

ANALISIS KINERJA REKSADANA SAHAM

Hermeindito Kaaro

Fakultas Ekonomi Universitas Katolik Widya Mandala, Surabaya

email: kaaro_h@yahoo.com

Abstract

The issue of Indonesian mutual fund crisis in 2005 has not been resolved satisfactorily. Many investors may reluctant to invest in mutual fund market due to the lack of knowledge about the risk and return. Most mutual fund investors are quasi-investors who shift their assets class from less risky asset to risky assets. Hence, this study attempts to resolve the problem, especially in evaluating and analyzing mutual fund performance in Indonesia. The purposes of this study are a) to investigate whether mutual fund outperforms particular benchmarks (market return and risk free rate); b) to analyze both consistency and persistency of mutual fund performance. Sample of this study are 15 equity mutual funds, which provides data from January 2004 to December 2006. Jensen's Alpha, Treynor and Sharpe indexes are used in this study to measure fund performance. Market adjusted models are used in measuring abnormal return. The t-test is used to test fund performance. This study employs coefficient concordance Kendall's W to measure the consistency of fund performance. While, autoregressive distribution lag models are employed to analyze the persistency of fund performance. This study finds that fund performance outperforms the particular benchmarks significantly. This study also provides evidence, which supports the hypothesis that there are consistency and persistency of fund performances phenomena in Indonesia. The research results suggest investor's redemption in mutual fund market in 2005 may not caused by worse fund performance or both inconsistency nor persistence in mutual fund performance, rather than it may caused by investor's mental set and their lack of knowledge about risk and return.

Keywords: konsistensi, persistensi, reksadana, kinerja

Abstrak

Isu krisis reksadana di Indonesia pada tahun 2005 belum terpecahkan dengan memuaskan. Banyak investor mungkin menjadi enggan berinvestasi di pasar reksadana karena kekurangpahaman tentang risiko dan keuntungan. Kebanyakan investor reksadana adalah investor "semu" yang mengalihkan kelas aset mereka dari aset yang kurang berisiko menjadi investasi pada aset yang lebih berisiko. Oleh karena itu, studi ini berusaha memecahkan masalah, khususnya dalam mengevaluasi dan menganalisis kinerja reksadana di Indonesia. Tujuan dari studi adalah a) untuk menyelidiki apakah reksadana lebih baik dari pembandingan tertentu (*return* pasar dan tingkat bebas risiko); b) untuk menganalisis baik konsistensi maupun persistensi kinerja reksadana saham. Sampel dalam penelitian ini adalah 15 reksadana ekuitas yang menyediakan data secara lengkap mulai Januari 2004 hingga Desember 2006. Jensen Alpha, Indeks Treynor, dan Indeks Sharpe digunakan untuk

mengukur kinerja reksadana. *Market adjusted model* digunakan untuk mengukur *abnormal return*. Uji t digunakan untuk menguji kinerja reksadana. Studi ini menggunakan *coefficient concordance Kendall's W* untuk mengukur konsistensi kinerja. Sedangkan, *autoregressive distribution lag model* digunakan untuk menganalisis persistensi kinerja reksadana. Studi ini menemukan bahwa kinerja reksadana lebih baik daripada pembandingan tertentu secara signifikan. Studi ini juga menyediakan bukti yang mendukung hipotesis konsistensi dan persistensi kinerja reksadana di Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa penarikan reksadana oleh investor pada tahun 2005 mungkin tidak disebabkan oleh memburuknya kinerja reksadana maupun ketidakkonsistenan atau ketidakpersistenan kinerja reksadana, melainkan disebabkan oleh kesiapan mental dan kekurangpahaman investor tentang risiko dan *return*.

Kata kunci: konsistensi, persistensi, reksadana, kinerja

1. Latar Belakang

Reksadana di Indonesia mengalami pertumbuhan yang sangat pesat sejak pemerintah mengizinkan reksadana terbuka beroperasi pada Januari 1996. Pada tahun tersebut tercatat 25 reksadana baru didirikan dengan total nilai aset bersih sebesar Rp2,78 triliun. Pada akhir tahun 2002 jumlah reksadana telah mencapai 131 buah dengan total nilai aset bersih Rp13,74 triliun. Pada awal 2005, reksadana mengalami krisis yang menyebabkan perkembangan terhambat, bahkan mengalami penurunan. Puncak kapitalisasi pasar reksadana (nilai aset bersih, NAB) terjadi pada bulan Februari 2005 total nilai aset bersih mencapai sebesar Rp110,78 triliun dan cenderung menurun hingga Rp26,2 triliun pada Februari 2006.

Terdapat tiga gejala permasalahan (*symptom*) yang muncul dalam perkembangan reksadana di Indonesia. Pertama, hasil studi empiris yang dilakukan oleh Tandililin (2004) menunjukkan bahwa kinerja reksadana lebih rendah dibandingkan kinerja portofolio pasar sebagai pembandingnya. Kedua, Penelitian tersebut juga membuktikan kinerja yang inferior tersebut konsisten hasilnya walaupun menggunakan alat pembandingan yang berbeda. Ketiga, penelitian tersebut tidak menemukan fenomena *hot hand* (*persistence*), melainkan terdapat *ice hand* (*reverse persistence*) dalam pasar reksadana di Indonesia periode 1996-2002, yakni suatu fenomena yang menunjukkan penurunan kinerja reksadana yang berlangsung secara kontinyu. Dengan demikian, walaupun terjadi peningkatan nilai aset bersih secara substansial pada periode penelitian tersebut, namun tidak diimbangi dengan persistensi kinerja reksadana.

