungan Breitung menunjukkan nilai probabilitas 0.0004 yang berada dibawah tingkat signifikansi 1% yang berarti data stasioner. Peneliti pun menggunakan pengukuran Breitung sehingga data tingkat bunga SBI stasioner.

Variabel nilai tukar menunjukkan hasil yang berbeda dengan kelima variabel sebelumnya. Empat pengukuran stasioner menunjukkan nilai probabilitas menunjukkan nilai 1.0000, yang berarti diatas tingkat signifikansi 1% sehingga data tidak stasioner. Untuk itu, peneliti menggunakan transformasi data dengan mengubah data tersebut menjadi data perubahan nilai tukar, yang hasilnya sebagai berikut:

Tabel 4.7
Hasil Uji Stasioner Variabel Δ Nilai Tukar

	Decxhrate
Levin,Lin&Chu	0.0000*
Im, Pesaran and Shin W-stat	0.0000*
ADF	0.0000*
PP	0.0000*

Sumber: Hasil Olahan

Keterangan: * Stasioner pada tingkat 1%

Pada Tabel 4.7 tersebut dapat dilihat bahwa semua pengukuran stasioner menunjukkan nilai probabilitas 0.0000 yang dibawah tingkat signifikansi 1%. Hal ini dapat disimpulkan bahwa data dkurs (perubahan nilai tukar) adalah stasioner.

4.4.1.1.2. Penentuan Jenis Data Panel

Sebelum melakukan analisa persamaan regresi, terlebih dahulu menentukan jenis persamaan data panel yang digunakan. Tahap awal pengujian menggunakan *chow test*.

Pengujian *chow test* untuk mengetahui apakah jenis data panel yang digunakan adalah *common effect* atau *fixed effect*. Adapun hasil pengujian *chow test* adalah sebagai berikut:

Tabel 4.8.
Pengujian *Chow Test* Reksadana Pendapatan Tetap Menurut Rasio Sharpe

Effect Test	Statistic	d.f.	Prob
Cross-section F	10.619346	(54,1865)	0.0000
Cross-section Chi-square	516.091246	54	0.0000

Sumber: Hasil Olahan

Untuk menguji apakah metode yang digunakan adalah *common effect* atau *fixed effect* mengikuti hipotesa sebagai berikut:

Ho: *common effect*

Ha: *fixed effect*

Berdasarkan Tabel 4.8 nilai probabilitas *cross section chi-square* sebesar 0.0000 < tingkat signifikansi 5 %, yang berarti Ho ditolak sehingga menggunakan metode *fixed effect*. Untuk itu, harus dilakukan pengujian lanjutan, yaitu *hausman test* untuk mengetahui apakah menggunakan metode *fixed effect* atau *random effect*. Hasilnya dapat dilihat pada Tabel 4.9.

Tabel 4.9
Pengujian *Hausman Test* Reksadana Pendapatan Tetap Rasio Sharpe

Effect Test	Chi-sq Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob
Cross-section random	0.000000	5	1.0000

Sumber: Hasil Olahan

Untuk menguji Hausman test mengikuti hipotesa sebagai berikut:

Ho: *Random effect*

Ha: *Fixed effect*

Berdasarkan Tabel 4.9 nilai *cross section random* sebesar 1.0000, yang berarti H_0 diterima, sehingga model yang digunakan pada pengujian kinerja reksadana pendapatan tetap dengan menggunakan Rasio Sharpe adalah *random effect*. Adapun persamaan awal *random effect* dapat dilihat pada Tabel 4.10.

Tabel 4.10.
Hasil Persamaan Regresi Awal Reksadana Pendapatan Tetap
Menurut Rasio Sharpe

Dependent Variable: KINERJASRPT				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
C	0.258480	0.052931	4.883365	0.0000
KINERJA_1	0.466124	0.017121	27.22605	0.0000
AGE	0.000483	0.000322	1.498445	0.1342
SBI	-0.006826	0.007221	-0.945379	0.3446
INF	-0.194927	0.014687	-13.27198	0.0000
DKURS	-0.000698	8.46E-05	-8.255295	0.0000

Sumber: Hasil Olahan

Berdasarkan Tabel 4.10 tersebut, maka persamaan regresi awal untuk reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe adalah:

KinerjaSRPT_{i,t}

$$= 0.2585 + 0.4661Kinerja - 1_{i,t} + 0.0005Age_{i,t} - 0.00683SBI_{i,t} - 0.19493INF_{i,t} - 0.0007dKurs_{i,t}$$

Sebelum persamaan regresi tersebut dianalisa, terlebih dahulu akan dilakukan pengujian asumsi klasik yang meliputi pengujian multikolinearitas, otokorelasi, dan heterokedastisitas.

4.4.1.1.3. Uji Asumsi Klasik

1. Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas berarti adanya hubungan linear yang sempurna atau pasti, diantara beberapa atau semua variabel yang menjelaskan dari model regresi (Gujarati, 2003). Hasil pengujian multikolinearitas dapat dilihat pada Tabel 4.11 dibawah ini:

Tabel 4.11
Pengujian Multikolinearitas

	KINERJA_1	AGE	INF	SBI	DKURS
KINERJA_1	1.000000	0.031286	0.080919	-0.003016	-0.045897
AGE	0.031286	1.000000	-0.076269	-0.348713	0.184134
INF	0.080919	-0.076269	1.000000	0.102383	-0.096516
SBI	-0.003016	-0.348713	0.102383	1.000000	-0.464109
DKURS	-0.045897	0.184134	-0.096516	-0.464109	1.000000

Sumber: Hasil Olahan

Pada Tabel 4.11 terlihat hubungan korelasi antar independen variabel. Indikasi adanya multikolinearitas jika korelasi antar variabel diatas 0.8. Berdasarkan hasil tersebut diketahui tidak ada hubungan korelasi yang kuat antar variabel independen dalam model penelitian. Hubungan korelasi yang tinggi hanya sebesar -0.464109 yaitu antara perubahan nilai tukar (dKurs) dan tingkat bunga SBI tetapi hasil korelasinya masih dibawah batas multikolinearitas, sehingga dapat disimpulkan bahwa model penelitian bebas dari masalah multikolinearitas.

2. Uji Otokorelasi

Uji autokorelasi digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya penyimpangan asumsi klasik autokorelasi, yaitu korelasi yang terjadi antara residual pada satu pengamatan dengan pengamatan lain pada model regresi. Adapun uji otokorelasi yang dilakukan adalah pengujian *Durbin Watson* (DW). Hasilnya dapat dilihat pada Tabel 4.12.

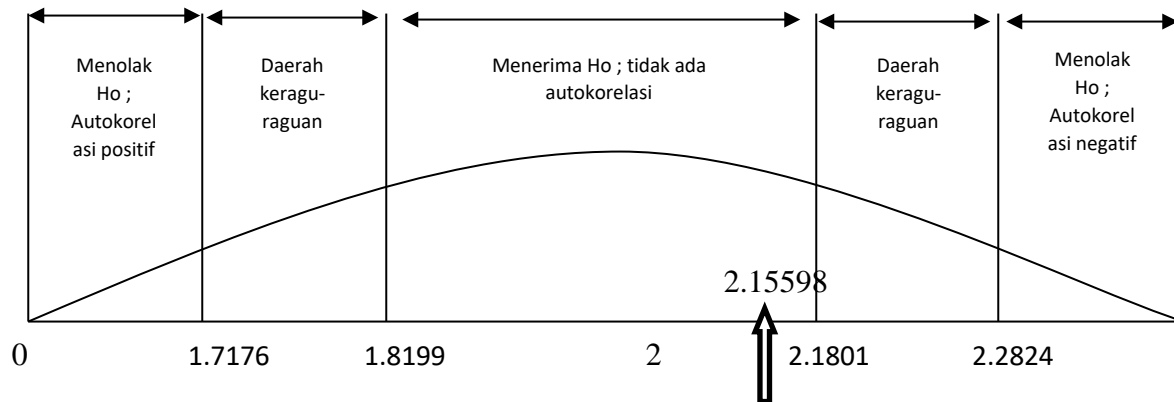
Tabel 4.12
Pengujian Otokorelasi

R-squared	0.281528	Mean dependent var	0.293554
Adjusted R-squared	0.279656	S.D. dependent var	0.405563
S.E. of regression	0.344214	Sum squared resid	227.3693
F-statistic	150.3889	Durbin-Watson stat	2.155980
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: Hasil Olahan

Pada Tabel 4.12 tersebut dilihat nilai *Durbin-Watson Stat* sebesar 2.15598. Untuk itu harus dilihat kriteria dalam pengujian *Durbin Watson* pada Gambar 4.5 dibawah ini.

Gambar 4.5.
Daerah Penerimaan pada Uji Durbin-Watson



Sumber: Hasil Olahan

Pada gambar ini dapat dilihat bahwa nilai *Durbin Watson* sebesar 2.15598 berada pada daerah penerimaan Ho, yang berarti tidak terdapat otokorelasi pada persamaan regresi awal reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe.

3. Uji Heterokedastisitas

Pengujian heterokedastisitas yang dilakukan adalah metode *park*. Adapun hasil pengujian metode park adalah sebagai berikut:

Tabel 4.13
Pengujian Heterokedastisitas

Dependent Variable: LOGRESID2				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.162561	0.158040	-7.356101	0.0000
KINERJA_1	0.214730	0.051118	4.200637	0.0000
AGE	-0.000202	0.000962	-0.210332	0.8334
SBI	-0.060978	0.021560	-2.828329	0.0047
INF	0.020786	0.043853	0.474006	0.6355
DKURS	0.000439	0.000253	1.740097	0.0820

Sumber: Hasil Olahan

Pengujian Heterokedastisitas mengikuti pembentukan hipotesis sebagai berikut:

Ho: Tidak terdapat Heterokedastisitas

Ha: terdapat heterokedastisitas

Berdasarkan Tabel 4.13 tersebut, dapat dilihat bahwa nilai probabilitas menunjukkan hasil yang bervariasi, ada yang signifikan dan juga ada yang tidak signifikan. Berdasarkan hasil tersebut, peneliti menyimpulkan bahwa terdapat heterokedastisitas dalam persamaan awal reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe

4.4.1.1.4. Analisa Persamaan Regresi

1. Model Persamaan Regresi

Setelah menghilangkan dampak heterokedastisitas dalam model persamaan regresi reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe berdasarkan hasil persamaan regresi adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 \text{KinerjaSRPT}_{i,t} &= 0.2585 + 0.4661\text{Kinerja} - 1_{i,t} + 0.0005\text{Age}_{i,t} - 0.00683\text{SBI}_{i,t} \\
 &\quad - 0.19493\text{INF}_{i,t} - 0.0007\text{dKurs}_{i,t}
 \end{aligned}$$

Adapun pengertian dari koefisien diatas adalah sebagai berikut:

- Jika semua variabel independen yaitu kinerja-1, age, SBI, INF, dan dKurs adalah tetap/konstan maka rata-rata kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe untuk periode 2010-2012 sebesar 0.2585 %.
- Jika rata-rata kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Sharpe pada bulan sebelumnya (Kinerja-1) naik 1 % maka kinerja reksadana pendapatan tetap (KinerjaSRPT) menurut Rasio Sharpe akan naik rata-rata 0.4661 % selama periode 2010-2012 dengan asumsi variabel lain konstan.
- Jika rata-rata umur reksadana pendapatan tetap (Age) bertambah 1 bulan maka kinerja reksadana pendapatan tetap menurut *Sharpe ratio* (KinerjaSRPT) akan naik 0.0005 % pada periode 2010 – 2012 satuan dengan asumsi variabel lain konstan.
- Jika tingkat bunga SBI (SBI) rata-rata naik 1 % maka rata-rata kinerja reksadana menurut Rasio Sharpe (KinerjaSRPT) akan turun 0.00683 % pada periode 2010-2012 dengan asumsi variabel lain konstan
- Jika tingkat tingkat inflasi (INF) rata-rata naik 1 % maka rata-rata kinerja reksadana pendekatan Rasio Sharpe (KinerjaSRPT) akan turun 0.19493 % pada periode 2010-2012 dengan asumsi variabel lain konstan
- Jika rata-rata nilai tukar berubah (dKurs) Rp.1 maka rata-rata kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe (KinerjaSRPT) akan turun 0.0007 % pada periode 2010-2012 dengan asumsi variabel lain konstan. Hal ini berarti jika nilai tukar mengalami depresiasi sebesar Rp.1 maka rata-rata kinerja reksadana pendapatan tetap akan turun sebesar 0.0007 %.

2. Pengujian t Statistik

Pengujian t statistik untuk mengetahui apakah masing-masing variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Adapun hasil pengujiannya dapat dilihat pada Tabel 4.14.

Tabel 4.14.
Hasil Perhitungan t Statistik Reksadana Pendapatan Tetap Rasio Sharpe

Dependent Variable: KINERJASRPT				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
C	0.258480	0.185950	1.390046	0.1647
KINERJA_1	0.466124	0.053425	8.724751	0.0000
AGE	0.000483	0.000327	1.476121	0.1401
SBI	-0.006826	0.027909	-0.244595	0.8068
INF	-0.194927	0.075761	-2.572931	0.0102
DKURS	-0.000698	0.000224	-3.117179	0.0019

Sumber: Hasil Olahan

Berdasarkan Tabel 4.14 dapat dijelaskan hasil persamaan regresi untuk uji t adalah sebagai berikut:

- **Pengaruh Kinerja Reksadana Periode Sebelumnya (Kinerja-1) terhadap Kinerja Reksadana Pendapatan Tetap menurut Rasio Sharpe (KinerjaSRPT)**

Adapun hipotesa yang telah dibangun adalah sebagai berikut:

Ho: $\alpha_1 = 0$;tidak terdapat pengaruh kinerja reksadana pendapatan tetap periode sebelumnya terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe

Ha: $\alpha_1 \neq 0$;terdapat pengaruh kinerja reksadana pendapatan tetap periode sebelumnya terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe

Nilai probabilitas sebesar $0.000 < 0.05$ (tingkat signifikansi) sehingga dapat disimpulkan terdapat pengaruh positif signifikan kinerja reksadana periode

sebelumnya (Kinerja-1) terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe untuk periode penelitian 2010-2012.

- **Pengaruh Umur Reksadana (Age) terhadap Kinerja Reksadana Pendapatan Tetap Menurut Rasio Sharpe (KinerjaSRPT)**

Adapun hipotesa yang dibangun untuk bagian ini adalah sebagai berikut:

Ho: $\alpha_2 \leq 0$; tidak terdapat pengaruh positif umur reksadana terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe

Ha: $\alpha_2 > 0$; terdapat pengaruh positif umur reksadana terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe

Berdasarkan Tabel 4.14, diketahui bahwa nilai probabilitas sebesar $0.1401 > 0.05$ (tingkat signifikan) sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh positif signifikan umur reksadana terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap periode 2010-2012, sehingga umur reksadana tidak mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe.

- **Pengaruh Tingkat Bunga SBI terhadap Kinerja Reksadana Pendapatan Tetap menurut Menurut Rasio Sharpe (KinerjaSRPT)**

Adapun pembentukan hipotesa untuk pengaruh antar variabel ini adalah sebagai berikut:

Ho: $\alpha_3 \geq 0$;tidak terdapat pengaruh negatif tingkat bunga SBI terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe

Ha: $\alpha_3 < 0$;terdapat pengaruh negatif antara tingkat bunga SBI terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe

Berdasarkan Tabel 4.14, probabilitas sebesar $0.8068 > 0.05$ (tingkat signifikansi), yang berarti Ho diterima sehingga tidak terdapat pengaruh negatif signifikan antara tingkat bunga SBI terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe. Hal ini berarti, perubahan tingkat bunga SBI tidak mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe.

- **Pengaruh Tingkat Inflasi (INF) terhadap Kinerja Reksadana Pendapatan Tetap Menurut Rasio Sharpe (KinerjaSRPT)**

Adapun pembentukan hipotesa penelitiannya adalah sebagai berikut:

Ho: $\alpha_4 = 0$; tidak terdapat pengaruh tingkat inflasi terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe

Ha: $\alpha_4 \neq 0$;terdapat pengaruh tingkat inflasi terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe

Berdasarkan Tabel 4.14, dengan tingkat signifikansi 10 %, maka nilai probabilitas sebesar $0.0989 < 0.1$, berarti terdapat pengaruh negatif signifikan antara tingkat inflasi terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe. Hal ini berarti, jika tingkat inflasi meningkat maka kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Sharpe akan menurun, begitu pula sebaliknya.

- **Pengaruh Perubahan Nilai Tukar Mata Uang ($dKurs$) terhadap Kinerja Reksadana Pendapatan Tetap Menurut Rasio Sharpe (KinerjaSRPT)**

Adapun pembentukan hipotesa adalah sebagai berikut:

Ho: $\alpha_5 = 0$;tidak terdapat pengaruh perubahan nilai tukar terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe

Ha: $\alpha_5 \neq 0$;terdapat pengaruh perubahan nilai tukar terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe

Berdasarkan Tabel 4.14, diketahui bahwa nilai probabilitas sebesar $0.0019 < 0.1$ (tingkat signifikansi). Hal ini berarti Ho diterima sehingga terdapat pengaruh negatif signifikan antara perubahan nilai tukar Rp/\$ terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe. Jika nilai tukar mata uang mengalami kenaikan (depresiasi) maka kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe akan menurun, begitu pula sebaliknya.

Kesimpulan dari lima variabel independen, yaitu kinerja reksadana periode sebelumnya, umur reksadana, tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan perubahan nilai tukar, variabel kinerja reksadana periode sebelumnya, tingkat inflasi dan perubahan kurs yang mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe.

3. Pengujian F Statistik

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah variabel independen, yaitu kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Sharpe periode sebelumnya,

umur reksadana, tingkat bunga SBI, tingkat Inflasi, dan perubahan nilai tukar secara simultan mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Sharpe.

Hasil pengujiannya dapat dilihat pada Tabel 4.15.

Tabel 4.15

Hasil Pengujian F Statistik Reksadana Pendapatan Tetap Rasio Sharpe

R-squared	0.281528	Mean dependent var	0.293554
Adjusted R-squared	0.279656	S.D. dependent var	0.405563
S.E. of regression	0.344214	Sum squared resid	227.3693
F-statistic	150.3889	Durbin-Watson stat	2.155980
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: Hasil Olahan

Berdasarkan hipotesa:

Ho : tidak terdapat pengaruh simultan kinerja reksadana pendapatan tetap periode sebelumnya pendekatan Rasio Sharpe, umur reksadana, tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan perubahan nilai tukar terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Sharpe.

Ha : terdapat pengaruh simultan kinerja reksadana pendapatan tetap periode sebelumnya pendekatan Rasio Sharpe, umur reksadana, tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan perubahan nilai tukar terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Sharpe.

Adapun nilai prob (*F-statistic*) adalah $0.00000 < \text{tingkat signifikansi } (0.05)$, yang berarti Ho ditolak, sehingga secara simultan terdapat pengaruh kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Sharpe, umur reksadana, tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan perubahan nilai tukar terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Sharpe.

4. Koefisien Determinasi

Untuk mengetahui variasi perubahan variabel independen terhadap variabel dependen menggunakan *adjusted R²* yaitu sebesar 0.2797 yang dapat dilihat pada Tabel 4.15. Hal ini berarti, 27.97 % variasi perubahan kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Sharpe dipengaruhi oleh kinerja reksadana periode sebelumnya, umur reksadana, tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan perubahan nilai tukar, sisanya 72.03% dipengaruhi oleh faktor lain yang ada diluar model persamaan regresi.

4.4.1.1.5 Pembahasan Persamaan Regresi Reksadana Pendapatan Tetap Menurut Rasio Sharpe

Adapun faktor internal dan eksternal yang mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap adalah kinerja reksadana pendapatan tetap periode sebelumnya, umur reksadana, tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan nilai tukar. Berdasarkan hasil perhitungan regresi, terdapat pengaruh positif signifikan antara kinerja reksadana periode sebelumnya dengan kinerja reksadana periode saat ini. Jika kinerja reksadana periode sebelumnya mengalami kenaikan maka kinerja reksadana periode saat ini akan mengalami kenaikan. Hal ini disebabkan jenis investasi pada reksadana pendapatan tetap yang sebagian dialokasikan pada obligasi dan deposito. Perubahan tingkat bunga obligasi dan deposito relatif stabil dibandingkan jika alokasi investasi pada saham. Akibatnya kinerja reksadana periode sebelumnya dapat memprediksi kinerja reksadana saat ini. Menurut goetzmann hal ini disebut *performance persistence* yang bisa disebut *repeat winners* atau *repeat losers*. Hal ini terjadi jika kinerja reksadana masa lalu baik maka kinerja reksadana saat ini juga akan baik, begitu juga sebaliknya. Kondisi ini bisa terjadi jika pasar dalam

kondisi adanya kepastian (*certainty*). Sehingga investor bisa memprediksi kinerja reksadana masa depan berdasarkan kinerja masa lalu. Jika kinerja reksadana pendapatan tetap pada periode sebelumnya meningkat maka reksadana pendapatan tetap saat ini akan meningkat pula. Nilai koefisien regresi sebesar 0.46612, yang berarti jika kinerja reksadana pendapatan tetap periode sebelumnya naik 1 %, maka rata-rata kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe akan meningkat rata-rata 0.46612 %. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Goetzmann & Ibbotson (1994), Brown & Goetzmann (1995), Malkiel (1995), Pastor & Stambaugh (2001), Maruli (2009), dan Zahra (2010) yang menyatakan bahwa kinerja reksadana masa lalu dan peringkat masa lalu sangat berguna untuk melakukan prediksi kinerja reksadana pada masa depan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kinerja reksadana pendapatan tetap periode sebelumnya menurut Rasio Sharpe dapat digunakan untuk memprediksi kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe periode saat ini.

Variabel umur reksadana diduga mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh positif signifikan antara umur reksadana terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe. Hal ini berarti semakin lama umur reksadana tersebut, tidak mempengaruhi rata-rata kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe. Semakin lama umur reksadana tidak menjamin kinerja reksadana tersebut akan baik, yang menentukan kinerja reksadana tersebut akan baik adalah penempatan portofolio investasi pada reksadana tersebut dan *timing* dari manager investasi untuk mendapatkan keuntungan dari investasinya. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Rao (2000), Cahyono (2000), Chen, Hong, Huang, Kubik (2008), dan Zahra (2010)

menyatakan bahwa semakin lama umur reksadana maka semakin berpengalaman manajer investasi dalam mengelola portofolionya sehingga akan meningkatkan kinerja reksadananya. Menurut Rao (2000), banyak investor yang lebih menyukai reksadana yang berumur lama. Reksadana yang memiliki umur yang lebih lama akan memiliki *track record* yang lebih panjang, maka dari itu akan dapat memberikan gambaran kinerja yang lebih baik kepada para investornya. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa selama periode 2010-2012, kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe tidak dipengaruhi oleh umur reksadana.

Hasil penelitian lain menunjukkan bahwa tingkat bunga SBI yang merupakan salah satu faktor eksternal tidak mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe. Reksadana pendapatan tetap sebagian besar alokasi investasinya pada obligasi dan deposito perbankan. Dalam penelitian ini didapatkan hasil tidak terdapat pengaruh negatif signifikan antara tingkat bunga SBI dengan kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe. Hal ini disebabkan rendahnya fluktuasi tingkat bunga SBI selama periode 2010 – 2012 yang hanya sebesar 3.54 %. Tingkat bunga tertinggi pada Bulan Mei dan Juni 2011 sebesar 7.36 %, sedangkan terendah pada Bulan Februari 2012, sehingga kecilnya fluktuasi tingkat bunga tersebut tidak mempengaruhi minat investor dalam mengalokasikan investasi pada reksadana pendapatan tetap, dan pada akhirnya tidak mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe. Kesimpulannya, tingkat bunga SBI tidak mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe selama periode 2010 – 2012.

Tingkat inflasi merupakan salah satu faktor eksternal yang mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap Rasio Sharpe. Hasil penelitian menunjukkan tingkat inflasi

berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Sharpe. Semakin tinggi tingkat inflasi menyebabkan daya beli masyarakat akan semakin menurun, hal ini akan memiliki dua dampak. Dampak pertama dari sisi masyarakat investor, dimana semakin tinggi tingkat inflasi maka daya beli masyarakat akan menurun, sehingga kegiatan investasi baik pembelian saham maupun obligasi akan menurun, sehingga harga saham akan turun dan akan mempengaruhi Nilai Aktiva Bersih (NAB) reksadana yang akan turun dan kinerja reksadana juga akan menurun. Dampak kedua berasal dari sisi perusahaan, semakin tinggi kenaikan harga menyebabkan kenaikan biaya bahan baku produksi perusahaan, sehingga akan mempengaruhi keuntungan perusahaan yang dapat menyebabkan perusahaan akan mengalami kerugian. Penurunan kinerja perusahaan ini akan mempunyai dampak terhadap perusahaan yang *listing* di pasar modal sehingga menyebabkan harga saham perusahaan tersebut akan menurun dan akan mempengaruhi NAB reksadana yang akan turun dan akhirnya kinerja reksadana akan menurun. Nilai koefisien regresi sebesar -0.19493 , yang berarti jika tingkat inflasi naik 1 % maka rata-rata kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Sharpe akan turun sebesar 0.19493 %. Begitu pula sebaliknya jika tingkat inflasi turun 1 %, maka rata-rata kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe akan meningkat 0.19493 %.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Shukla (2011). Kumar dan Dash yang menyatakan bahwa terhadap pengaruh yang negatif antara tingkat inflasi terhadap kinerja reksadana. Kesimpulan semakin tinggi tingkat inflasi, maka rata-rata kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Sharpe akan menurun, begitu pula sebaliknya jika tingkat inflasi menurun, maka rata-rata kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe akan meningkat.

Faktor eksternal yang terakhir adalah nilai tukar terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe. Hasil penelitian menunjukkan terdapat pengaruh negatif signifikan antara perubahan nilai tukar terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe. Semakin meningkat nilai kurs Rp/\$ (depresiasi) menyebabkan kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Sharpe akan menurun, begitu pula sebaliknya, jika nilai tukar apresiasi, maka kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Sharpe akan meningkat. Hal ini dapat disebabkan oleh sebagian besar alokasi investasi portofolio reksadana pendapatan tetap dalam bentuk surat utang (obligasi) yang didominasi oleh Surat Utang Negara (SUN). Depresiasi nilai tukar menyebabkan investor asing akan mengurangi investasi pada obligasi di Indonesia, karena penurunan nilai uang berhubungan dengan ketidakpercayaan investor untuk melakukan investasi didalam negeri. Hal ini menyebabkan harga obligasi akan menurun dan pada akhirnya kinerja reksadana pendapatan tetap akan menurun. Nilai koefisien regresi sebesar -0.0007 , yang berarti jika nilai tukar berubah Rp.1 (depresiasi) maka rata-rata kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Sharpe akan turun sebesar 0.0007% . Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Dima, Bogdan, barna, Flavia, dan Nachescu (2006) yang menyatakan bahwa nilai tukar berpengaruh terhadap kinerja reksadana. Kesimpulannya semakin tinggi perubahan nilai tukar (depresiasi) maka rata-rata kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Sharpe akan menurun, begitu pula sebaliknya jika perubahan nilai tukar menurun (apresiasi) maka rata-rata kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe akan meningkat.

4.4.1.2. Kinerja Reksadana Pendapatan Tetap Menurut Rasio Jensen

Sama seperti kinerja reksadana pendapatan tetap melalui Rasio Sharpe, kinerja reksadana pendapatan tetap melalui Rasio Jensen pun melakukan tahapan-tahapan sebelum dapat menganalisa persamaan regresi. Adapun pengujian tersebut meliputi:

4.4.1.2.1. Pengujian Stasioner

Pengujian stasioner dilakukan untuk variabel KinerjaJRPT, Kinerja-1, Age, Inflasi, SBI, dan kurs. Adapun hasilnya sebagai berikut:

Tabel 4.16
Hasil Pengujian Stasioner Reksadana Pendapatan Tetap Rasio Jensen

	Variabel					
	Kinerja JRPT	Kinerja-1	Age	Inflasi	SBI	Kurs
Levin,Lin&Chu	0.0000*	0.0000*	0.4911	0.0000*	0.9672	1.0000
Breitung t-stat	-	-	-	-	0.0004*	-
Im, Pesaran and Shin W-stat	0.0000*	0.0000*	-	0.0000*	0.9416	1.0000
ADF	0.0000*	0.0000*	0.0022*	0.0000*	1.0000	1.0000
PP	0.0000*	0.0000*	1.0000	0.0000*	1.0000	1.0000

Sumber: Hasil Olahan

Keterangan: * Signifikan pada tingkat 1 %

Pada Tabel 4.16 dapat dilihat bahwa variabel Kinerja JRPT, Kinerja-1 yang merupakan variabel kinerja reksadana pada periode sebelumnya, dan inflasi memiliki tingkat signifikan yang tinggi untuk semua jenis pengukuran stasioner data dengan nilai probabilitas 0.0000. Adapun uji hipotesa untuk pengujian stasioner data adalah:

Ho: data tidak stasioner

Ha: data stasioner

Berdasarkan hal tersebut variabel kinerja reksadana Rasio Jensen, kinerja reksadana periode sebelumnya (Kinerja-1), dan inflasi adalah stasioner karena nilai probabilitas dibawah tingkat level signifikan yang berarti H_0 ditolak. Untuk variabel umur reksadana, dua pengukuran yaitu Levin, Lin&Chu dan PP menunjukkan nilai masing-masing 0.4911 dan 1.0000 yang berarti diatas tingkat signifikansi 10 % yang berarti H_0 diterima atau tidak stasioner tetapi pengukuran stasioner ADF menunjukkan nilai probabilitas 0.0022 yang dibawah level signifikan 1 % berarti H_0 ditolak atau data stasioner. Untuk variabel ini, peneliti menggunakan pengukuran ADF sehingga dapat disimpulkan data umur reksadana stasioner. Variabel tingkat bunga SBI juga menunjukkan hal yang sama dengan variabel umur reksadana. Empat pengukuran stasioner, yaitu Levin, Lin&Chu, Im, Pesaran, and Shin, ADF, maupun PP menunjukkan nilai masing-masing 0.9672, 0.9416, 1.0000, dan 1.0000 yang berada diatas tingkat signifikansi 10%, yang berarti data tidak stasioner. Tetapi perhitungan Breitung menunjukkan nilai probabilitas 0.0004 yang berada dibawah tingkat signifikansi 1 % yang berarti data stasioner. Peneliti pun menggunakan pengukuran Breitung sehingga data tingkat bunga SBI stasioner.

Variabel nilai tukar menunjukkan hasil yang berbeda dengan kelima variabel sebelumnya. Empat pengukuran stasioner menunjukkan nilai probabilitas menunjukkan nilai 1.0000, yang berarti diatas tingkat signifikansi 1 % sehingga data tidak stasioner. Untuk itu, peneliti menggunakan transformasi data dengan mengubah data tersebut menjadi data perubahan nilai tukar, yang hasilnya sebagai berikut:

Tabel 4.17
Hasil Uji Stasioner Variabel Δ Nilai Tukar

	dkurs
Levin,Lin&Chu	0.0000*

Im, Pesaran and Shin W-stat	0.0000*
ADF	0.0000*
PP	0.0000*

Sumber: Olahan Penulis

Keterangan: * Stasioner pada tingkat 1 %

Pada Tabel 4.17 tersebut dapat dilihat bahwa semua pengukuran stasioner menunjukkan nilai probabilitas 0.0000 yang diatas tingkat signifikansi 1 %, Hal ini dapat disimpulkan bahwa data dkurs (perubahan nilai tukar) adalah stasioner.

4.4.1.2.2. Penentuan Jenis Data Panel

Untuk menentukan jenis persamaan data panel yang digunakan, maka tahap awal menguji melalui *chow test*. Pengujian *chow test* ini untuk mengetahui apakah jenis data panel yang digunakan adalah *common effect* atau *fixed effect*. Adapun hasil pengujian *chow test* adalah sebagai berikut:

Tabel 4.18.
Pengujian Chow Test Reksadana Pendapatan Tetap Rasio Jensen

Effect Test	Statistic	d.f.	Prob
Cross-section F	0.998738	(54,1865)	0.4781
Cross-section Chi-square	54.877241	54	0.4411

Sumber: Hasil Olahan

Untuk menguji apakah metode yang digunakan adalah *common effect* atau *fixed effect* mengikuti hipotesa sebagai berikut:

Ho: *common effect*

Ha: *fixed effect*

Berdasarkan Tabel 4.18, nilai probabilitas *cross section chi-square* sebesar 0.4781 > tingkat signifikansi 5 %, yang berarti Ho diterima sehingga kesimpulannya menggunakan metode data panel *common effect*. Karena pemilihan metode panel sudah menggunakan

metode *common effect*, maka tidak perlu lagi diteruskan ke pengujian haussman test. Sehingga persamaan awal regresi reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen dengan metode *common effect* dapat dilihat pada Tabel 4.19.

Tabel 4.19.
Hasil Persamaan Regresi Awal Reksadana Pendapatan Tetap
Menurut Rasio Jensen

Dependent Variable: KINERJAJRPT				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
C	-0.002296	0.001938	-1.184859	0.2362
KINERJA_1	-0.001578	0.022819	-0.069155	0.9449
AGE	1.96E-05	1.18E-05	1.657383	0.0976
SBI	0.000211	0.000265	0.795563	0.4264
INF	0.001208	0.000538	2.244493	0.0249
DKURS	5.98E-06	3.11E-06	1.920934	0.0549

Sumber: Hasil Olahan

Berdasarkan Tabel 4.19 tersebut, maka persamaan regresi awal untuk reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe adalah:

KinerjaJRPT_{*i,t*}

$$= -0.002296 - 0.0016Kinerja - 1_{i,t} + 0.00002Age_{i,t} + 0.00021SBI_{i,t} \\ + 0.00121INF_{i,t} + 0.000006dKurs_{i,t}$$

Sebelum persamaan regresi tersebut dianalisa, terlebih dahulu akan dilakukan pengujian asumsi klasik yang meliputi pengujian multikolinearitas, otokorelasi, dan heterokedastisitas.

4.4.1.2.3. Uji Asumsi Klasik

1. Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas berarti adanya hubungan linear yang sempurna atau pasti, diantara beberapa atau semua variabel yang menjelaskan dari model regresi (Gujarati, 2003). Hasil pengujian multikolinearitas dapat dilihat pada Tabel dibawah ini:

Tabel 4.20
Pengujian Multikolinearitas

	KINERJA_1	AGE	SBI	INF	DKURS
KINERJA_1	1.000000	0.042700	-0.030911	-0.001910	0.068651
AGE	0.042700	1.000000	-0.348713	-0.076269	0.184134
SBI	-0.030911	-0.348713	1.000000	0.102383	-0.464109
INF	-0.001910	-0.076269	0.102383	1.000000	-0.096516
DKURS	0.068651	0.184134	-0.464109	-0.096516	1.000000

Sumber: Hasil Olahan

Pada Tabel 4.20 terlihat hubungan korelasi antar independen variabel. Indikasi adanya multikolinearitas jika korelasi antar variabel diatas 0.8. Berdasarkan hasil tersebut diketahui tidak ada hubungan korelasi yang kuat antar variabel independen dalam model penelitian. Hubungan korelasi yang tinggi hanya sebesar -0.46411 yaitu antara perubahan nilai tukar (dkurs) dan tingkat bunga SBI tetapi hasil korelasinya masih dibawah batas multikolinearitas, sehingga dapat disimpulkan bahwa model penelitian bebas dari masalah otokorelasi.

2. Uji Otokorelasi

Uji autokorelasi yang dilakukan adalah pengujian *Durbin Watson* (DW). Hasilnya dapat dilihat pada Tabel 4.21 dibawah ini:

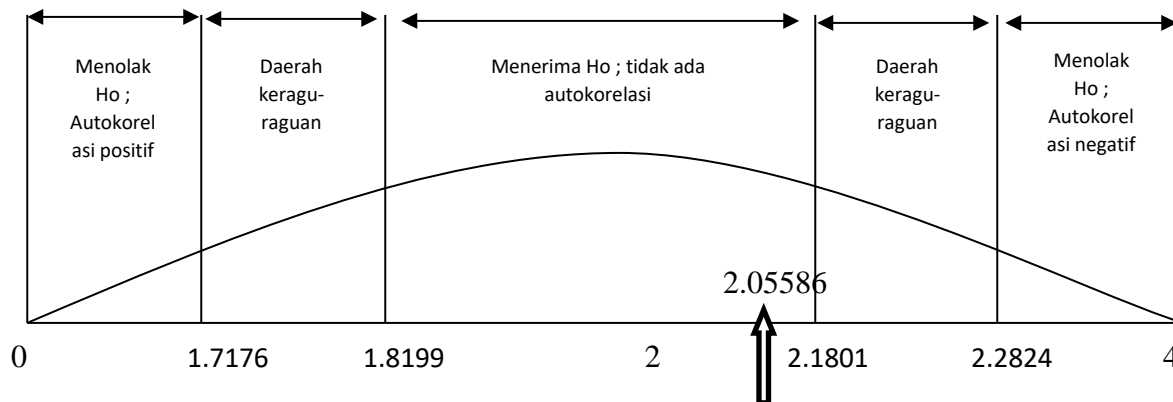
Tabel 4.21.
Pengujian Otokorelasi

R-squared	0.005743	Mean dependent var	0.000736
Adjusted R-squared	0.003152	S.D. dependent var	0.011241
S.E. of regression	0.011223	Sum squared resid	0.241703
F-statistic	2.216867	Durbin-Watson stat	2.055860
Prob(F-statistic)	0.050182		

Sumber: Hasil Olahan

Pada Tabel 4.21 tersebut dilihat *Durbin-Watson Stat* sebesar 2.05586 yang terletak pada Gambar 4.6. Pada Gambar 4.6 nilai *Durbin Watson Stat* tersebut terletak pada daerah penerimaan H_0 , yang berarti tidak terdapat masalah otokorelasi.

Gambar 4.6.
Daerah Penerimaan pada Uji *Durbin-Watson*



Sumber: Hasil Olahan

3. Uji Heterokedastisitas

Pengujian heterokedastisitas dilakukan untuk mengetahui ada atau tidaknya penyimpangan asumsi klasik heteroskedastisitas, yaitu adanya ketidaksamaan varian dari residual untuk semua pengamatan pada model regresi. Adapun metode yang digunakan untuk mengetahui adanya heterokedastisitas menggunakan metode park. Adapun hasil pengujian metode park adalah sebagai berikut:

Tabel 4.22
Pengujian Heterokedastisitas

Dependent Variable: LOGRESID2				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-6.540486	0.160289	-40.80431	0.0000
KINERJA_1	0.219091	1.887344	0.116084	0.9076
AGE	0.003765	0.000979	3.844661	0.0001
SBI	-0.022084	0.021947	-1.006243	0.3144
INF	0.574048	0.044503	12.89918	0.0000

DKURS	0.002016	0.000257	7.835662	0.0000
-------	----------	----------	----------	--------

Sumber: Hasil Olahan

Pengujian Heterokedastisitas mengikuti pembentukan hipotesis sebagai berikut:

Ho: Tidak terdapat Heterokedastisitas

Ha: terdapat heterokedastisitas

Berdasarkan Tabel 4.22 tersebut, dapat dilihat bahwa nilai probabilitas menunjukkan hasil yang bervariasi, ada yang signifikan dan juga ada yang tidak signifikan tetapi mayoritas menunjukkan signifikan sehingga dapat disimpulkan terdapat masalah heterokedastisitas.

4.4.1.2.4. Analisa Persamaan Regresi

1. Model Persamaan Regresi

Adapun hasil persamaan regresi yang telah menghilangkan masalah heterokedastisitas adalah sebagai berikut:

KinerjaJRPT_{i,t}

$$= -0.0014 + 0.3549Kinerja - 1_{i,t} + 0.000001Age_{i,t} + 0.000297SBI_{i,t} - 0.00031INF_{i,t} + 0.000003dKurs_{i,t}$$

Adapun pengertian dari koefisien diatas adalah sebagai berikut:

- Jika semua variabel independen yaitu kinerja-1, age, SBI, INF, dan dKurs adalah tetap/konstan maka rata-rata kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen untuk periode 2010-2012 sebesar -0.0014 % atau dengan kata lain kinerja reksadana pendapatan tetap dibawah kinerja pasar (*under perform*).
- Jika rata-rata kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Jensen pada bulan sebelumnya (Kinerja-1) naik 1 % maka kinerja reksadana pendapatan tetap

menurut Rasio Jensen (KinerjaJRPT) akan meningkat rata-rata 0.3549 % selama periode 2010-2012 dengan asumsi variabel lain konstan.

- Jika rata-rata umur reksadana pendapatan tetap (Age) bertambah 1 bulan maka rata-rata kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen (KinerjaJRPT) akan naik 0.000001 % pada periode 2010 – 2012 satuan dengan asumsi variabel lain konstan.
- Jika tingkat bunga SBI (SBI) rata-rata naik 1% maka rata-rata kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen (KinerjaJRPT) akan naik 0.000297 % pada periode 2010-2012 dengan asumsi variabel lain konstan
- Jika tingkat tingkat inflasi (INF) rata-rata naik 1 % maka rata-rata kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen (KinerjaJRPT) akan turun 0.00031 % pada periode 2010-2012 dengan asumsi variabel lain konstan
- Jika rata-rata nilai tukar berubah (dKurs) Rp.1 maka rata-rata kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen (KinerjaJRT) akan naik 0.000003 % pada periode 2010-2012 dengan asumsi variabel lain konstan. Atau dengan kata lain jika nilai tukar mengalami depresiasi sebesar Rp. 1, maka rata-rata kinerja reksadana pendapatan tetap akan meningkat 0.000003 %.

2. Pengujian t statistik

Pengujian t statistik untuk mengetahui apakah masing-masing variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Adapun hasil penelitian dapat dilihat pada Tabel 4.23.

Tabel 4.23.
Hasil Perhitungan t Statistik Reksadana Pendapatan Tetap Rasio Jensen

Dependent Variable: KINERJAJRPT				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
C	-0.001379	0.001124	-1.226207	0.2203
KINERJA_1	0.354961	0.109149	3.252083	0.0012
AGE	1.07E-06	2.45E-06	0.435804	0.6630
SBI	0.000297	0.000164	1.812820	0.0700
INF	-0.000306	0.000470	-0.650309	0.5156
DKURS	2.82E-06	2.00E-06	1.408788	0.1591

Sumber: Hasil Olahan

Berdasarkan Tabel 4.23 dapat diketahui hasil sebagai berikut:

- **Pengaruh kinerja reksadana sebelumnya (Kinerja-1) terhadap kinerja reksadana menurut Rasio Jensen (KinerjaJRPT)**

Adapun hipotesa yang telah dibangun adalah sebagai berikut:

Ho: $\alpha_1 = 0$;tidak terdapat pengaruh kinerja reksadana pendapatan tetap periode sebelumnya terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen

Ha: $\alpha_1 \neq 0$;terdapat pengaruh kinerja reksadana pendapatan tetap periode sebelumnya terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen

Nilai probabilitas sebesar $0.0012 < 0.05$ (tingkat signifikansi) sehingga dapat disimpulkan terdapat pengaruh positif signifikan kinerja reksadana periode sebelumnya (Kinerja-1) terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen selama periode penelitian 2010-2012.

- **Pengaruh umur reksadana (Age) terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen (KinerjaJRPT).**

Adapun hipotesa yang dibangun untuk bagian ini adalah sebagai berikut:

Ho: $\alpha_2 \leq 0$; tidak terdapat pengaruh positif umur reksadana terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen

Ha: $\alpha_2 > 0$; terdapat pengaruh positif signifikan umur reksadana terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen

Berdasarkan Tabel 4.23, diketahui bahwa nilai probabilitas sebesar $0.663 > 0.05$ (tingkat signifikan) sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh positif signifikan umur reksadana terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen periode 2010-2012. Umur reksadana tidak mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen.

- **Pengaruh tingkat bunga SBI terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut menurut Rasio Jensen (KinerjaJRPT)**

Adapun pembentukan hipotesa untuk pengaruh antar variabel ini adalah sebagai berikut:

Ho: $\alpha_3 \geq 0$;tidak terdapat pengaruh negatif tingkat bunga SBI terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen

Ha: $\alpha_3 < 0$;terdapat pengaruh negatif antara tingkat bunga SBI terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen

Berdasarkan Tabel 4.23, probabilitas sebesar $0.07 < 0.1$ (tingkat signifikansi), yang berarti Ha diterima sehingga terdapat pengaruh positif signifikan antara tingkat bunga SBI terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen. Hal ini berarti, jika tingkat bunga SBI meningkat, maka kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen akan meningkat, begitu pula sebaliknya.

- **Pengaruh tingkat inflasi (INF) terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen (KinerjaJRPT)**

Adapun pembentukan hipotesa penelitiannya adalah sebagai berikut:

Ho: $\alpha_4 = 0$; tidak terdapat pengaruh tingkat inflasi terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen

Ha: $\alpha_4 \neq 0$;terdapat pengaruh tingkat inflasi terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen

Berdasarkan Tabel 4.23, dengan tingkat signifikansi 5%, maka nilai probabilitas sebesar $0.5456 > 0.05$, berarti tidak terdapat pengaruh positif signifikan antara tingkat inflasi terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen. Hal ini berarti, perubahan inflasi tidak mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen.

- **Pengaruh perubahan nilai tukar mata uang (dKurs) terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen (KinerjaJRPT)**

Adapun pembentukan hipotesa adalah sebagai berikut:

Ho: $\alpha_5 = 0$;tidak terdapat pengaruh perubahan nilai tukar terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen

Ha: $\alpha_5 \neq 0$;terdapat pengaruh perubahan nilai tukar terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen

Berdasarkan Tabel 4.23, diketahui bahwa nilai probabilitas sebesar $0.1591 > 0.05$ (tingkat signifikansi). Hal ini berarti H_0 diterima sehingga tidak terdapat pengaruh positif signifikan antara perubahan nilai tukar Rp/\$ terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen. Perubahan nilai tukar mata uang tidak mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen selama periode 2010-2012.

Kesimpulan dari lima variabel independen, yaitu kinerja reksadana periode sebelumnya, umur reksadana, tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan perubahan nilai tukar, variabel yang mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen adalah kinerja reksadana periode sebelumnya, dan tingkat bunga SBI.

3. Pengujian F Statistik

Adapun hasil pengujian secara simultan antara variabel independen, yaitu kinerja reksadana pendapatan tetap periode sebelumnya pendekatan Rasio Jensen, umur reksadana, tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan perubahan nilai tukar terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Jensen dapat dilihat pada Tabel 4.24.

Tabel 4.24.

Hasil Perhitungan F Statistik

R-squared	0.227369	Mean dependent var	0.003278
Adjusted R-squared	0.225355	S.D. dependent var	0.010190
S.E. of regression	0.008967	Sum squared resid	0.154294
F-statistic	112.9440	Durbin-Watson stat	2.165362
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: Hasil Olahan

Berdasarkan hipotesa:

Ho : tidak terdapat pengaruh simultan kinerja reksadana pendapatan tetap periode sebelumnya pendekatan Rasio Jensen, umur reksadana, tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan perubahan nilai tukar terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Jensen.

Ha : terdapat pengaruh simultan kinerja reksadana pendapatan tetap periode sebelumnya pendekatan Rasio Jensen, umur reksadana, tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan perubahan nilai tukar terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Jensen.

Adapun nilai prob (*F-statistic*) adalah $0.00000 < \text{tingkat signifikansi } (0.05)$, yang berarti Ho ditolak, sehingga secara simultan terdapat pengaruh kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Jensen, umur reksadana, tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan perubahan nilai tukar terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Jensen.

4. Koefisien Determinasi

Untuk mengetahui variasi perubahan variabel independen terhadap variabel dependen menggunakan *adjusted R²* yang hasilnya dapat dilihat pada Tabel 4.24, yaitu sebesar 0.2253. Hal ini berarti, 22.35 % variasi perubahan kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen dipengaruhi oleh kinerja reksadana periode sebelumnya, umur reksadana, tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan perubahan nilai tukar, sisanya 77.65 % dipengaruhi oleh faktor lain yang ada diluar model persamaan regresi.

4.4.1.2.5. Pembahasan Persamaan Regresi Reksadana Pendapatan Tetap Menurut Rasio Jensen

Dalam hal ini menganalisa kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen yang diduga dipengaruhi oleh kinerja reksadana pendapatan tetap periode sebelumnya, umur reksadana, tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan nilai tukar. Salah satu faktor internal yang digunakan adalah kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen periode sebelumnya. Hasil penelitian menunjukkan terdapat pengaruh positif signifikan antara kinerja reksadana pendapatan tetap periode sebelumnya pendekatan Rasio Jensen dengan kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Jensen periode saat ini. Jika kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Jensen periode sebelumnya meningkat maka kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Jensen periode saat ini akan meningkat. Hal ini berlaku juga sebaliknya, jika kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Jensen periode sebelumnya menurun maka kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Jensen periode saat ini akan menurun. Hasil penelitian ini sama dengan hasil penelitian untuk kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe. Hal ini disebabkan jenis investasi pada reksadana pendapatan tetap yang sebagian alokasi pada obligasi dan deposito. Perubahan tingkat bunga obligasi dan deposito relatif stabil dibandingkan jika alokasi investasi pada saham. Akibatnya kinerja reksadana periode sebelumnya dapat memprediksi kinerja reksadana saat ini. Selain itu Menurut goetzmann hal ini disebut *performance persistence* yang bisa disebut *repeat winners* atau *repeat losers*. Hal ini terjadi jika kinerja reksadana masa lalu baik maka kinerja reksadana saat ini juga akan baik, begitu juga sebaliknya. Kondisi ini bisa terjadi jika pasar dalam kondisi adanya kepastian (*certainty*). Sehingga investor bisa memprediksi

kinerja reksadana masa depan berdasarkan kinerja masa lalu. Nilai koefisien regresi sebesar 0.3549, yang berarti jika kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Jensen periode sebelumnya meningkat 1 %, maka kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen saat ini akan meningkat rata-rata sebesar 0.3549 satuan, begitu pula sebaliknya. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Goetzmann & Ibbotson (1994), Brown & Goetzmann (1995), Malkiel (1995), Pastor & Stambaugh (2001), Maruli (2009), dan Zahra (2010) yang menyatakan bahwa kinerja reksadana masa lalu dan peringkat masa lalu sangat berguna untuk melakukan prediksi kinerja reksadana pada masa depan. Kesimpulannya kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen periode sebelumnya dapat memprediksi kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen periode saat ini.

Faktor internal yang lain yang diduga mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen adalah umur reksadana. Hasil penelitian menunjukkan tidak terdapat pengaruh positif signifikan antara umur reksadana terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen. Semakin lama umur reksadana pendapatan tetap tidak mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen. Semakin lama umur reksadana tidak menjamin kinerja reksadana tersebut akan baik, yang menentukan kinerja reksadana tersebut akan baik adalah penempatan portofolio investasi pada reksadana tersebut dan *timing* dari manager investasi untuk mendapatkan keuntungan dari investasinya. Hasil penelitian ini sama dengan dengan hasil penelitian reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Rao (2000), Cahyono (2000), Chen, Hong, Huang, Kubik (2008), dan Zahra (2010) menyatakan bahwa semakin lama umur reksadana maka semakin

berpengalaman manajer investasi dalam mengelola portofolionya sehingga akan meningkatkan kinerja reksadananya. Menurut Rao (2000), banyak investor yang lebih menyukai reksadana yang berumur lama. Reksadana yang memiliki umur yang lebih lama akan memiliki *track record* yang lebih panjang, maka dari itu akan dapat memberikan gambaran kinerja yang lebih baik kepada para investornya. Sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin lama umur reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen maka kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen akan semakin meningkat.

Selain faktor internal reksadana, juga membahas mengenai faktor eksternal yang mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap Rasio Jensen. Salah satu faktor eksternal tersebut adalah tingkat bunga SBI. Berdasarkan hasil penelitian, terdapat pengaruh positif signifikan antara tingkat bunga SBI terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen. Jika tingkat bunga SBI meningkat maka kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen juga meningkat. Begitu pula sebaliknya, jika tingkat bunga SBI menurun maka kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Jensen juga menurun. Hal ini bisa disebabkan oleh pertama, pendapatan dari obligasi ada dua, yaitu *capital gain* (perubahan harga) dan pembayaran bunga. Disatu sisi kenaikan tingkat bunga SBI menyebabkan harga obligasi turun dan pendapatan reksadana pendapatan tetap turun, tetapi disisi lain pendapatan bunga dari obligasi meningkat. Sehingga selama periode 2010-2012, pendapatan bunga obligasi lebih tinggi daripada penurunan harga obligasi yang dimilikinya, sehingga kinerja reksadana tetap tinggi walaupun tingkat bunga SBI meningkat. Kedua, kenaikan tingkat bunga SBI akan menurunkan kinerja reksadana pendapatan tetap jika reksadana tersebut memiliki banyak obligasi yang masa jatuh tempo masih lama. Tetapi pada periode 2010-2012, reksadana

pendapatan tetap lebih banyak memiliki obligasi yang sudah dekat masa jatuh temponya sehingga manajer investasi akan menerima pokok pinjaman dan bunga yang akan meningkatkan pendapatan reksadana pendapatan tetap dan pada akhirnya kinerja reksadana pendapatan tetap akan meningkat walaupun tingkat bunga SBI juga meningkat. Ketiga, pada saat tingkat bunga SBI meningkat, maka manajer investasi akan membeli obligasi pemerintah jangka pendek, sehingga pendapatan bunga dan capital gain dari obligasi tersebut dapat menutupi penurunan harga obligasi yang dimilikinya, yang pada akhirnya tetap akan meningkatkan pendapatan reksadana pendapatan tetap dan juga kinerja reksadana pendapatan tetap akan naik walaupun tingkat bunga SBI meningkat. Keempat, jenis obligasi yang masuk dalam portofolio, obligasi pemerintah sangat sensitif terhadap tingkat bunga, sedangkan obligasi milik swasta tidak sensitif terhadap tingkat bunga tetapi lebih kepada *rating* obligasi swasta dan juga perusahaan yang menerbitkan obligasi. Semakin rendah *rating* obligasi swasta dan tidak *credible* perusahaan yang menerbitkan obligasi maka tingkat bunga obligasi akan relatif lebih tinggi dibandingkan *rating* obligasi yang tinggikan *credible* perusahaan penerbit obligasi. Selama periode 2010-2012, reksadana pendapatan tetap banyak melakukan investasi pada obligasi milik swasta sehingga kenaikan tingkat bunga SBI tetap meningkatkan pendapatan reksadana pendapatan tetap dan pada akhirnya meningkatkan kinerja reksadana pendapatan tetap. Kelima, karakteristik reksadana pendapatan tetap yang berbeda dengan jenis investasi lainnya. Pada reksadana pendapatan tetap alokasi terbesar ada pada jenis investasi obligasi, tetapi reksadana pendapatan tetap juga memasukkan jenis investasi lain yaitu tabungan dan deposito. Sehingga kenaikan tingkat bunga SBI dapat menyebabkan kenaikan kinerja reksadana pendapatan tetap jika proporsi kenaikan tingkat bunga lebih tinggi dari penurunan harga

obligasi. Berdasarkan hal tersebut, dapat disimpulkan bahwa kenaikan tingkat bunga SBI tidak pasti (belum tentu) menurunkan kinerja reksadana pendapatan tetap. Nilai koefisien regresi sebesar 0.000297, yang berarti jika tingkat bunga SBI meningkat 1 %, maka rata-rata kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen akan meningkat sebesar 0.000297 %. Begitu pula sebaliknya, jika tingkat bunga SBI menurun 1 %, maka rata-rata kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen juga akan menurun sebesar 0.000297 %. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian dengan reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Sharpe. Hal ini dapat disebabkan oleh karakteristik reksadana pendapatan tetap karena *underlying asset* pada obligasi. Tinggi rendahnya minat akan obligasi ditentukan oleh tingkat bunga obligasi tersebut, semakin tinggi tingkat bunga obligasi tersebut, maka keuntungan investor akan semakin meningkat dan pada akhirnya kinerja reksadana pendapatan tetap ikut meningkat pula. Kesimpulannya jika tingkat bunga SBI meningkat maka kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen akan meningkat, begitu pula sebaliknya.

Faktor eksternal lain adalah tingkat inflasi yang diduga mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen. Hasil penelitian menunjukkan hasil tidak terdapat pengaruh negatif signifikan antara tingkat inflasi terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen. Jika tingkat inflasi meningkat maka rata-rata kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen juga akan menurun. Begitu pula sebaliknya, jika tingkat inflasi menurun maka rata-rata kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen akan meningkat. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe yang menyatakan bahwa tingkat inflasi berpengaruh negatif terhadap kinerja reksadana, sedangkan hasil penelitian ini tidak

terdapat pengaruh negatif signifikan tingkat inflasi terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen. Perbedaan hasil ini disebabkan oleh karakteristik dari pengukuran Rasio Jensen. Rasio Jensen mengakomodasi *unique risk*, yang berarti memasukkan unsur risiko yang ada pada reksadana tersebut. Sedangkan *market risk* tidak dimasukkan dalam perhitungan Rasio Jensen. Hal ini berpengaruh pada variabel makroekonomi yaitu tingkat inflasi yang termasuk dalam *market risk*. Sehingga tingkat inflasi tidak mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen. Kesimpulannya tingkat inflasi tidak berpengaruh negatif terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen.

Faktor eksternal yang terakhir adalah nilai tukar yang mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Jensen. Hasil penelitian menunjukkan perubahan nilai tukar rupiah terhadap dollar tidak berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen. Semakin tinggi perubahan kurs mata uang (depresiasi) maka kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen akan meningkat. Begitu pula sebaliknya, jika kurs mata uang mengalami perubahan (apresiasi) maka kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen akan menurun. Hasil penelitian ini berbeda dengan reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe, dimana perubahan nilai tukar berpengaruh terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap. Penyebabnya sama dengan variable makroekonomi lainnya, yaitu tingkat inflasi, yaitu dari perhitungan Rasio Jensen. Rasio Jensen hanya menggunakan *unique risk* dalam perhitungannya, dan tidak menggunakan *market risk*. Salah satu jenis dari *market risk* adalah nilai tukar, yang akan mempengaruhi kinerja reksadana. Kesimpulannya tidak

terdapat pengaruh negatif signifikan antara perubahan nilai tukar rupiah terhadap dollar terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen.

4.4.2. Reksadana Saham

4.4.2.1 Kinerja Reksadana Saham Menurut Rasio Sharpe

Sama seperti pengujian persamaan regresi reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen, pengujian persamaan regresi reksadana saham menurut Sharpe Rasio juga harus melakukan pengujian asumsi klasik dengan tujuan untuk menentukan apakah persamaan regresi tersebut tidak menghasilkan hasil persamaan yang bias. Adapun pengujian tersebut meliputi:

4.4.2.1.1. Pengujian Stasioner

uji stasionaritas digunakan untuk mengetahui apakah data yang digunakan untuk estimasi regresi tidak mengalami perubahan secara sistematis sepanjang tahun. Walaupun data yang digunakan adalah panel data tetapi hal ini tetap dilakukan karena data mengandung unsur waktu (*time series*) dan data yang digunakan bersifat *high frequency data* yaitu data bulanan. Pengujian stasioner dilakukan untuk variabel KinerjaSRS, Kinerja-1, umur, inflasi, sbi, dan nilai tukar. Adapun hasilnya sebagai berikut:

Tabel 4.25
Hasil Pengujian Stasioner Reksadana Saham Rasio Sharpe

	Variabel					
	KinerjaSRS	Kinerja-1	Age	Inflasi	Sbi	Kurs
Levin, Lin & Chu	0.0000*	0.0000*	0.4911	0.0000*	0.0000*	1.0000
Breitung t-stat	-	-	-	-	-	-
Im, Pesaran and Shin W-stat	0.0000*	0.0000*	-	0.0000*	-	1.0000
ADF	0.0000*	0.0000*	0.0000*	0.0000*	0.2529	1.0000
PP	0.0000*	0.0000*	1.0000	0.0000*	0.1125	1.0000

Sumber: Hasil Olahan

Keterangan: * Signifikan pada tingkat 1 %

Pada Tabel 4.25, variabel KinerjaSRS, Kinerja-1 yang merupakan variabel kinerja reksadana pada periode sebelumnya, dan inflasi memiliki tingkat signifikan yang tinggi untuk semua jenis pengukuran stasioner data dengan probabilitas 0.0000. Adapun uji hipotesa untuk pengujian stasioner data adalah:

Ho: data tidak stasioner

Ha: data stasioner

Berdasarkan hal tersebut variabel kinerja reksadana saham Rasio Sharpe (KinerjaSRS), kinerja reksadana periode sebelumnya (Kinerja-1), dan inflasi memiliki data yang stasioner karena dibawah tingkat level signifikan 1 % yang berarti Ho ditolak. Untuk variabel umur reksadana, dua pengukuran yaitu Levin, Lin&Chu dan PP menunjukkan nilai masing-masing 0.4911 dan 1.0000 yang berarti diatas tingkat signifikansi 10 % yang berarti Ho diterima atau tidak stasioner tetapi pengukuran stasioner ADF menunjukkan nilai probabilitas 0.0000 yang dibawah level signifikan 1 %, yang berarti Ho ditolak atau data stasioner. Untuk variabel ini, peneliti menggunakan pengukuran ADF sehingga dapat disimpulkan data umur reksadana stasioner. Variabel tingkat bunga SBI juga menunjukkan hal yang sama dengan variabel umur reksadana. Dua pengukuran stasioner, yaitu ADF dan PP menunjukkan nilai masing-masing 0.2529 dan 0.1125 yang berada diatas tingkat signifikansi 10 %, yang berarti data tidak stasioner. Tetapi perhitungan Levin, Lin&Chu menunjukkan nilai probabilitas 0.0000 yang berada dibawah tingkat signifikansi 1 % yang berarti data stasioner. Peneliti pun menggunakan pengukuran Levin, Lin&Chu sehingga data tingkat bunga SBI memiliki data yang stasioner.

Variabel nilai tukar (kurs) menunjukkan hasil yang berbeda dengan kelima variabel sebelumnya. Empat pengukuran stasioner yaitu Levin, Lin&Chu, li, Pesaran, and shin W-Stat, ADF, maupun PP menunjukkan nilai probabilitas menunjukkan nilai 1.0000, yang berarti diatas tingkat signifikansi 10 % sehingga data nilai tukar tidak stasioner. Untuk itu, peneliti menggunakan transformasi data dengan mengubah data tersebut menjadi data perubahan nilai tukar (dKurs), yang hasilnya sebagai berikut:

Tabel 4.26
Hasil Uji Stasioner Variabel Δ Nilai Tukar

	DKurs
Levin,Lin&Chu	0.0000*
Im, Pesaran and Shin W-stat	0.0000*
ADF	0.0000*
PP	0.0000*

Sumber: Hasil Olahan

Keterangan: * Stasioner pada tingkat 1 %

Pada Tabel 4.26 tersebut dapat dilihat bahwa semua pengukuran stasioner menunjukkan nilai probabilitas 0.0000 yang diatas tingkat signifikansi 1 %. Hal ini dapat disimpulkan bahwa data dKurs (perubahan nilai tukar) adalah stasioner.

4.4.2.1.2. Penentuan Jenis Data Panel

Untuk menentukan jenis data panel yang digunakan, maka tahap awal pengujian menggunakan *chow test*. Pengujian *chow test* ini untuk mengetahui apakah jenis data panel yang digunakan adalah *common effect* atau *fixed effect*. Adapun hasil pengujian *chow test* dapat dilihat pada Tabel 4.27 sebagai berikut:

Tabel 4.27.
Pengujian Chow Test Reksadana Saham Rasio Sharpe

Effect Test	Statistic	d.f.	Prob
Cross-section F	1.056900	(47,1623)	0.3698

Cross-section Chi-square	50.527092	47	0.3360
--------------------------	-----------	----	--------

Sumber: Hasil Olahan

Untuk menguji apakah metode yang digunakan menggunakan *common effect* atau *fixed effect* mengikuti hipotesa sebagai berikut:

Ho: *Common effect*

Ha: *Fixed effect*

Berdasarkan Tabel 4.27 nilai probabilitas *cross section chi-square* menunjukkan nilai sebesar $0.3360 >$ tingkat signifikansi 5 %, yang berarti menggunakan metode *common effect*. Jika hasil penentuan data panel sudah menunjukkan pemilihan metode *common effect* maka tidak perlu dilanjutkan dengan pengujian *Haussman test*. Sehingga dapat disimpulkan penggunaan data panel mengikuti persamaan *common effect*. Adapun persamaan awal regresi reksadana saham menurut Rasio Sharpe dengan jenis data panel *common effect* adalah sebagai berikut:

Tabel 4.28
Hasil Persamaan Regresi Awal Reksadana Saham Menurut Rasio Sharpe

Dependent Variable: KINERJASRS				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
C	0.137918	0.030584	4.509485	0.0000
KINERJA_1	-0.264217	0.023403	-11.28977	0.0000
AGE	-1.63E-05	0.000101	-0.161076	0.8721
SBI	-0.006208	0.004723	-1.314427	0.1889
INF	0.001360	0.010193	0.133444	0.8939
DKURS	-0.001035	5.87E-05	-17.63798	0.0000

Sumber: Hasil Olahan

Berdasarkan Tabel 4.28 tersebut, maka persamaan regresi awal untuk reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe adalah:

$$KinerjaSRS_{i,t} = 0.1379 - 0.26422Kinerja - 1_{i,t} - 0.00002Age_{i,t} - 0.00621SBI_{i,t} \\ - 0.00136INF_{i,t} - 0.00103dKurs_{i,t}$$

Sebelum persamaan regresi tersebut dianalisa, terlebih dahulu akan dilakukan pengujian asumsi klasik yang meliputi pengujian multikolinearitas, otokorelasi, dan heterokedastisitas.

4.4.2.1.3. Pengujian Asumsi Klasik

1. Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas berarti adanya hubungan linear yang sempurna atau pasti, diantara beberapa atau semua variabel yang menjelaskan dari model regresi (Gujarati, 2003). Hasil pengujian multikolinearitas dapat dilihat pada Tabel 4.29 dibawah ini:

Tabel 4.29
Pengujian Multikolinearitas

	KINERJA_1	AGE	SBI	INF	DKURS
KINERJA_1	1.000000	-0.031405	0.140679	0.241638	-0.260841
AGE	-0.031405	1.000000	-0.169267	-0.036049	0.089925
SBI	0.140679	-0.169267	1.000000	0.102870	-0.464565
INF	0.241638	-0.036049	0.102870	1.000000	-0.096574
DKURS	-0.260841	0.089925	-0.464565	-0.096574	1.000000

Sumber: Hasil Olahan

Pada Tabel 4.29 terdapat nilai korelasi antar independen variabel. Indikasi adanya multikolinearitas jika korelasi antar variabel diatas 0.8. Berdasarkan tabel tersebut diketahui tidak ada hubungan korelasi yang kuat antar variabel independen dalam

model penelitian. Hubungan korelasi yang tinggi hanya sebesar -0.464565 yaitu antara perubahan nilai tukar (dKurs) dan tingkat bunga SBI tetapi hasil korelasinya masih jauh dibawah batas adanya multikolinearitas yaitu 0.8 , sehingga dapat disimpulkan bahwa model penelitian bebas dari masalah multikolinearitas.

2. Uji Otokorelasi

Uji autokorelasi digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya penyimpangan asumsi klasik otokorelasi, yaitu korelasi yang terjadi antara residual pada satu pengamatan dengan pengamatan lain pada model regresi. Adapun uji otokorelasi yang dilakukan adalah pengujian *Durbin Watson* (DW). Hasilnya dapat dilihat pada Tabel 4.30.

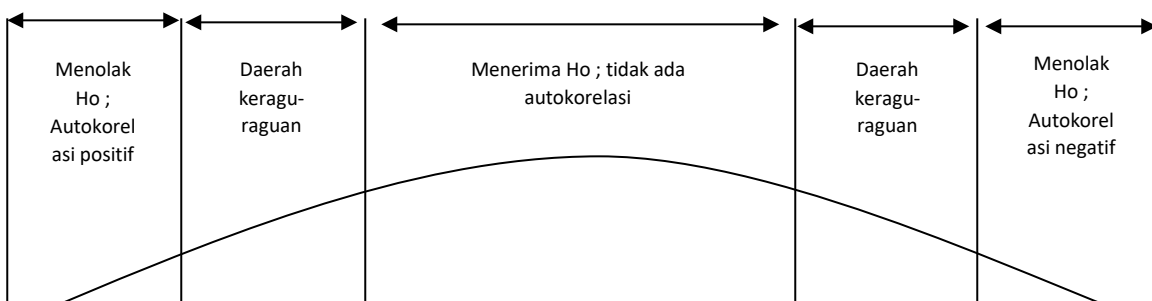
Tabel 4.30.
Pengujian Otokorelasi

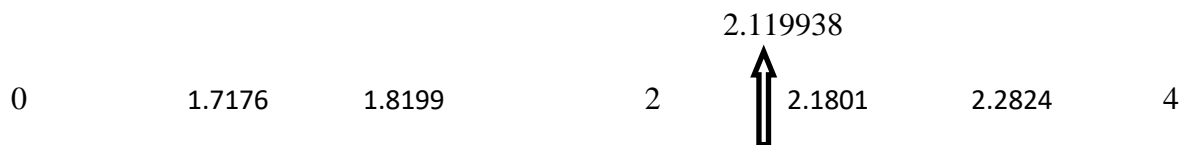
R-squared	0.198120	Mean dependent var	0.070388
Adjusted R-squared	0.195719	S.D. dependent var	0.215653
S.E. of regression	0.193402	Sum squared resid	62.46495
F-statistic	82.52119	Durbin-Watson stat	2.119938
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: Hasil Olahan

Pada Tabel 4.30 tersebut dilihat *Durbin-Watson Stat* sebesar 2.119938 , yang akan dilihat posisi pada Gambar 4.7. Pada Gambar tersebut nilai *durbin Watson* terletak pada daerah penerimaan H_0 , atau tidak terdapat autokorelasi, sehingga dapat disimpulkan model persamaan awal regresi untuk reksadana saham menurut Rasio Sharpe terbebas oleh masalah otokorelasi.

Gambar 4.7
Daerah Penerimaan pada Uji *Durbin-Watson*





Sumber: Hasil Olahan

3. Uji Heterokedastisitas

Pengujian heterokedastisitas yang dilakukan adalah metode park. Adapun hasil pengujian metode park dapat dilihat pada Tabel 4.31 adalah sebagai berikut.

Tabel 4.31
Pengujian Heterokedastisitas

Dependent Variable: LOGRESID2				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.114651	0.153088	-13.81330	0.0000
KINERJA_1	0.346957	0.117144	2.961785	0.0031
AGE	2.31E-05	0.000508	0.045415	0.9638
SBI	-0.017157	0.023642	-0.725700	0.4681
INF	0.378922	0.051023	7.426480	0.0000
DKURS	0.000882	0.000294	3.001882	0.0027

Sumber: Olahan Penulis

Pengujian Heterokedastisitas mengikuti pembentukan hipotesis sebagai berikut:

Ho: Tidak terdapat Heterokedastisitas

Ha: terdapat heterokedastisitas

Berdasarkan Tabel 4.31 tersebut, dapat dilihat bahwa nilai probabilitas menunjukkan mayoritas hasil $0.0000 < 0.05$ yang berarti Ho ditolak, sehingga peneliti menyimpulkan bahwa terdapat masalah heterokedastisitas pada persamaan regresi awal reksadana saham menurut Rasio Sharpe.

4.4.2.1.4. Analisa Persamaan Regresi

1. Model Persamaan Regresi

Adapun hasil persamaan regresi reksadana saham menurut Rasio Sharpe yang sudah menghilangkan masalah heterokedastisitas adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{KinerjaSRS}_{i,t} = & 0.14404 - 0.28534\text{Kinerja} - 1_{i,t} - 0.000061\text{Age}_{i,t} - 0.0067\text{SBI}_{i,t} \\ & - 0.00252\text{Inf}_{i,t} - 0.00103\text{dKurs}_{i,t} \end{aligned}$$

Adapun pengertian dari koefisien diatas adalah sebagai berikut:

- Jika semua variabel independen yaitu Kinerja-1, Age, SBI, inflasi, dan dKurs adalah tetap/konstan maka rata-rata kinerja reksadana saham menurut Sharpe Rasio untuk periode 2010-2012 rata-rata sebesar 0.14404 %.
- Jika rata-rata kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe pada bulan sebelumnya (Kinerja-1) naik 1 % maka kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe (KinerjaSRS) saat ini akan turun rata-rata 0.28534 % selama periode 2010-2012 dengan asumsi variabel lain konstan.
- Jika rata-rata umur reksadana pendapatan tetap (Age) bertambah 1 bulan maka kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe (KinerjaSRS) akan turun rata-rata 0.000061 % pada periode 2010 – 2012 satuan dengan asumsi variabel lain konstan.
- Jika tingkat bunga SBI (SBI) rata-rata naik 1% maka rata-rata kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe (KinerjaSRS) akan turun rata-rata 0.0067 % pada periode 2010-2012 dengan asumsi variabel lain konstan
- Jika tingkat inflasi (INF) rata-rata naik 1 % maka rata-rata kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe (KinerjaSRS) akan turun 0.00252 % pada periode 2010-2012 dengan asumsi variabel lain konstan

- Jika rata-rata nilai tukar berubah (dKurs) Rp.1 maka rata-rata kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe (KinerjaSRS) akan turun 0.00103 % pada periode 2010-2012 dengan asumsi variabel lain konstan. Hal ini berarti jika nilai tukar rupiah mengalami depresiasi sebesar Rp.1, maka rata-rata kinerja reksadana saham akan turun sebesar 0.00103 %.

2. Pengujian t statistic

Pengujian t statistik untuk mengetahui apakah masing-masing variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Adapun hasil penelitian dapat dilihat pada Tabel 4.32.

Tabel 4.32
Hasil Perhitungan t Statistik Reksadana Saham Rasio Sharpe

Dependent Variable: KINERJASRS				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
C	0.144040	0.161862	0.889893	0.3737
KINERJA_1	-0.285338	0.117893	-2.420326	0.0156
AGE	-6.13E-05	8.01E-05	-0.764628	0.4446
SBI	-0.006700	0.026087	-0.256815	0.7974
INF	0.002522	0.076621	0.032913	0.9737
DKURS	-0.001029	0.000225	-4.566605	0.0000

Sumber: Olahan Penulis

Berdasarkan Tabel 4.32 dapat diketahui hasil persamaan regresi untuk reksadana saham menurut Rasio Sharpe adalah sebagai berikut:

- **Pengaruh kinerja reksadana saham periode sebelumnya (Kinerja-1) terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe (KinerjaSRS)**

Adapun hipotesa yang telah dibangun adalah sebagai berikut:

Ho: $\beta_1 = 0$;tidak terdapat pengaruh kinerja reksadana saham periode sebelumnya terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe

Ha: $\beta_1 \neq 0$;terdapat pengaruh kinerja reksadana saham periode sebelumnya terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe

Nilai probabilitas sebesar $0.0156 < 0.1$ (tingkat signifikansi) sehingga dapat disimpulkan terdapat pengaruh negatif signifikan kinerja reksadana periode sebelumnya (Kinerja-1) terhadap kinerja reksadana saham saat ini menurut Rasio Sharpe untuk periode penelitian 2010-2012. Jika kinerja reksadana saham periode sebelumnya menurun, maka kinerja reksadana saham periode saat ini akan meningkat, begitu pula sebaliknya.

- **Pengaruh umur reksadana (AGE) saham terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe (KinerjaSRS).**

Adapun hipotesa yang dibangun untuk bagian ini adalah sebagai berikut:

Ho: $\beta_2 \leq 0$; tidak terdapat pengaruh positif umur reksadana terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe

Ha: $\beta_2 > 0$; terdapat pengaruh positif umur reksadana terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe

Berdasarkan Tabel 4.32, diketahui bahwa nilai probabilitas sebesar $0.4446 > 0.05$ (tingkat signifikan) sehingga dapat disimpulkan bahwa Ho diterima, sehingga tidak

terdapat pengaruh signifikan umur reksadana terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap periode 2010-2012. Umur reksadana saham tidak mempengaruhi kinerja reksadana saham periode 2010-2012.

- **Pengaruh tingkat bunga SBI terhadap kinerja reksadana saham menurut pendekatan Rasio Sharpe (KinerjaSRS)**

Adapun pembentukan hipotesa untuk pengaruh antar variabel ini adalah sebagai berikut:

Ho: $\beta_3 \geq 0$;tidak terdapat pengaruh negatif tingkat bunga SBI terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe

Ha: $\beta_3 < 0$;terdapat pengaruh negatif antara tingkat bunga SBI terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe

Berdasarkan Tabel 4.32, probabilitas sebesar $0.7974 > 0.05$ (tingkat signifikansi), yang berarti Ho diterima sehingga tidak terdapat pengaruh negatif signifikan antara tingkat bunga SBI terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe. Hal ini berarti, perubahan tingkat bunga SBI tidak mempengaruhi kinerja reksadana sahan menurut Rasio Sharpe.

- **Pengaruh tingkat inflasi (INF) terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe (KinerjaSRS)**

Adapun pembentukan hipotesa penelitiannya adalah sebagai berikut:

Ho: $\beta_4 = 0$; tidak terdapat pengaruh tingkat inflasi terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe

Ha: $\beta_4 \neq 0$;terdapat pengaruh tingkat inflasi terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe

Berdasarkan Tabel 4.32, dengan tingkat signifikansi 5%, maka nilai probabilitas sebesar $0.9737 > 0.05$, berarti Ho diterima sehingga tidak terdapat pengaruh signifikan antara tingkat inflasi terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe. Hal ini berarti, naik turunnya tingkat inflasi tidak mempengaruhi kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe.

- **Pengaruh perubahan nilai tukar mata uang (dKurs) terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe (KinerjaSRS)**

Adapun pembentukan hipotesa adalah sebagai berikut:

Ho: $\beta_5 = 0$;tidak terdapat pengaruh nilai tukar terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe

Ha: $\beta_5 \neq 0$;terdapat pengaruh nilai tukar terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe

Berdasarkan Tabel 4.32, diketahui bahwa nilai probabilitas sebesar $0.0000 < 0.05$ (tingkat signifikansi). Hal ini berarti Ho diterima sehingga terdapat pengaruh negatif signifikan antara perubahan nilai tukar Rp/\$ terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe. Jika nilai tukar mata uang mengalami depresiasi maka kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe akan menurun, begitu pula sebaliknya.

Kesimpulan dari lima variabel independen yang diduga mempengaruhi kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe, yaitu kinerja reksadana periode sebelumnya, umur reksadana, tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan perubahan nilai tukar, variabel kinerja reksadana periode sebelumnya dan perubahan nilai tukar yang berpengaruh signifikan terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe periode 2010-2012.

3. Pengujian F Statistik

Pengujian secara simultan antara variabel independen, yaitu kinerja reksadana saham pendekatan Rasio Sharpe, umur reksadana, tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan perubahan nilai tukar terhadap kinerja reksadana saham pendekatan Rasio Sharpe dapat dilihat pada Tabel 4.33.

Tabel 4.33

Hasil Pengujian F Statistik Reksadana Saham Rasio Sharpe

R-squared	0.207369	Mean dependent var	0.071104
Adjusted R-squared	0.204996	S.D. dependent var	0.216759
S.E. of regression	0.193329	Sum squared resid	62.41777
F-statistic	87.38134	Durbin-Watson stat	2.143439
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: Hasil Olahan

Berdasarkan hipotesa:

Ho : tidak terdapat pengaruh simultan kinerja reksadana saham periode sebelumnya pendekatan Rasio Sharpe, umur reksadana, tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan

perubahan nilai tukar terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe.

Ha : terdapat pengaruh simultan kinerja reksadana saham periode sebelumnya pendekatan Rasio Sharpe, umur reksadana, tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan perubahan nilai tukar terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe.

Adapun nilai prob (*F-statistic*) adalah $0.00000 < \text{tingkat signifikansi (0.05)}$, yang berarti H_0 ditolak, sehingga secara simultan terdapat pengaruh kinerja reksadana saham periode sebelumnya pendekatan Rasio Sharpe, umur reksadana, tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan perubahan nilai tukar terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe.

4. Koefisien Determinasi

Untuk mengetahui variasi perubahan variabel independen terhadap variabel dependen menggunakan *adjusted R²* yaitu sebesar 0.205 yang dapat dilihat pada Tabel 4.33. Hal ini berarti, 20.5 % variasi perubahan kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe dipengaruhi oleh kinerja reksadana saham periode sebelumnya, umur reksadana, tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan perubahan nilai tukar, sisanya 79.5 % dipengaruhi oleh faktor lain yang ada diluar model persamaan regresi.

4.4.2.1.5. Pembahasan Persamaan Regresi Reksadana Saham Menurut Rasio Sharpe

Penelitian ini membahas mengenai faktor internal yang meliputi kinerja reksadana saham periode sebelumnya dan umur reksadana, dan faktor eksternal yang meliputi tingkat

bunga SBI, tingkat inflasi, dan nilai tukar terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe. Adapun pembahasan hasilnya adalah sebagai berikut:

Faktor internal yang mempengaruhi kinerja reksadana saham salah satunya adalah kinerja reksadana saham periode sebelumnya. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif signifikan antara kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe periode sebelumnya terhadap kinerja reksadana saham Rasio Sharpe periode saat ini. Hal ini menunjukkan bahwa jika kinerja reksadana saham periode sebelumnya menurun maka kinerja reksadana saham saat ini akan meningkat. Begitu pula sebaliknya jika kinerja reksadana saham periode sebelumnya meningkat maka kinerja reksadana saham saat ini akan menurun. Hasil ini berbanding terbalik dengan kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen, dimana jika kinerja reksadana pendapatan tetap periode sebelumnya meningkat, maka kinerja reksadana pendapatan tetap periode saat ini juga meningkat. Penyebab perbedaan ini adalah karakteristik dari reksadana yang diteliti. Reksadana saham memiliki karakteristik investasi portofolionya sebagian besar pada saham, dimana harga saham sangat berfluktuasi setiap waktu, sehingga pergerakan harga saham sangat sulit diprediksi. Menurut Goetzmann, kinerja reksadana tidak selamanya memiliki pola *persistence performance*. Hal ini dapat terjadi jika keadaan pada saat itu terdapat ketidakpastian (*uncertainty*), sehingga tidak akan terjadi *repeat winner* dan *repeat losers*. Akibatnya kinerja masa lalu tidak akan dapat digunakan untuk memprediksi kinerja dimasa yang akan datang. Hasil ini menunjukkan bahwa terjadi arah yang terbalik kinerja reksadana saham periode masa lalu terhadap kinerja reksadana saham periode saat ini. Hasil koefisien regresi sebesar -0.28534, yang berarti jika kinerja reksadana saham pendekatan Rasio Sharpe periode sebelumnya naik 1 satuan, maka kinerja reksadana saham

pendekatan Rasio Sharpe periode saat ini akan turun sebesar 0.28534 %. Hasil ini menunjukkan bahwa kinerja masa lalu dapat memprediksi kinerja saat ini. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Goetzmann & Ibbotson (1994), Brown & Goetzmann (1995), Malkiel (1995), Pastor & Stambaugh (2001), Maruli (2009), dan Zahra (2010) yang menyatakan bahwa kinerja reksadana masa lalu dan peringkat masa lalu sangat berguna untuk melakukan prediksi kinerja reksadana pada masa depan. Kesimpulannya kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe periode sebelumnya dapat memprediksi kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe periode saat ini.

Faktor internal lainnya adalah umur reksadana yang akan dilihat apakah berpengaruh terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh negatif signifikan antara umur reksadana terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe. Hal ini menjelaskan bahwa semakin lama umur reksadana maka kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe akan menurun tetapi pengaruh ini tidak signifikan atau tidak dapat digeneralisasi. Sehingga dapat dikatakan bahwa tinggi rendahnya kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe tidak dipengaruhi oleh umur reksadana tersebut, tetapi lebih dipengaruhi oleh kualitas penempatan portofolio investasi pada saham-saham yang memiliki prospek yang baik dimasa depan.

Salah satu faktor eksternal yang mempengaruhi kinerja reksadana adalah tingkat bunga SBI. Hasil penelitian menunjukkan tidak terdapat pengaruh negatif signifikan antara tingkat bunga SBI terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe. Jika tingkat bunga SBI meningkat maka rata-rata kinerja reksadana saham pendekatan Rasio Sharpe akan menurun, begitu pula sebaliknya. Jika tingkat bunga SBI menurun maka rata-rata

kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe akan meningkat. Hasil penelitian yang menunjukkan bahwa tingkat bunga SBI tidak memiliki pengaruh negatif terhadap reksadana saham pendekatan Rasio Sharpe, disebabkan karakteristik dari reksadana saham itu sendiri. Pada reksadana saham yang menjadi *underlying asset* adalah saham dimana tingkat bunga tidak menjadi acuan penting dalam pengambilan keputusan untuk berinvestasi pada reksadana saham. Hal ini berbeda dengan reksadana pendapatan tetap dimana *underlying asset* pada obligasi dan deposito dimana tingkat bunga menjadi pertimbangan investor dalam berinvestasi pada reksadana pendapatan tetap.

Faktor makroekonomi lainnya adalah tingkat inflasi yang diduga berpengaruh terhadap kinerja reksadana saham pendekatan Rasio Sharpe. Hasil penelitian menunjukkan tidak terdapat pengaruh negatif signifikan tingkat inflasi terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe. Jika tingkat inflasi meningkat maka rata-rata kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe akan menurun. Begitu pula sebaliknya jika tingkat inflasi menurun maka rata-rata kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe akan meningkat. Tetapi keterkaitan antar kedua variabel tersebut tidak bisa digeneralisasi (signifikan). Kesimpulannya, tingkat inflasi tidak mempengaruhi kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe.

Faktor makro ekonomi terakhir yang diduga mempengaruhi kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe adalah nilai tukar. Hasil penelitian menunjukkan terdapat pengaruh negatif signifikan antara nilai tukar terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe. Semakin meningkat nilai kurs Rp/\$ (depresiasi) menyebabkan kinerja reksadana saham pendekatan Rasio Sharpe akan menurun. Begitu pula sebaliknya, jika nilai tukar apresiasi, maka kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe akan meningkat.

Hasil penelitian ini sama dengan hasil penelitian pada reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe. Hal ini dapat disebabkan oleh sebagian besar alokasi investasi portofolio reksadana saham dalam bentuk surat berharga atau saham perusahaan. Depresiasi nilai tukar menyebabkan investor asing akan mengurangi investasi pada saham di Indonesia, karena penurunan nilai uang berhubungan dengan ketidakpercayaan investor terhadap kondisi perekonomian di Indonesia untuk melakukan investasi didalam negeri. Hal ini menyebabkan harga saham akan menurun dan pada akhirnya kinerja reksadana saham akan menurun. Nilai koefisien regresi sebesar -0.00103 , yang berarti jika nilai tukar berubah Rp.1 (depresiasi) maka rata-rata kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe akan turun sebesar 0.00103% . Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Dima, Bogdan, barna, Flavia, dan Nachescu (2006) yang menyatakan bahwa nilai tukar berpengaruh terhadap kinerja reksadana. Kesimpulannya semakin tinggi perubahan nilai tukar (depresiasi) maka rata-rata kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe akan menurun, begitu pula sebaliknya jika perubahan nilai tukar menurun (apresiasi) maka rata-rata kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe akan meningkat.

4.4.2.2. Kinerja Reksadana Saham Menurut Rasio Jensen

Sebelum menganalisa dan menginterpretasikan hasil persamaan regresi, terlebih dahulu harus diuji asumsi klasik. Uji stasioner juga salah satu pengujian yang harus dilakukan. Adapun pengujian tersebut meliputi:

4.4.2.2.1. Pengujian Stasioner

Pengujian stasioner dilakukan untuk variabel kinerjaJRS, kinerja-1, umur, inflasi, sbi, dan nilai tukar. Adapun hasilnya dapat dilihat pada Tabel 4.34 sebagai berikut:

Tabel 4.34
Hasil Pengujian Stasioner Reksadana Saham Rasio Jensen

	Variabel					
	KinerjaJRS	Kinerja-1	Age	Inflasi	SBI	Kurs
Levin,Lin&Chu	0.0000*	0.0000*	0.4916	0.0000*	0.0000*	1.0000
Breitung t-stat	-	-	-	-	-	-
Im, Pesaran and Shin W-stat	0.0000*	0.0000*	-	0.0000*	-	1.0000
ADF	0.0000*	0.0000*	0.0000*	0.0000*	0.2529	1.0000
PP	0.0000*	0.0000*	1.0000	0.0000*	0.1125	1.0000

Sumber: Hasil Olahan

Keterangan: * Signifikan pada tingkat 1 %

Pada Tabel 4.34 dapat dilihat bahwa variabel KinerjaJRS, Kinerja-1 yang merupakan variabel kinerja reksadana saham pada periode sebelumnya, dan inflasi memiliki tingkat signifikan yang tinggi untuk semua jenis pengukuran stasioner data dengan probabilitas 0.0000. adapun uji hipotesa untuk pengujian stasioner data adalah:

Ho: data tidak stasioner

Ha: data stasioner

Berdasarkan hal tersebut variabel kinerja reksadana saham Rasio Jensen (KinerjaSRS), kinerja reksadana periode sebelumnya (Kinerja-1), dan inflasi memiliki data yang stasioner karena dibawah tingkat level signifikan yang berarti Ho ditolak. Untuk variabel umur reksadana, dua pengukuran yaitu Levin, Lin&Chu dan PP menunjukkan nilai masing-masing 0.4916 dan 1.0000 yang berarti diatas tingkat signifikansi 10 % yang berarti Ho diterima atau data tidak stasioner. Tetapi pengukuran stasioner ADF menunjukkan nilai probabilitas 0.0000 yang dibawah level signifikan 1% yang berarti Ho ditolak atau data stasioner. Untuk variabel ini, peneliti menggunakan pengukuran ADF sehingga dapat disimpulkan data umur reksadana stasioner. Variabel tingkat bunga SBI juga menunjukkan hal yang sama dengan variabel umur reksadana. Dua pengukuran stasioner, yaitu ADF maupun PP menunjukkan nilai masing-masing 0.2529, dan 0.1125

yang berada diatas tingkat signifikansi 10% yang berarti H_0 diterima yaitu data tidak stasioner. Tetapi perhitungan Levin, Lin&Chu menunjukkan nilai probabilitas 0.0000 yang berada dibawah tingkat signifikansi 1 % yang berarti data stasioner. Peneliti pun menggunakan pengukuran Levin, Lin&Chu sehingga data tingkat bunga SBI stasioner.

Variabel nilai tukar (Kurs) menunjukkan hasil yang berbeda dengan kelima variabel sebelumnya. Empat pengukuran stasioner menunjukkan nilai probabilitas menunjukkan nilai 1.0000, yang berarti diatas tingkat signifikansi 10 % sehingga data tidak stasioner. Untuk itu, peneliti menggunakan transformasi data dengan mengubah data tersebut menjadi data perubahan nilai tukar, yang hasilnya sebagai berikut:

Tabel 4.35
Hasil Uji Stasioner Variabel Δ Nilai Tukar

	Decxhrate
Levin,Lin&Chu	0.0000*
Im, Pesaran and Shin W-stat	0.0000*
ADF	0.0000*
PP	0.0000*

Sumber: Hasil Olahan

Keterangan: * Stasioner pada tingkat 1 %

Pada Tabel 4.35 tersebut dapat dilihat bahwa semua pengukuran stasioner menunjukkan nilai probabilitas 0.0000 yang diatas tingkat signifikansi 1 %. Hal ini dapat disimpulkan bahwa data dKurs (perubahan nilai tukar) adalah stasioner.

4.4.2.2.2. Penentuan Jenis Data Panel

Untuk menentukan jenis persamaan regresi dari data panel yang digunakan, maka tahap awal pengujian menggunakan *chow test*. Pengujian *chow test* ini untuk mengetahui apakah jenis data panel yang digunakan adalah *common effect* atau *fixed effect*. Adapun hasil pengujian *chow test* adalah sebagai berikut:

Tabel 4.36.
Pengujian *Chow Test* Reksadana Saham Rasio Jensen

Effect Test	Statistic	d.f.	Prob
Cross-section F	1.090885	(47,1627)	0.3132
Cross-section Chi-square	52.124749	47	0.2814

Sumber: Hasil Olahan

Untuk menguji apakah metode data panel yang digunakan adalah menggunakan pendekatan *common effect* atau *fixed effect* dengan mengikuti hipotesa sebagai berikut:

Ho: *Common effect*

Ha: *Fixed effect*

Berdasarkan Tabel 4.36, nilai probabilitas *cross section chi-square* sebesar 0.2814 > tingkat signifikansi 5 %, yang berarti H_0 diterima, sehingga dapat disimpulkan persamaan regresi yang digunakan menggunakan metode data panel *common effect*. Karena pemilihan metode data panel sudah menggunakan metode *common effect*, maka tidak perlu lagi diteruskan ke pengujian *hausman test*.

Adapun persamaan regresi awal dengan menggunakan pendekatan data panel *common effect* untuk reksadana saham menurut Rasio Jensen adalah sebagai berikut.

Tabel 4.37
Hasil Persamaan Regresi Awal Reksadana Saham Menurut Rasio Jensen

Dependent Variable: KINERJAJRS				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
C	0.005154	0.003943	1.307140	0.1913
KINERJA_1	-0.002675	0.024455	-0.109398	0.9129
AGE	3.86E-06	1.31E-05	0.295479	0.7677
SBI	-0.001037	0.000609	-1.702380	0.0889
INF	0.000367	0.001281	0.286846	0.7743
DKURS	-1.12E-05	7.40E-06	-1.510025	0.1312

Sumber: Hasil Olahan

Berdasarkan Tabel 4.37 tersebut, maka persamaan regresi awal untuk reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen adalah:

$$KinerjaJRS_{i,t} = 0.00515 - 0.00267Kinerja - 1_{i,t} + 0.000004Age_{i,t} - 0.00104SBI_{i,t} + 0.00037INF_{i,t} - 0.00001dKurs_{i,t}$$

Sebelum persamaan regresi tersebut dianalisa, terlebih dahulu akan dilakukan pengujian asumsi klasik yang meliputi pengujian multikolinearitas, otokorelasi, dan heterokedastisitas untuk persamaan reksadana saham menurut Rasio Jensen.

4.4.2.2.3. Pengujian Asumsi Klasik

1. Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas berarti adanya hubungan linear yang sempurna atau pasti, diantara beberapa atau semua variabel yang menjelaskan dari model regresi (Gujarati, 2003). Hasil pengujian multikolinearitas dapat dilihat pada Tabel 4.38 dibawah ini:

Tabel 4.38
Pengujian Multikolinearitas

	KINERJA_1	AGE	SBI	INF	DKURS
KINERJA_1	1.000000	0.010805	-0.034736	0.021085	0.050467
AGE	0.010805	1.000000	-0.169421	-0.036974	0.089810
SBI	-0.034736	-0.169421	1.000000	0.102383	-0.464109
INF	0.021085	-0.036974	0.102383	1.000000	-0.096516
DKURS	0.050467	0.089810	-0.464109	-0.096516	1.000000

Sumber: Hasil Olahan

Pada Tabel 4.38 terlihat hubungan korelasi antar independen variabel. Indikasi adanya multikolinearitas jika korelasi antar variabel diatas 0.8. berdasarkan hasil tersebut diketahui tidak ada hubungan korelasi yang kuat antar variabel independen dalam model penelitian. Hubungan korelasi yang tinggi hanya sebesar -0.464109 yaitu antara perubahan nilai tukar (dKurs) dan tingkat bunga SBI tetapi hasil korelasinya masih dibawah batas multikolinearitas, sehingga dapat disimpulkan bahwa model persamaan regresi awal terbebas dari masalah otokorelasi.

2. Pengujian Otokorelasi

Uji autokorelasi yang dilakukan adalah pengujian *Durbin Watson* (DW). Hasilnya dapat dilihat pada tabel 4.39 dibawah ini:

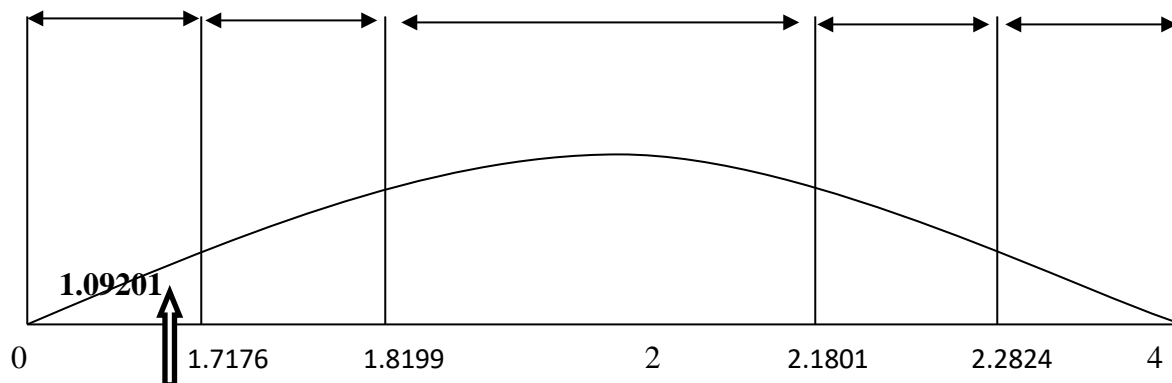
Tabel 4.39.
Pengujian Otokorelasi

R-squared	0.002317	Mean dependent var	-0.000544
Adjusted R-squared	-0.000663	S.D. dependent var	0.024958
S.E. of regression	0.024966	Sum squared resid	1.043406
F-statistic	0.777608	Durbin-Watson stat	1.092010
Prob(F-statistic)	0.565796		

Sumber: Hasil Olahan

Pada Tabel 4.39 tersebut dilihat *Durbin-Watson Stat* sebesar 1.092010. Posisi nilai tersebut dapat dilihat pada Gambar 4.8. Pada gambar tersebut, nilai *Durbin Watson* terletak pada daerah penolakan H_0 , yang berarti terdapat autokorelasi positif.

Gambar 4.8
Daerah Penerimaan pada Uji *Durbin-Watson*



Sumber: Hasil Olahan

3. Uji Heterokedastisitas

Pengujian heterokedastisitas dilakukan untuk mengetahui ada atau tidaknya penyimpangan asumsi klasik heteroskedastisitas, yaitu adanya ketidaksamaan *varian* dari *residual* untuk semua pengamatan pada model regresi. Adapun metode yang digunakan untuk mengetahui adanya heterokedastisitas menggunakan metode uji

park. Adapun hasil pengujian metode uji park dapat dilihat pada Tabel 4.40 sebagai berikut:

Tabel 4.40
Pengujian Heterokedastisitas

Dependent Variable: LOGRESID2				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-7.356478	0.172951	-42.53504	0.0000
KINERJA_1	-1.917969	1.072665	-1.788040	0.0740
AGE	0.000471	0.000574	0.820755	0.4119
SBI	0.180030	0.026718	6.738144	0.0000
INF	0.123838	0.056179	2.204334	0.0276
DKURS	0.002102	0.000325	6.477984	0.0000

Sumber: Hasil Olahan

Pengujian Heterokedastisitas mengikuti pembentukan hipotesis sebagai berikut:

Ho: Tidak terdapat Heterokedastisitas

Ha: terdapat heterokedastisitas

Berdasarkan Tabel 4.40 tersebut, dapat dilihat bahwa sebagian besar nilai probabilitas pada variabel independen terdapat hasil yang signifikan yaitu dibawah nilai 0.05 sehingga dapat disimpulkan persamaan regresi awal reksadana saham menurut Rasio Jensen terdapat masalah heterokedastisitas.

4.4.2.2.4. Analisa Persamaan Regresi

1. Model Persamaan Regresi

Adapun hasil persamaan regresi akhir untuk reksadana saham Rasio Jensen yang sudah menghilangkan masalah otokorelasi dan heterokedastisitas adalah sebagai berikut:

$$KinerjaJRS_{i,t} = 0.00099 + 0.05243Kinerja - 1_{i,t} + 0.0000008Age_{i,t} - 0.00017SBI_{i,t} - 0.00028Inf_{i,t} - 0.000003dKurs_{i,t}$$

Adapun pengertian dari koefisien diatas adalah sebagai berikut:

- Jika semua variabel independen yaitu Kinerja-1, Age, SBI, inflasi, dan dKurs adalah tetap/konstan maka rata-rata kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen untuk periode 2010-2012 rata-rata sebesar 0.00099 satuan. Hal ini berarti kinerja reksadana saham mengalahkan kinerja pasar atau kinerja reksadana saham *out perform* dibandingkan kinerja pasar.
- Jika rata-rata kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen pada bulan sebelumnya (Kinerja-1) naik 1 % maka kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen (KinerjaJRS) saat ini akan naik rata-rata 0.05243 % selama periode 2010-2012 dengan asumsi variabel lain konstan.
- Jika rata-rata umur reksadana saham (Age) bertambah 1 bulan maka kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen (KinerjaJRS) akan naik 0.0000008 % pada periode 2010 – 2012 satuan dengan asumsi variabel lain konstan.
- Jika tingkat bunga SBI (SBI) rata-rata naik 1 % maka rata-rata kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen (KinerjaJRS) akan turun 0.00017 % pada periode 2010-2012 dengan asumsi variabel lain konstan
- Jika tingkat tingkat inflasi (Inflasi) rata-rata naik 1 % maka rata-rata kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen (KinerjaJRS) akan turun 0.00028 % pada periode 2010-2012 dengan asumsi variabel lain konstan
- Jika rata-rata nilai tukar berubah (dKurs) Rp.1 maka rata-rata kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen (KinerjaJRS) akan turun 0.000003 % pada periode 2010-2012 dengan asumsi variabel lain konstan. Dengan kata lain, jika nilai tukar

rupiah mengalami depresiasi, maka rata-rata kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen akan menurun 0.000003 %.

2. Pengujian t statistik

Pengujian t statistik untuk mengetahui apakah masing-masing variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Adapun hasil penelitian dapat dilihat pada Tabel 4.41.

Tabel 4.41.
Hasil Perhitungan t Statistik Reksadana Saham Rasio Jensen

Dependent Variable: KINERJAJRS				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
C	0.000998	0.000511	1.951935	0.0511
KINERJA_1	0.052426	0.042096	1.245390	0.2132
AGE	7.67E-07	5.74E-07	1.335344	0.1819
SBI	-0.000174	8.15E-05	-2.137401	0.0327
INF	-0.000278	0.000173	-1.611070	0.1074
DKURS	-2.57E-06	8.21E-07	-3.126207	0.0018

Sumber: Hasil Olahan

Berdasarkan Tabel 4.41 mengenai hasil perhitungan statistik dapat diketahui hasil sebagai berikut:

- **Pengaruh kinerja reksadana saham periode sebelumnya (Kinerja-1) terhadap kinerja reksadana sahan menurut Rasio Jensen (KinerjaJRS)**

Adapun hipotesa yang telah dibangun adalah sebagai berikut:

Ho: $\beta_1 = 0$;tidak terdapat pengaruh kinerja reksadana saham periode sebelumnya terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen

Ha: $\beta_1 \neq 0$;terdapat pengaruh kinerja reksadana saham periode sebelumnya terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen

Nilai probabilitas sebesar $0.2132 > 0.05$ (tingkat signifikansi) sehingga dapat disimpulkan H_0 diterima, sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat pengaruh positif signifikan kinerja reksadana saham periode sebelumnya (Kinerja-1) terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen saat ini untuk periode penelitian 2010-2012. Naik turunnya kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen periode sebelumnya tidak mempengaruhi kinerja reksadana saham saat ini.

- **Pengaruh umur reksadana (AGE) terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen (KinerjaJRS).**

Adapun hipotesa yang dibangun untuk bagian ini adalah sebagai berikut:

$H_0: \beta_2 \leq 0$; tidak terdapat pengaruh positif umur reksadana saham terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen

$H_a: \beta_2 > 0$; terdapat pengaruh positif umur reksadana saham terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen

Berdasarkan Tabel 4.41, diketahui bahwa nilai probabilitas sebesar $0.1819 > 0.05$ (tingkat signifikan) sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh positif signifikan umur reksadana saham terhadap kinerja reksadana saham pendekatan Rasio Jensen untuk periode 2010-2012. Semakin lama umur reksadana tidak mempengaruhi kinerja reksadana saham pendekatan Rasio Jensen.

- **Pengaruh tingkat bunga SBI terhadap kinerja reksadana saham menurut pendekatan Rasio Jensen (KinerjaJRS)**

Adapun pembentukan hipotesa untuk pengaruh antar variabel ini adalah sebagai berikut:

Ho: $\beta_3 \geq 0$;tidak terdapat pengaruh negatif tingkat bunga SBI terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen

Ha: $\beta_3 < 0$;terdapat pengaruh negatif antara tingkat bunga SBI terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen

Berdasarkan Tabel 4.41, probabilitas sebesar $0.0327 < 0.05$ (tingkat signifikansi), yang berarti Ho ditolak sehingga dapat disimpulkan terdapat pengaruh negatif signifikan antara tingkat bunga SBI terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen. Hal ini berarti, jika tingkat bunga SBI mengalami kenaikan maka akan menurunkan kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen untuk periode 2010-2012, begitu pula sebaliknya.

- **Pengaruh tingkat inflasi (INF) terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen (KinerjaJRS)**

Adapun pembentukan hipotesa penelitiannya adalah sebagai berikut:

Ho: $\beta_4 = 0$; tidak terdapat pengaruh tingkat inflasi terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen

Ha: $\beta_4 \neq 0$;terdapat pengaruh tingkat inflasi terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen

Berdasarkan Tabel 4.41, dengan tingkat signifikansi 5 %, maka nilai probabilitas sebesar $0.1074 > 0.05$, berarti H_0 diterima, sehingga tidak terdapat pengaruh negatif signifikan antara tingkat inflasi terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen. Hal ini berarti, naik turunnya tingkat inflasi tidak mempengaruhi kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen untuk periode 2010-2012.

- **Pengaruh perubahan nilai tukar mata uang (dKurs) terhadap kinerja reksadana saham pendekatan Rasio Jensen (KinerjaJRS)**

Adapun pembentukan hipotesa adalah sebagai berikut:

$H_0: \beta_5 = 0$;tidak terdapat pengaruh nilai tukar terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen

$H_a: \beta_5 \neq 0$;terdapat pengaruh nilai tukar terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen

Berdasarkan Tabel 4.41, diketahui bahwa nilai probabilitas sebesar $0.0018 < 0.05$ (tingkat signifikansi). Hal ini berarti H_a diterima sehingga terdapat pengaruh negatif signifikan antara perubahan nilai tukar Rp/\$ terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen. Jika nilai tukar mata uang mengalami perubahan kenaikan (depresiasi) maka kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen menurun, begitu pula sebaliknya.

Kesimpulan dari lima variabel independen yang diduga mempengaruhi kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe yaitu kinerja reksadana periode sebelumnya, umur reksadana, tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan perubahan nilai tukar, variabel yang

mempengaruhi kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen yaitu variabel tingkat bunga SBI dan perubahan kurs.

3. Pengujian F Statistik

Adapun hasil pengujian secara simultan antara variabel independen, yaitu kinerja reksadana saham periode sebelumnya pendekatan Rasio Jensen, umur reksadana, tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan perubahan nilai tukar terhadap kinerja reksadana saham pendekatan Rasio Jensen dapat dilihat pada Tabel 4.42.

Tabel 4.42.

Hasil Pengujian F Statistik Reksadana Saham Rasio Jensen

R-squared	0.053298	Mean dependent var	-0.001048
Adjusted R-squared	0.050471	S.D. dependent var	0.018880
S.E. of regression	0.018352	Sum squared resid	0.563810
F-statistic	18.84895	Durbin-Watson stat	1.953804
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: Hasil Olahan

Berdasarkan hipotesa:

Ho : tidak terdapat pengaruh simultan kinerja reksadana saham periode sebelumnya pendekatan Rasio Jensen, umur reksadana, tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan perubahan nilai tukar terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen.

Ha : terdapat pengaruh simultan kinerja reksadana saham periode sebelumnya pendekatan Rasio Jensen, umur reksadana, tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan perubahan nilai tukar terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen.

Adapun nilai prob (*F-statistic*) adalah $0.00000 < \text{tingkat signifikansi } (0.05)$, yang berarti Ho ditolak, sehingga secara simultan terdapat pengaruh kinerja reksadana saham

pendekatan Rasio Jensen, umur reksadana, tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan perubahan nilai tukar terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen.

4. Koefisien Determinasi

Untuk mengetahui variasi perubahan variabel independen terhadap variabel dependen menggunakan *adjusted R²* yang dapat dilihat pada Tabel 4.42 yaitu sebesar 0.0505. Hal ini berarti, 5.05 % variasi perubahan kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen dipengaruhi oleh kinerja reksadana saham periode sebelumnya, umur reksadana, tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan perubahan nilai tukar, sisanya 94.95 % dipengaruhi oleh faktor lain yang ada diluar model persamaan regresi.

4.4.2.2.5. Pembahasan Persamaan Regresi Reksadana Saham Menurut Rasio Jensen

Adapun faktor internal yang mempengaruhi kinerja reksadana saham pendekatan Rasio Jensen adalah kinerja reksadana saham pendekatan Rasio Jensen periode sebelumnya dan umur reksadana. Sedangkan faktor eksternal yang mempengaruhi kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen adalah tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan nilai tukar.

Untuk variabel kinerja reksadana saham periode sebelumnya menurut Rasio Jensen diduga mempengaruhi kinerja reksadana saham periode saat ini pendekatan Rasio Jensen. Hasil penelitian menunjukkan tidak terdapat pengaruh positif signifikan antara kinerja reksadana saham periode sebelumnya menurut Rasio Jensen dengan kinerja reksadana saham periode saat ini menurut Rasio Jensen. Jika kinerja reksadana saham periode

sebelumnya meningkat maka kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen periode saat ini akan meningkat. Begitu pula sebaliknya jika kinerja reksadana saham periode sebelumnya menurun maka kinerja reksadana saham periode saat ini menurut Rasio Jensen akan menurun. Tetapi hasil ini tidak bisa digeneralisasi karena dari sisi perhitungan statistik menunjukkan hasil tidak signifikan. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian pada reksadana saham menurut Rasio Sharpe. Pada penelitian reksadana saham menurut Sharpe terdapat pengaruh negatif signifikan kinerja reksadana periode sebelumnya dengan kinerja reksadana saham saat ini. Kesimpulannya kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen periode sebelumnya tidak dapat memprediksi kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen periode saat ini.

Selain variabel kinerja reksadana saham periode sebelumnya, variabel lain yang diduga mempengaruhi kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen adalah umur reksadana. Hasil penelitian menunjukkan tidak terdapat pengaruh positif signifikan antara umur reksadana terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen. Semakin lama umur reksadana akan meningkatkan kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen, begitu pula sebaliknya, jika umur reksadana semakin baru, maka kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen juga akan menurun. Tetapi hasil tersebut tidak bisa digeneralisasi karena menurut perhitungan statistik menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Hasil penelitian ini sama dengan hasil penelitian untuk kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe dan juga kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe maupun Jensen. Kesimpulan yang didapat bahwa semua jenis reksadana yang diteliti tidak memiliki pengaruh signifikan antara umur reksadana dan kinerja reksadana. Hal ini disebabkan kinerja reksadana tidak dipengaruhi oleh lamanya umur reksadana, tetapi lebih banyak

dipengaruhi bagaimana manajer investasi pada reksadana memilih aset-aset yang masuk dalam portofolio investasi reksadananya.

Selain faktor internal, kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen juga diduga dipengaruhi oleh faktor eksternal. Salah satu faktor eksternal adalah tingkat bunga SBI. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif signifikan antara tingkat bunga SBI terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen. Jika tingkat bunga SBI meningkat maka kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen akan menurun, begitu pula sebaliknya jika tingkat bunga SBI menurun maka kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen akan meningkat. Perubahan tingkat bunga dapat mempengaruhi perilaku individu dan perusahaan. Kenaikan tingkat bunga menyebabkan individu dapat mengalokasikan pendapatannya untuk lebih banyak menabung sehingga alokasi investasi terutama di pasar modal akan menurun dan akan menurunkan minat investasi di pasar modal yang juga akan mempengaruhi kinerja reksadana saham yang juga akan menurun. Selain itu kenaikan tingkat bunga, juga akan menyebabkan penurunan pendapatan *disposable individu*, karena kenaikan tingkat bunga dapat menyebabkan kenaikan beban individu yang meminjam pada pihak perbankan. Sehingga terjadi penurunan investasi pada pasar modal yang berakibat pada penurunan harga saham yang pada akhirnya menyebabkan kinerja reksadana saham juga akan menurun. Bagi pihak perusahaan, kenaikan tingkat bunga menyebabkan beban perusahaan yang mempunyai pinjaman di perbankan akan meningkat, sehingga akan menurunkan keuntungan perusahaan sehingga mengakibatkan harga saham perusahaan akan menurun dan pada akhirnya kinerja reksadana saham akan menurun. Nilai koefisien sebesar -0.000174 yang berarti, jika tingkat bunga SBI meningkat sebesar 1% maka kinerja reksadana saham menurut Rasio

Jensen akan menurun sebesar 0.000174 %. Begitu pula sebaliknya, jika tingkat bunga SBI menurun 1 %, maka kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen akan meningkat 0.000174 %. Hasil penelitian ini sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Skukla (2011) dan Kumar dan Dash (2008) yang menyatakan tingkat bunga berpengaruh negative terhadap kinerja reksadana. Kesimpulannya tingkat bunga SBI memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen.

Faktor eksternal lain adalah tingkat inflasi, berdasarkan hasil penelitian tidak terdapat pengaruh negatif signifikan antara tingkat inflasi dan kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen. Hasil ini konsisten dengan kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe yang juga menyatakan bahwa tingkat inflasi tidak mempengaruhi kinerja reksadana saham. Hal ini disebabkan selama periode 2010-2012 kenaikan tingkat harga hanya sebesar 16.1 % sehingga kenaikan harga tersebut tidak mempengaruhi minat investor untuk tetap melakukan investasi dipasar modal. Selain itu, investor yang melakukan investasi di saham merupakan investor menengah keatas, sehingga kenaikan harga sebesar 16.1 % tidak mempengaruhi keputusan investor untuk melakukan investasi di pasar modal.

Faktor eksternal terakhir adalah nilai tukar. Berdasarkan hasil penelitian, terdapat pengaruh negatif signifikan antara perubahan nilai tukar dan kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen. Jika perubahan nilai tukar meningkat (depresiasi) maka rata-rata kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen akan menurun, begitu pula sebaliknya jika perubahan nilai tukar menurun (apresiasi) maka rata-rata kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen akan meningkat. Hasil penelitian ini sama dengan hasil penelitian kinerja reksadana pendapatan tetap Rasio Sharpe dan kinerja reksadana saham Rasio Sharpe. Hal ini dapat disebabkan oleh sebagian besar alokasi investasi portofolio reksadana saham

dalam bentuk surat berharga atau saham perusahaan. Depresiasi nilai tukar menyebabkan investor asing akan mengurangi investasi pada pembelian saham di Indonesia, karena depresiasi nilai tukar mata uang berhubungan dengan ketidakpercayaan investor terhadap kondisi perekonomian di Indonesia untuk melakukan investasi didalam negeri. Hal ini menyebabkan harga saham akan menurun dan pada akhirnya kinerja reksadana saham akan menurun. Nilai koefisien regresi sebesar -0.000002 , yang berarti jika nilai tukar berubah Rp.1 (depresiasi) maka rata-rata kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen akan turun sebesar 0.000002% . Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Dima, Bogdan, barna, Flavia, dan Nachescu (2006) yang menyatakan bahwa nilai tukar berpengaruh terhadap kinerja reksadana. Kesimpulannya semakin tinggi perubahan nilai tukar (depresiasi) maka rata-rata kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen akan menurun, begitu pula sebaliknya jika perubahan nilai tukar menurun (apresiasi) maka rata-rata kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen akan meningkat.

4.5. Implikasi Kebijakan

Berikut adalah ringkasan hasil penelitian reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham baik menurut Rasio Sharpe maupun menurut Rasio Jensen. Berdasarkan data statistik deskriptif pada periode 2010-2012, kinerja tertinggi terdapat pada reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe yaitu sebesar 1.757 yaitu kinerja Reksadana MNC Dana Syariah (MDS) pada Bulan November 2010, sedangkan pada reksadana saham menurut Rasio Sharpe yang tertinggi hanya sebesar 1.0168 yaitu kinerja Reksadana Portfolio Panin Dana Maksima (PDM) Bulan September 2010. Untuk kinerja terendah, reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe sebesar -2.2913 yaitu kinerja Reksadana Brent Dana Tetap (BDT) di Bulan Maret 2010, sedangkan kinerja

terendah pada reksadana saham menurut Rasio Sharpe sebesar -0.649 pada Reksadana Batavia Dana Saham (BDA) di Bulan Mei 2012. Sehingga dapat disimpulkan secara individu kinerja reksadana pendapatan tetap mendapatkan kinerja reksadana tertinggi dibandingkan kinerja reksadana saham, tetapi untuk kinerja terendah juga didapatkan oleh kinerja reksadana pendapatan tetap relatif dibandingkan kinerja reksadana saham. Hal ini berarti berdasarkan perhitungan Rasio Sharpe, kinerja reksadana saham relatif stabil dibandingkan kinerja reksadana pendapatan tetap.

Untuk kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen tertinggi sebesar 0.4892 pada Reksadana Trimegah Dana Stabil (TDS) pada Bulan Agustus 2012, sedangkan kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen tertinggi sebesar 0.1682 pada Reksadana Bahana TCW Dana Prima (TCW) Bulan Januari 2012. Reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen terendah sebesar -0.0091 pada Reksadana Schroder Dana Andalan II (SDA) pada Bulan Mei 2012, sedangkan reksadana saham menurut Rasio Jensen terendah sebesar -0.9902 pada Reksadana Schroder Dana Istimewa (SDI) pada Bulan Februari 2010. Sehingga dapat disimpulkan secara individu menurut Rasio Jensen, kinerja reksadana tertinggi pada reksadana pendapatan tetap sedangkan kinerja reksadana terendah pada reksadana saham.

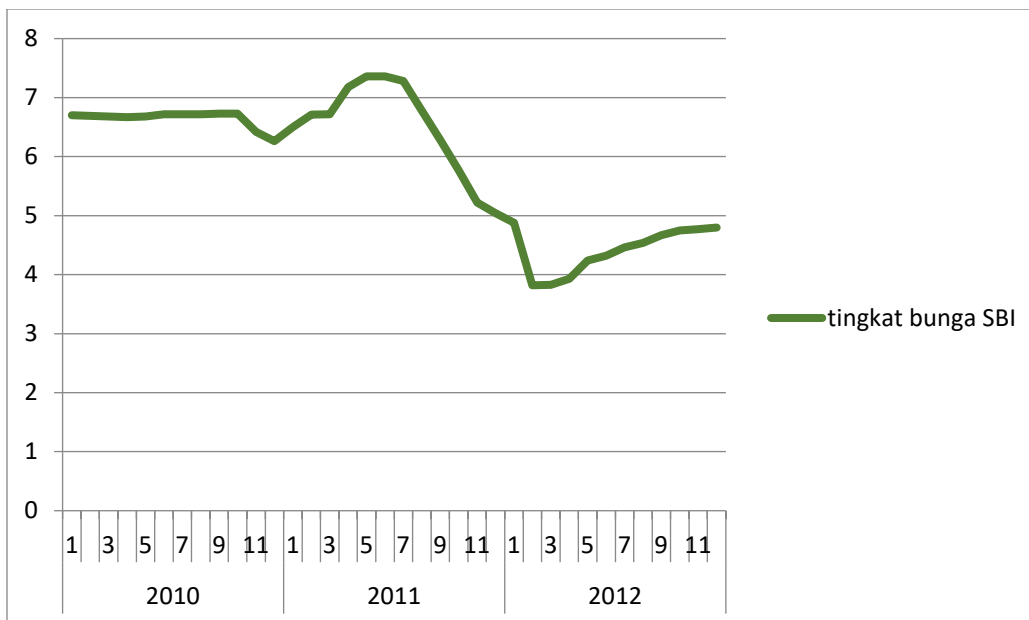
Jika dilihat dari kinerja rata-rata reksadana bulanan menurut Rasio Sharpe, kinerja reksadana pendapatan tetap tertinggi pada Bulan Januari 2012 sebesar 0.5695, sedangkan kinerja reksadana saham tertinggi pada Bulan September 2010 sebesar 0.5134. Untuk kinerja reksadana pendapatan tetap terendah sebesar -0.2034 pada Bulan Agustus 2012, sedangkan kinerja reksadana saham terendah sebesar -0.4409 pada Bulan Mei 2012. Kesimpulannya adalah kinerja reksadana tertinggi didapat oleh kinerja reksadana pendapatan tetap, sedangkan kinerja reksadana terendah adalah kinerja reksadana saham. Selama periode 2010-2012, menurut perhitungan Rasio Sharpe kinerja reksadana pendapatan tetap lebih baik dibandingkan kinerja reksadana saham.

Untuk kinerja rata-rata reksadana bulanan menurut Rasio Jensen, kinerja reksadana pendapatan tetap tertinggi sebesar 0.0083 pada Bulan Agustus 2012, sedangkan kinerja reksadana saham tertinggi sebesar 0.0053 pada Bulan Januari 2012. Selain itu, kinerja reksadana pendapatan tetap terendah sebesar -0.00159 pada Januari 2011 dan kinerja reksadana saham terendah sebesar -0.021 pada Bulan Februari 2010. Kesimpulannya menurut Rasio Jensen, selama periode 2010-2012 kinerja reksadana tertinggi pada reksadana pendapatan tetap dan kinerja reksadana terendah pada reksadana saham. Sehingga kinerja reksadana pendapatan tetap lebih baik dibandingkan kinerja reksadana saham dan hasil ini sama dengan perhitungan Rasio Sharpe.

Kesimpulan dari perbandingan rata-rata kinerja reksadana periode 2010-2012, ternyata baik perhitungan Rasio Sharpe maupun Rasio Jensen, kinerja reksadana pendapatan tetap lebih baik dibandingkan kinerja reksadana saham.

Berdasarkan penjelasan diatas, selama periode 2010-2012, rata-rata kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen lebih baik dibandingkan reksadana saham menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen. Hal ini disebabkan tingkat bunga SBI selama periode 2010-2012 relatif stabil dan cenderung tinggi terutama pada tahun 2010-2011 yang dapat dilihat pada Gambar 4.9.

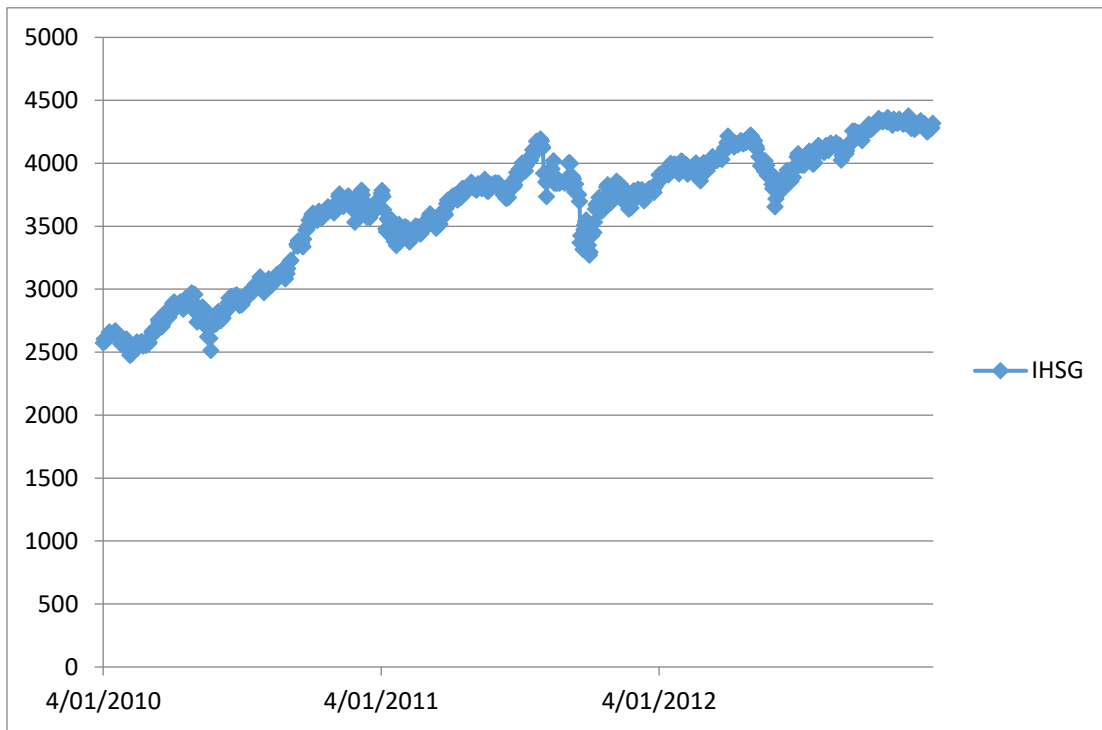
Gambar 4.9
Tingkat Bunga SBI Periode 2010 – 2012



Sumber: Bank Indonesia, Hasil Olahan

Pada Gambar 4.9 tingkat bunga SBI relatif tinggi selama periode 2010-2011 dan menurun pada tahun 2012. Selain itu fluktuasi tingkat bunga SBI relatif stabil sehingga mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe maupun Rasio Jensen. Pergerakan tingkat bunga SBI diantara 3.82 % - 7.36 % yang relatif tidak berfluktuasi. Keadaan ini berbeda dengan IHSG yang merupakan *benchmark* bagi kegiatan investasi di pasar modal yang juga akan mempengaruhi kinerja reksadana saham dapat dilihat pada Gambar 4.10.

Gambar 4.10
Perkembangan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)



Sumber: *Yahoo Finance*, Hasil Olahan

Pada Gambar 4.10, terlihat bahwa selama periode 2010-2012 IHSX berfluktuasi pada kisaran 2475.57 – 4375.17. Selain itu pada Tahun 2010 merupakan tahun dimana pasar modal mulai mengalami pemulihan dari krisis akibat krisis keuangan di Amerika Serikat yaitu *subprime mortgage*. Sehingga pergerakan perdagangan saham belum tinggi dan masih berfluktuasi baru pada tahun 2012 terjadi peningkatan perdagangan saham. Berdasarkan hal tersebut terlihat bahwa terjadi perbedaan IHSX yang sangat jauh yang menggambarkan selama periode tersebut IHSX mengalami pergerakan yang berfluktuasi sehingga mempengaruhi kinerja reksadana saham.

Untuk pembahasan persamaan regresi kinerja reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham menurut Rasio Sharpe maupun Jensen dapat dilihat pada Tabel 4.43.

Tabel 4.43
Ringkasan Hasil Penelitian

No.	Kinerja Reksadana	Variabel					Statistik F
		Kinerja -1	Age	SBI	Inflasi	dKurs	
1	Pendapatan Tetap Rasio Sharpe	Positif signifikan	Positif tidak signifikan	Negatif tidak signifikan	Negatif signifikan	Negatif signifikan	Signifikan
2	Pendapatan tetap Rasio Jensen	Positif signifikan	Positif tidak signifikan	Positif Signifikan	Negatif tidak signifikan	Positif tidak signifikan	Signifikan
3	Saham Rasio Sharpe	Negatif Signifikan	Negatif tidak Signifikan	Negatif tidak Signifikan	Positif tidak signifikan	Negatif signifikan	Signifikan
4	Saham Rasio Jensen	Positif tidak Signifikan	positif tidak Signifikan	Negatif signifikan	Negatif tidak signifikan	Negatif Signifikan	Signifikan

Sumber: Hasil Olahan

Berdasarkan Tabel 4.43 dapat dilihat bahwa kinerja reksadana periode sebelumnya memiliki hasil yang sama yaitu berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap baik Rasio Sharpe maupun Rasio Jensen. Hal ini menyatakan bahwa secara umum, kinerja reksadana pendapatan tetap relatif stabil sehingga investor dapat memprediksi kinerja reksadananya dimasa yang akan datang berdasarkan kinerja masa lalu. Relatif stabilnya kinerja reksadana pendapatan tetap tidak terlepas dari karakteristik reksadana pendapatan tetap dimana yang menjadi *underlying asset* pada alokasi obligasi dan deposito dimana imbal hasilnya relatif stabil antar periode. Pada reksadana saham menunjukkan hasil yang berbeda. Kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe, kinerja reksadana periode sebelumnya berpengaruh negatif terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe tetapi kinerja reksadana periode sebelumnya tidak mempengaruhi kinerja reksadana saat ini menurut Rasio Jensen. Sehingga dapat diketahui bahwa untuk reksadana saham hanya kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe yang dipengaruhi secara negatif signifikan terhadap kinerja reksadana periode sebelumnya. Hal ini disebabkan oleh *underlying asset* pada reksadana saham yang utamanya investasi pada saham yang selalu berfluktuasi setiap waktunya. Akibatnya kinerja reksadana saham masa lalu dapat

berbeda dengan kinerja reksadana saham periode sekarang. Menurut Goetzmann, kinerja reksadana pendapatan tetap periode sebelumnya berpengaruh positif terhadap kinerja saat ini disebut *performance persistence* atau *repeat winners* atau *repeat losers*. Hal ini terjadi jika kinerja reksadana masa lalu baik maka kinerja reksadana saat ini juga akan baik, begitu juga sebaliknya. Kondisi ini bisa terjadi jika pasar dalam kondisi adanya kepastian (*certainty*). Sehingga investor bisa memprediksi kinerja reksadana masa depan berdasarkan kinerja masa lalu. Sedangkan kinerja reksadana saham periode sebelumnya berpengaruh negatif terhadap kinerja reksadana saham periode saat ini, Menurut Goetzmann, kinerja reksadana tidak selamanya memiliki pola *persistence performance*. Hal ini dapat terjadi jika keadaan pada saat itu terdapat ketidakpastian (*uncertainty*), sehingga tidak akan terjadi *repeat winner* dan *repeat losers*. Akibatnya kinerja masa lalu tidak akan dapat digunakan untuk memprediksi kinerja dimasa yang akan datang. Tetapi hal ini tidak berlaku pada kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen yang menyatakan tidak berpengaruh kinerja reksadana periode sebelumnya dengan kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen periode saat ini.

Untuk variabel internal lainnya yaitu umur reksadana, baik reksadana pendapatan tetap maupun reksadana saham menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen semuanya tidak dipengaruhi oleh umur reksadana. Hal ini menjelaskan bahwa selama periode penelitian yaitu tahun 2010-2012, umur reksadana tidak mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap maupun saham. Semakin lama reksadana itu berdiri tidak menjamin kinerja reksadana tersebut akan lebih baik dibandingkan reksadana yang baru berdiri. Sehingga yang dapat mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap maupun saham adalah keahlian manager investasi yang memilih portofolio assetnya yang akan diinvestasikan dan juga *timing* dari manager dalam aktivitas pembelian dan penjualan asset portofolio reksadananya.

Salah satu variabel eksternal yaitu tingkat bunga SBI, menunjukkan hasil yang berbeda. Untuk kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen, tingkat bunga SBI berpengaruh positif signifikan sedangkan untuk kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen, tingkat bunga SBI berpengaruh negatif signifikan. Berpengaruh positif tingkat bunga SBI terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap dapat disebabkan oleh pertama, pendapatan dari obligasi ada dua, yaitu *capital gain* (perubahan harga) dan pembayaran bunga. Disatu sisi kenaikan tingkat bunga SBI menyebabkan harga obligasi turun dan pendapatan reksadana pendapatan tetap turun, tetapi disisi lain pendapatan bunga dari obligasi meningkat. Sehingga selama periode 2010-2012, pendapatan bunga obligasi lebih tinggi daripada penurunan harga obligasi yang dimilikinya, sehingga kinerja reksadana tetap tinggi walaupun tingkat bunga SBI meningkat. Kedua, kenaikan tingkat bunga SBI akan menurunkan kinerja reksadana pendapatan tetap jika reksadana tersebut memiliki banyak obligasi yang masa jatuh tempo masih lama. Tetapi pada periode 2010-2012, reksadana pendapatan tetap lebih banyak memiliki obligasi yang sudah dekat masa jatuh temponya sehingga manajer investasi akan menerima pokok pinjaman dan bunga yang akan meningkatkan pendapatan reksadana pendapatan tetap dan pada akhirnya kinerja reksadana pendapatan tetap akan meningkat walaupun tingkat bunga SBI juga meningkat. Ketiga, pada saat tingkat bunga SBI meningkat, maka manajer investasi akan membeli obligasi pemerintah jangka pendek, sehingga pendapatan bunga dan *capital gain* dari obligasi tersebut dapat menutupi penurunan harga obligasi yang dimilikinya, yang pada akhirnya tetap akan meningkatkan pendapatan reksadana pendapatan tetap dan juga kinerja reksadana pendapatan tetap akan naik walaupun tingkat bunga SBI meningkat. Keempat, jenis obligasi yang masuk dalam portofolio, obligasi pemerintah sangat sensitif terhadap tingkat bunga, sedangkan obligasi milik swasta tidak sensitif terhadap tingkat bunga tetapi lebih kepada *rating* obligasi swasta dan juga perusahaan yang menerbitkan obligasi. Semakin rendah

rating obligasi swasta dan tidak *credible* perusahaan yang menerbitkan obligasi maka tingkat bunga obligasi akan relatif lebih tinggi dibandingkan *rating* obligasi yang tinggikan *credible* perusahaan penerbit obligasi. Selama periode 2010-2012, reksadana pendapatan tetap banyak melakukan investasi pada obligasi milik swasta sehingga kenaikan tingkat bunga SBI tetap meningkatkan pendapatan reksadana pendapatan tetap dan pada akhirnya meningkatkan kinerja reksadana pendapatan tetap. Kelima, karakteristik reksadana pendapatan tetap yang berbeda dengan jenis investasi lainnya. Pada reksadana pendapatan tetap alokasi terbesar ada pada jenis investasi obligasi, tetapi reksadana pendapatan tetap juga memasukkan jenis investasi lain yaitu tabungan dan deposito. Sehingga kenaikan tingkat bunga SBI dapat menyebabkan kenaikan kinerja reksadana pendapatan tetap jika proporsi kenaikan tingkat bunga lebih tinggi dari penurunan harga obligasi. Sedangkan untuk kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen, tingkat bunga SBI berpengaruh negatif signifikan. Hal ini disebabkan perubahan tingkat bunga dapat mempengaruhi perilaku individu dan perusahaan. Kenaikan tingkat bunga menyebabkan individu dapat mengalokasikan pendapatannya untuk lebih banyak menabung sehingga alokasi investasi terutama di pasar modal akan menurun dan akan menurunkan minat investasi di pasar modal yang juga akan mempengaruhi kinerja reksadana saham yang juga akan menurun. Selain itu kenaikan tingkat bunga, juga akan menyebabkan penurunan pendapatan *disposable individu*, karena kenaikan tingkat bunga dapat menyebabkan kenaikan beban individu yang meminjam pada pihak perbankan. Sehingga terjadi penurunan investasi pada pasar modal yang berakibat pada penurunan harga saham yang pada akhirnya menyebabkan kinerja reksadana saham juga akan menurun. Bagi pihak perusahaan, kenaikan tingkat bunga menyebabkan beban perusahaan yang mempunyai pinjaman di perbankan akan meningkat, sehingga akan menurunkan keuntungan

perusahaan sehingga mengakibatkan harga saham perusahaan akan menurun dan pada akhirnya kinerja reksadana saham akan menurun.

Variabel eksternal lainnya adalah tingkat inflasi hanya mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe, sedangkan kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen, kinerja saham menurut Rasio Sharpe, dan kinerja reksadana saham Rasio Jensen tidak dipengaruhi oleh tingkat inflasi. Secara umum, tingkat inflasi menyebabkan menurunnya daya beli masyarakat akibat kenaikan tingkat harga. Semakin tingginya tingkat inflasi menyebabkan masyarakat harus menambah alokasi pendapatannya untuk konsumsi akibat kenaikan tingkat harga. Sehingga masyarakat menunda untuk melakukan kegiatan non konsumsi seperti menabung maupun investasi salah satunya pada reksadana. Atau bahkan mengambil deposito maupun investasinya untuk dapat memenuhi kebutuhan konsumsi akibat kenaikan harga. Sehingga menyebabkan rendahnya alokasi investasi pada reksadana yang berpengaruh pada turunnya dana kelolaan reksadana, yang pada akhirnya akan menyebabkan Nilai Aktiva Bersih (NAB) reksadana akan turun dan akan berdampak pula pada kinerja reksadana baik reksadana pendapatan tetap maupun reksadana saham. Dampak yang lain adalah tingginya inflasi akan menyebabkan masyarakat membandingkan tingkat inflasi dengan *return* investasi yang akan didapatkannya. Jika tingkat inflasi semakin tinggi maka *real return* dari investasi akan semakin menurun atau bahkan negatif. Hal ini menyebabkan investasi di pasar modal khususnya reksadana akan menurun dan akan mempengaruhi dana kelolaan reksadana dan pada akhirnya *return* dan kinerja reksadana akan menurun.

Variabel eksternal terakhir adalah perubahan nilai tukar, sebagian besar hasil menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif signifikan antara perubahan nilai tukar terhadap kinerja reksadana baik pendapatan tetap maupun saham. Hanya satu persamaan yaitu kinerja reksadana

pendapatan tetap menurut Rasio Jensen yang tidak dipengaruhi oleh perubahan nilai tukar. Semakin meningkat nilai kurs Rp/\$ (depresiasi) menyebabkan kinerja reksadana pendapatan tetap maupun saham akan menurun, begitu pula sebaliknya, jika nilai tukar apresiasi, maka kinerja reksadana pendapatan tetap maupun saham akan meningkat. Depresiasi nilai tukar dapat disebabkan oleh ketidakstabilan perekonomian suatu negara, defisit neraca perdagangan, dan *capital outflow*. Hal ini menyebabkan ketidakpastian bagi investor untuk menempatkan investasinya di negara tersebut. Akibatnya investor akan menunda untuk melakukan investasi di negara tersebut atau bahkan akan mengalihkan investasinya ke negara lain. Selama tahun 2010 – 2012 rupiah terhadap dollar mengalami nilai apresiasi tertinggi sebesar Rp. 8532/\$ dan mengalami depresiasi terendah sebesar Rp. 9645.9. Menurut laporan akhir tahun Bapepam Tahun 2012, menyatakan bahwa terjadi penurunan aliran masuk dana asing (*net inflow of foreign capital*) menjadi Rp.15,44 triliun hingga 27 Desember 2012. Sentimen negatif dari bursa AS dan Eropa di sepanjang tahun 2012 masih mempengaruhi investor asing untuk masuk ke pasar saham Indonesia. Ditengah keadaan demikian, Dollar AS saat ini masih menjadi aset yang paling aman (*safe haven*) bagi investor asing di tengah ketidakpastian global. Kesimpulan yang didapat, dari empat persamaan kinerja reksadana, terdapat tiga persamaan yang menunjukkan hasil yang negative signifikan. Hal ini berarti, jika kurs rupiah mengalami depresiasi, maka kinerja reksadana akan menurun, begitu pula sebaliknya, jika kurs rupiah mengalami apresiasi, maka kinerja reksadana akan meningkat.

Selain pengujian parsial, juga dilakukan pengujian secara simultan yang menunjukkan secara simultan faktor internal (kinerja reksadana periode sebelumnya, umur reksadana) dan faktor eksternal (tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan perubahan nilai tukar) berpengaruh terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham menurut Rasio Sharpe maupun Rasio

Jensen. Hasilnya, dari keempat persamaan regresi yang meliputi kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe, kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen, kinerja saham menurut Rasio Sharpe, dan kinerja saham menurut Rasio Jensen menunjukkan nilai probabilitas keempat persamaan tersebut sebesar $0.000 < \text{tingkat signifikansi } 0.05$. Hal ini berarti secara simultan (bersama-sama) baik faktor internal (kinerja reksadana periode sebelumnya, umur reksadana) dan faktor eksternal (tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan perubahan nilai tukar) berpengaruh terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap maupun saham menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen. Walaupun secara *partial* tidak semua faktor internal maupun eksternal mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap maupun saham menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen, tetapi secara simultan semua faktor internal dan eksternal tersebut berpengaruh terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap maupun saham menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen. Hal ini menunjukkan bahwa model persamaan regresi untuk kinerja reksadana pendapatan tetap maupun saham *fit* atau layak digunakan untuk dianalisa lebih lanjut yaitu dengan pengujian parsial (uji t). Sehingga variabel kinerja reksadana periode sebelumnya, umur reksadana, tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan perubahan nilai tukar dapat digunakan untuk memprediksi secara parsial terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham menurut Rasio Sharpe maupun Rasio Jensen.

Kesimpulan dari implikasi kebijakan ini bahwa pengukuran kinerja reksadana beserta faktor-faktor yang mempengaruhinya dapat digunakan sebagai masukan bagi investor, perusahaan reksadana, maupun regulator. Bagi investor, pengukuran kinerja reksadana ini dapat digunakan sebagai salah satu acuan pertimbangan untuk melakukan investasi di reksadana. Selain itu investor dapat mengetahui faktor internal dan eksternal yang dapat mempengaruhi kinerja reksadana,

terutama kinerja reksadana periode sebelumnya untuk faktor internal dan perubahan nilai tukar untuk faktor eksternal.

Bagi perusahaan reksadana, implikasi ini penting untuk mengetahui kinerja reksadana yang selama ini telah dijalankan. Selain itu, manajer investasi dapat menggunakan kinerja reksadana periode sebelumnya dalam memprediksi kinerja reksadana dimasa yang akan datang. Untuk factor eksternal, manajer investasi harus memperhatikan perubahan kurs mata uang, karena perubahan kurs mata uang adalah faktor makroekonomi yang mempengaruhi kinerja reksadana baik pendapatan tetap maupun reksadana saham.

Bagi pemerintah, khususnya Otoritas Jasa Keuangan (OJK) agar lebih selektif dalam pemberian ijin bagi manajer investasi. Karena tinggi rendahnya kinerja reksadana dapat dipengaruhi oleh kualitas manajer investasi dalam mengelola portofolio reksadana. Selain itu, pengawasan terhadap perusahaan reksadana juga harus ditingkatkan, karena semakin tingginya minat masyarakat untuk melakukan investasi pada reksadana. Terakhir, bagi pemerintah agar lebih menjaga stabilitas makro ekonomi khususnya stabilitas nilai tukar yang dapat mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap maupun reksadana saham.

BAB V

SIMPULAN DAN SARAN

5.1. Simpulan

Penelitian ini membahas kinerja reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen. Selain itu, penelitian ini meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja reksadana dan reksadana saham menurut Rasio Sharpe dan Rasio Jensen. Adapun faktor-faktor tersebut adalah kinerja reksadana periode sebelumnya, umur reksadana, tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan perubahan nilai tukar Rp/\$. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, kesimpulan dari penelitian ini adalah sebagai:

1. Kinerja tertinggi terdapat pada reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe yaitu sebesar 1.757 yaitu kinerja Reksadana MNC Dana Syariah (MDS) pada Bulan November 2010, sedangkan pada reksadana saham menurut Rasio Sharpe yang tertinggi hanya sebesar 1.0168 yaitu kinerja Reksadana Portfolio Panin Dana Maksima (PDM) Bulan September 2010. Untuk kinerja terendah, reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe sebesar -2.2913 yaitu kinerja Reksadana Brent Dana Tetap (BDT) di Bulan Maret 2010, sedangkan kinerja terendah pada reksadana saham menurut Rasio Sharpe sebesar -0.649 pada Reksadana Batavia Dana Saham (BDA) di Bulan Mei 2012.
2. Kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen tertinggi sebesar 0.4892 pada Reksadana Trimegah Dana Stabil (TDS) pada Bulan Agustus 2012, sedangkan kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen tertinggi sebesar 0.1682 pada Reksadana Bahana TCW Dana Prima (TCW) Bulan Januari 2012. Reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen terendah sebesar -0.0091 pada Reksadana Schroder Dana Andalan II (SDA) pada Bulan Mei 2012, sedangkan reksadana saham menurut Rasio Jensen terendah sebesar -0.9902 pada Reksadana Schroder Dana Istimewa (SDI) pada Bulan Februari 2010.

3. Jika dilihat dari kinerja rata-rata reksadana bulanan menurut Rasio Sharpe, kinerja reksadana pendapatan tetap tertinggi pada Bulan Januari 2012 sebesar 0.5695, sedangkan kinerja reksadana saham tertinggi pada Bulan September 2010 sebesar 0.5134. Untuk kinerja reksadana pendapatan tetap terendah sebesar -0.2034 pada Bulan Agustus 2012, sedangkan kinerja reksadana saham terendah sebesar -0.4409 pada Bulan Mei 2012. Sehingga kinerja reksadana pendapatan tetap lebih baik dibandingkan kinerja reksadana saham
4. Untuk kinerja rata-rata reksadana bulanan menurut Rasio Jensen, kinerja reksadana pendapatan tetap tertinggi sebesar 0.0083 pada Bulan Agustus 2012, sedangkan kinerja reksadana saham tertinggi sebesar 0.0053 pada Bulan Januari 2012. Selain itu, kinerja reksadana pendapatan tetap terendah sebesar -0.00159 pada Januari 2011 dan kinerja reksadana saham terendah sebesar -0.021 pada Bulan Februari 2010. Sehingga kinerja reksadana pendapatan tetap lebih baik dibandingkan kinerja reksadana saham.
5. Tiga faktor yang mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe yaitu untuk faktor internal adalah kinerja reksadana periode sebelumnya dan untuk faktor eksternal adalah tingkat inflasi dan perubahan nilai tukar berpengaruh signifikan terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Sharpe.
6. Terdapat dua faktor yang mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap menurut Rasio Jensen yaitu faktor internal adalah kinerja reksadana periode sebelumnya dan faktor eksternal adalah tingkat bunga SBI berpengaruh signifikan terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap pendekatan Rasio Jensen.

7. Untuk faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja reksadana saham menurut Rasio Sharpe, hanya dua faktor yang signifikan, yaitu faktor internal adalah kinerja reksadana periode sebelumnya sedangkan faktor eksternal adalah perubahan nilai tukar.
8. Untuk faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen, terdapat dua faktor yang berpengaruh signifikan terhadap kinerja reksadana saham menurut Rasio Jensen yaitu pada faktor eksternal adalah tingkat bunga SBI dan perubahan kurs.
9. Secara simultan, semua faktor yang mempengaruhi kinerja reksadana, yaitu faktor internal yang mencakup kinerja reksadana periode sebelumnya dan umur reksadana dan faktor eksternal yaitu tingkat bunga SBI, tingkat inflasi, dan perubahan nilai tukar berpengaruh terhadap kinerja reksadana pendapatan tetap maupun reksadana saham baik menurut Rasio Sharpe maupun Rasio Jensen.

5.2. Saran

5.2.1. Saran Bagi Para Akademisi

Penelitian ini merupakan modifikasi untuk pengukuran kinerja reksadana saham dan reksadana pendapatan tetap dan melihat pengaruh faktor internal dan eksternal yang mempengaruhi kinerja reksadana pendapatan tetap maupun reksadana saham. Oleh karena itu, penelitian ini memiliki beberapa saran untuk para akademisi, antara lain:

- a. Ruang lingkup kajian pengukuran kinerja reksadana hanya terbatas pada reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya diharapkan dapat melakukan penelitian untuk semua jenis reksadana yang ada di Indonesia.
- b. Untuk pengukuran kinerja reksadana, penelitian ini hanya melakukan dua pengukuran, yaitu Rasio Sharpe dan Rasio Jensen. Untuk penelitian selanjutnya, diharapkan untuk

melakukan pengukuran kinerja reksadana selain pengukuran yang telah dilakukan saat ini, antara lain pengukuran rasio treynor dan pengukuran rasio M^2 .

- c. Periode penelitian antara tahun 2010-2012, untuk penelitian selanjutnya dapat memperbaharui periode penelitian

5.2.2. Saran Bagi Para Praktisi

Penelitian ini dapat menjadi saran bagi para investor reksadana dan juga bisa kepada pengambil kebijakan terkait dengan reksadana pendapatan tetap dan saham. Adapun saran bagi para praktisi antara lain:

- a. Kinerja reksadana periode sebelumnya dapat digunakan sebagai acuan bagi investor untuk melakukan investasi pada reksadana pendapatan tetap maupun reksadana saham.
- b. Investor maupun manajer investasi harus lebih memperhatikan faktor makroekonomi terutama kurs Rp/\$, karena perubahan kurs dapat mempengaruhi kinerja reksadana tersebut
- c. Berdasarkan perhitungan Rasio Jensen, didapatkan kesimpulan bahwa mayoritas manajer investasi di reksadana belum melakukan diversifikasi portofolio dengan baik. Sehingga diharapkan, manajer investasi reksadana dapat melakukan pemilihan portofolio dengan baik.
- d. Bagi perusahaan reksadana untuk lebih meningkatkan promosi kepada masyarakat mengenai manfaat dan keuntungan dari berinvestasi di reksadana.

5.2.3. Saran Bagi Pemerintah

Terdapat beberapa saran untuk pemerintah maupun Otoritas Jasa Keuangan (OJK) terhadap kegiatan reksadana, antara lain:

- a. Bagi Otoritas Jasa Keuangan (OJK) supaya lebih meningkatkan pengawasan terhadap kegiatan reksadana termasuk perusahaan investasi reksadana, mengingat sampai saat ini semakin banyak minat investor untuk melakukan investasi pada reksadana.
- b. Bagi Otoritas Jasa Keuangan (OJK) untuk lebih memperketat ijin untuk menjadi manajer investasi reksadana, sehingga diharapkan manajer investasi yang memang kompeten dan berpengalaman dibidangnya dan diharapkan kinerja investasi akan meningkat.
- c. Bagi pemerintah, supaya menjaga kondisi makroekonomi yang baik terutama menjaga stabilitas nilai tukar sehingga akan banyak menarik investor untuk berinvestasi di Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

Anoraga, P., & Pakarti, P. (2003). *Pengantar Pasar Modal*. Jakarta: Rineka Cipta.

- Bapepam-LK, T. P. (2012). *Laporan Akhir Tahun 2012*. Jakarta: Bapepam-LK.
- Bapepam-LK, T. P. (2013). *Laporan Akhir Tahun 2013*. Jakarta: Bapepam-LK.
- Bapepam-LK, T. P. (2011). *Laporan Akhir Tahun Bapepam Tahun 2011*. Jakarta: Bapepam-LK.
- Boediono. (1989). *Ekonomi Moneter*. Yogyakarta: BPFE.
- Bogle, J. C. (1994). *Bogle on Mutual Funds: New Perspectives for the Intelligent Investor*. McGraw-Hill Companies INC.
- Brown, G. (1995). Performance Persistence. *The Journal of Finance Vol.50 No.2* , 679-698.
- Cahyono, j. e. (2010). *Bangun Jatuhnya Reksa Dana: Opini Kedua bagi Pemodal*. Jakarta: Elex Media Komputindo.
- Chen, J., Harrison, H., Huang, M., & Kubik, J. D. (2004). Does Fund Size Erode Mutual Fund Performance: The Role of Liquidity and Performance. *The American Economic Review Vol. 94* , 1279-1302.
- Chen, Y., Ferson, W., & Helen, P. (2005). The Timing Ability of Fixed Income Mutual Funds. *Michigan State University* .
- Dahlquist, M., Engstrom, S., & Soderlind, P. (2000). Performance and Characteristics of Swedish Mutual Fund. *Journal of Finance and Quantitative Analysis Vo.35* , 409-423.
- Darmadji, F. (2001). *Pasar Modal di Indonesia*. Jakarta: Salemba Empat.
- David, S. K., & Indonanjaya, K. (2010). *Manajemen Investasi: Pendekatan Teknikal dan Fundamental untuk Analisis Saham*. Jogyakarta: Graha Ilmu.
- Della, W. L., & Tolson, G. (1998). The Relationship between Mutual Fund Fee and Expenses, and their Effects on Performance . *The Financial Review, February* , 85-104.
- Diaconasu, D. E., & Asovoaei, A. (2011). The Relationship between Mutual Funds-Inflation Rate, and Benchmark Interest rate: USA Versus Romania. *Working Paper Series* .
- Dima, B., Flavia, B., & Miruna, N. (2006). Macroeconomics Determinants of The Investment Funds Market: The Romanian Case. *Unpublish* .
- Edelen, R., & Warner, J. (2001). Aggregate Price Effect of Institutional Trading: A Stusy of Mutual Fund Flow and Market Returns. *Journal of Fncial Economics Vo.59* , 195-221.
- Elton, E. J., & Gruber, M. J. (1995). The Persistence of Risk Adjusted Mutual Fund Performance. *Working Paper Series New York University* .
- Elton, E. J., Gruber, M. J., & Blake, C. R. (1993). Fundamental Economics Variables Expected Returns, and Bond Fund Performance. *Journal of Finance Vol. 50* , 1229-1256.
- Fabozzi, F. J. (1995). *Investment Management*. New York: Prentice Hall.

- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance* , 383-417.
- Ferson, W., Kisgen, D., & Henry, T. (2006). Fixed Income Fund Performance Across Economic State. *Research in Finance* .
- Fredman, A. J., & Wiles, R. (1993). *How Mutual Fund Work*. New York: New York Institute of Finance.
- Goetzmann, W., & Ibbotson, R. (1994). Do Winner Repeat. *The Journal of Portfolio Management* Vo.20-2 , 9-18.
- Greene, W. H. (2007). *Econometric Analysis*. New York: Mc Millan Publishing Company, Fifth Edition.
- Grinbatt, M., & Titman, S. (1992). The Persistence of Mutual Fund Performances. *Journal of Business*, Vo.66 , 47-68.
- Gujarati, D. N. (2003). *Basic Econometrics*. Mc Graw Hill Forth Edition.
- Gumanti, A. T. (2011). *Manajemen Investasi Konsep, Teori, dan Aplikasi*. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Hidayat, T. (2011). *Buku Pintar Investasi: Reksadana, Saham, Stock Options, Valas, Emas*. Jakarta: Mediakita.
- Horne, J. C., & Wachowic, J. M. (2005). *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan: Buku Edisi Satu*. Jakarta: Salemba Empat.
- Hsiao, C. (1989). *Analysis of Panel Data*. Cambridge Univesity Press.
- Husnan, S., & Pudjiastuti, E. (Edisi Tiga 2003). *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Jogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Indonesia, T. P. (2010). *Laporan Tahunan Bank Indonesia Tahun 2010*. Jakarta: Bank Indonesia.
- Indonesia, T. P. (2011). *Laporan Tahunan Bank Indonesia Tahun 2011*. Jakarta: Bank Indonesia.
- Indonesia, T. P. (2012). *Laporan Tahunan Bank Indonesia Tahun 2012*. Jakarta: Bank Indonesia.
- Indonesia, T. P. (2013). *Laporan Tahunan Bank Indonesia Tahun 2013*. Jakarta: Bank Indonesia.
- Indro, D., Jiang, C., Hu, M., & Lee, W. (1999). Mutual Fund Performance: Does Fund Size Matter? *Financial Analyst Journal* Vol.55 No.2 , 74-87.
- Jain, P., & Wu, J. (2000). Truth in Mutual Fund Advertising: Evidence on Future Performance Fund Flows. *Journal of Finance* Vo.55 No.2 , 937-958.
- Jensen, M. C. (1968). The Performance of Mutual Funds in Periode 1945-1964. *Journal of Finance* Vo.23. No.2 , 937-958.

- Jogiyanto. (2000). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi 7*. Yogyakarta: Fakultas Ekonomika dan Bisnis UGM.
- Jones, C. P. (2007). *Investment: Analysis and Management Tenth Edition*. John Wiley and Sons Inc.
- Keown, J. A. (2006). *Financial Management: Principles and Applications Tenth Edition*. Pearson Education.
- Korkeamaki, Symthe, T. P., & Thomas, I. (2004). Effect of Market Segmentation and Bank Concentration on Mutual Fund Expenses and Returns-Evidence from Finland. *European Financial Management Vol.10 No.3* , 413-438.
- Kumar, G. D., & Dash, M. (2008). A Study on Macroeconomic Variables on India Mutual Fund. *SSRN.Com* .
- Kurnia, R. *Perkembangan Reksadana*. Jakarta: Badan Pengelola Pasar Modal (BAPEPAM).
- LK, T. P. (2010). *Laporan Akhir Tahun Bapepam Tahun 2010*. Jakarta: Bapepam-LK.
- Mankiw, G. N. (2006). *Pengantar Ekonomi Makro Edisi 3*. Jakarta: Salemba Empat.
- Manurung, A. H. (2008). *Panduan Lengkap Reksadana Investasiku*. Jakarta: Buku Kompas.
- Mofleh, A. A. (2011). Macroeconomic Determinants of The Stock Market Movements: Empirical Evidence from The Saudi Stock Market. *Dissertation Kansas State University* .
- O'neal, E. S., & Page, D. E. (2000). Real Estate Mutual Fund: Abnormal Return Performance and Fund Characteristic. *Journal of Real Estate Portfolio Management Vol.6 July-September* , 239-246.
- Otten, R., & Bams, D. (2002). European Mutual Fund Performance. *European Financial Management Vol.8 No.1* , 75-101.
- Pardomuan. (2005). *Pengaruh Variabel Makro dan Total Aktiva Bersih terhadap Kinerja Reksadana Pendapatan Tetap di Indonesia*. Jakarta: Thesis FEUI.
- Pastor, L., & Stambaugh, R. F. (2003). Liquidity Risk and Expected Stock Returns. *The Journal of Political Economics* , 642-684.
- Philpot, J., Heart, D., Rimbey, J. N., & Schulman, C. T. (1998). Active Management, Fund Size, and Bond Mutual Return. *The Financial Review Vo.33* , 115-126.
- Pratomo, E. P. (2008). *Berwisata di Dunia Reksadana*. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.
- Pratomo, E. P., & Nugraha, U. (2009). *Reksadana Solusi Perencanaan Investasi di Era Modern*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Radowski, D. (2001). Daily Fund Flow Volatility and Fund Performance. *Western Finance Association* .

- Rao, N. S. (2003). Performance Evaluation of Indian Mutual Funds. *Indian Institute of Technology Bombay SSRN* .
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2010). *Research Methods for Business, A Skill Building Approach Fifth Edition*. John Wiley and Sons Ltd.
- Sharpe, W. F. (2006). *Investasi Jilid 2 Edisi Keenam*. Jakarta: PT. Indeks Kelompok Gramedia.
- Shukla, S. (2011). Role of Macroeconomic Variables in Indian Mutual Fund Industry. *Analytique Vo. VII No. 8 Jan-Mar* .
- Siamat, D. (2005). *Manajemen Lembaga Keuangan Edisi Kelima*. Jakarta: Lembaga Penerbit FE UI.
- Sierra, J. (2012). Consumer Interest Rate and Retail Mutual Fund Flow. *Bank of Canada Working Paper* .
- Situmorang, P. (2010). *Langkah Awal Berinvestasi Reksadana*. Jakarta: Transmedia Pustaka.
- Stock, J. H., & Watson, M. W. (2001). Vector Autoregressions. *National Bureau of Economics Research Cambridge Massachusetts* .
- Subramanyam, K., & Wild, J. J. (2008). *Financial Statement Analysis: Analisis Laporan Keuangan Edisi 10*. Jakarta: Salemba Empat.
- Tandelilin, E. (2010). *Teori dan Aplikasi Portofolio dan Investasi Edisi Pertama*. Yogyakarta: Penerbit Kanisius.
- Treynor, J. (1965). How to Rate Management of Investment Funds. *Harvard Business Review Vo.43 No.1* , 63-75.
- Treynor, J., & Mazuy, K. (1996). Can Mutual Fund Outguess The Market ? *Harvard Business Review* .
- Webster, D. C. (2011). Mutual Fund Performance and Fund Age. *Department of Finance John L Grove College of Business Shippensburg University of Pennsylvania* .
- Widarjono, A. (2007). *Ekonometrika Teori dan Aplikasi untuk Ekonomi dan Bisnis Edisi Kedua*. Yogyakarta: Ekonisia Fakultas Ekonomi UII.
- Widarjono, A. (2007). *Ekonometrika Teori dan Aplikasi untuk Ekonomi dan Bisnis Edisi Kedua*. Yogyakarta: Ekonisia Fakultas Ekonomi UII.
- Winarno, W. W. (2009). *Analisis Ekonometrika dan Statistik dengan Eviews Edisi Kedua*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Zahra, P., & Safari, A. (2011). Appraising The Effect of Internal and External Organization Factors on Investment Mutual Fund in Iran. *International Journal of Finance, Accounting, and Economic Studies* .

Zubir, Z. (2011). *Manajemen Portofolio Penerapannya dalam Investasi Saham* . Jakarta: Salemba Empat.

DAFTAR RIWAYAT HIDUP

Identitas Diri

Nama : Erric Wijaya
Tempat/Tgl Lahir : Palembang/ 8 Desember 1975
Jenis Kelamin : laki-Laki
Agama : Islam
Status : Menikah
Alamat Kantor : STIE Indonesia Banking School Jalan Kemang Raya No. 35
Jakarta Selatan

Pendidikan Formal

1. SD II YSP Pusri Palembang, 1987
2. SMP Xaverius III, Palembang, 1990
3. SMA Xaverius III, Palembang, 1993
4. Sarjana Ekonomi, Ilmu Ekonomi dan Studi Pembangunan, Fakultas Ekonomi Univesitas Sriwijaya 1998
5. Magister Ekonomi, Ekonomi Moneter, Ilmu Ekonomi, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, 2003

Riwayat Pekerjaan

1. Dosen Tetap di STIE Indonesia Banking School, 2004-sekarang
2. Dosen Tidak Tetap di STIE Indonesia, 2002-2008
3. Dosen Tidak Tetap di STEKPI, 2002-2003
4. Asisten dosen pada Program Eksntensi FE UI, 2001-2003
5. Researcher di LPEM-FE UI, 2001
6. Researcher di INDEF, 2004-2005
7. Researcher KPPOD-Asia Foundation, 2002-2003

Riset dan Publikasi

1. Pengaruh Kepemilikan Keluarga terhadap Kinerja Perusahaan di BEI Tahun 2011, pada Jurnal Keuangan dan Perbankan (JKP) Vol.10 No.2 Juni 2014, Hal.64-80.
2. Dampak Bantuan Langsung Tunai (BLT) terhadap kesejahteraan penduduk di Sumatera Selatan Pendekatan Compensating Variation (CV) Jurnal Keuangan dan Perbankan ISSN:1829-9865 Volume 10,No.1, Desember 2013.Hal.42-54 Indonesia Banking School
3. Faktor-faktor yang mempengaruhi Outstanding Kredit Umum Pedesaan (KUPEDES) PT. Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk Media Ekonomi Vol: 18 No.1. April 2010 ISSN: 0853-3970 Universitas Trisakti
4. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Rasio Profitabilitas, dan struktur kepemilikan Terhadap praktik perataan laba pada Perusahaan manufaktur di BEI Periode Tahun 2005 – 2009, Jurnal Keuangan dan Perbankan ISSN: 1829-9865 Volume 7 No. 1. Desember 2010 Halaman : 22 – 45
5. Analisis Pengaruh Hari Perdagangan dan nilai tukar terhadap Indeks Harga saham Gabungan (IHSG) di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009, The Winners Economic, Business, Management, and Information System Journal ISSN : 1412-1212Volume 12 Nomor 2 September 2011 Halaman : 103 – 120, Universitas Bina Nusantara
6. Analisis Kinerja Saham Sektor Perbankan di BEI 2006 – 2011Jurnal Keuangan dan Perbankan ISSN: 1829-9865 Volume 7 No. 2 Juni 2011Halaman:85 – 99
7. Analisis Kepuasan Konsumen Mahasiswa Angkatan 2006 – 2008 terhadap Pelayanan di Kampus XYZ Jurnal Ilmu Manajemen & Ekonomika ISSN : 2089-4309 Volume 1 Nomor 1 Desember 2011 Halaman : 13 – 31
8. Perkembangan Teori-Teori Keuangan: Kronologis, Bukti dan Manfaat dalam Penerapannya di Kehidupan Sehari-hari, Jurnal Keuangan dan Perbankan ISSN : 1829-9865 Volume 8 Nomor 1 Desember 2011 Halaman : 1 – 9
9. Conference Proceedings: 1st national Conference on Business, management, and Accounting, universitas Pelita harapan, 19 maret 2015, Pengaruh makro ekonomi terhadap kinerja reksadana saham periode 2010-2013
10. Analisis Kinerja Saham Sektor Perbankan di BEI 2006 – 2011 Di seminarkan dalam Seminar Nasional “Kontribusi Pendidikan Ekonomi, manajemen, dan akuntansi dalam Penguatan Perekonomian Bangsa” dalam rangka Call For Papers “Update Ekonomi,

Akuntansi, dan Bisnis Indonesia 2011 "Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia,
Yogyakarta, 28 Juni 2011