Puncak dari persoalan tersebut mulai tampak dari penarikan reksadana dalam jumlah besar pada tahun 2005 hingga sekarang. Gejala permasalahan ini terkait dengan apakah manajemen reksadana yang kurang baik, atau apakah pasar modal Indonesia sudah beroperasi secara efisien sehingga tidak ada reksadana yang dapat mengalahkan pasar secara konsisten dan persisten (Fama, 1970).

Hasil-hasil penelitian sebelumnya tentang kinerja reksadana dibandingkan dengan indeks pasar atau pembanding tertentu (*benchmark*) masih menjadi perdebatan hingga saat ini. Beberapa penelitian menemukan bahwa kinerja reksadana lebih rendah daripada kinerja portofolio yang menjadi pembandingnya atau indeks pasar (Sharpe, 1966; Jensen, 1968; Malkiel, 1995; Gruber, 1996; Elton et al., 1996; Carhart, 1997; Isa, 2004; dan Zhao, 2005). Hasil-hasil penelitian mereka secara umum menunjukkan bahwa tidak ada prospek potensial bagi reksadana yang dikelola secara aktif. Mereka menyarankan agar investor lebih baik memilih strategi investasi dengan cara membeli reksadana yang memiliki biaya rendah.

Sebagian hasil penelitian lainnya menyediakan bukti empiris yang berlawanan (Ippolito, 1989; Grinblatt dan Titman, 1992, 1993; dan Grinblatt, Titman, dan Wermers, 1995). Mereka menemukan bukti bahwa manajer reksadana yang memiliki kinerja lebih baik dari pasar secara konsisten, terutama pada reksadana yang memiliki pertumbuhan agresif. Beberapa studi lainnya menyediakan bukti yang tercampur (Volkman, 1999; serta Kon dan Jen, 1979) bahwa sebagian reksadana lebih baik dari pembanding, tetapi sebagian reksadana lainnya lebih buruk dari pembandingnya. Beberapa studi mempertimbangkan biaya yang timbul dari pengelolaan reksadana (Wermers, 2000; Daniel et al., 1997; serta Grinblatt dan Titman, 1989). Mereka menemukan bahwa reksadana memiliki kinerja lebih baik daripada pasar, tetapi setelah disesuaikan dengan biaya pengelolaan, *return* bersih reksadana terbukti lebih rendah daripada indeks pasar.

Penelitian ini bertujuan untuk a) menguji kembali apakah reksadana mampu memperbaiki kinerjanya sehingga memiliki kinerja yang lebih baik dari pembanding, b) menguji konsistensi kinerja reksadana, dan c) menguji persistensi kinerja reksadana di Indonesia. Persoalan pengukuran kinerja reksadana terkait dengan dua aspek fundamental. Pertama, pemilihan alat ukur dan alat pembanding. Kedua metode ini dapat menyediakan hasil yang berbeda. Peterson dan Rice (1980) mengemukakan bahwa penggunaan alat ukur atau alat pembanding yang berbeda memerlukan uji konsistensi kinerja. Mereka berargumen bahwa hasil uji yang tidak konsisten akan meragukan validitas alat ukur atau alat pembanding yang digunakan dalam mengukur kinerja.

Kedua, investor berusaha memilih reksadana berdasarkan kinerjanya di masa lalu. Patokan sederhana yang dipakai adalah bahwa suatu reksadana yang berkinerja baik akan secara persisten memiliki kinerja yang baik di masa datang. Suatu reksadana yang tidak menunjukkan persistensi dianggap memiliki reliabilitas yang rendah sehingga kurang diminati investor. Hendrick, Patel, dan Zeckhauser (1993) mengembangkan suatu model untuk menguji persistensi dengan menggunakan *autoregressive distributed lag model*. Mereka menemukan bukti bahwa reksadana memiliki persistensi kinerja dalam jangka pendek. Malkiel (1995) menggunakan metode berbeda dengan memisahkan sampel reksadana yang dikategori sebagai *winner* (*return* positif) dan *loser* (*return* negatif). Ia menemukan persistensi kinerja periode sekarang dan periode yang lalu. Hasil tersebut memperkuat pandangan investor dalam memilih investasi reksadana. Hasil tersebut berbeda dengan studi Tandelilin (2004) yang menunjukkan terdapat *reverse persistence* dalam pasar reksadana di Indonesia.

2. Telaah Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

2.1. Kinerja Reksadana

Wermers (2000) mengemukakan bahwa tujuan mendasar dari manajer yang secara aktif mengelola reksadana adalah untuk memelihara portofolio aset yang secara konsisten memberikan *return* yang lebih tinggi dari portofolio tertentu yang menjadi dasar pembandingnya (*benchmark*). Konsep ini menimbulkan perdebatan dalam literatur keuangan baik secara konseptual maupun secara empiris. Fama (1965) mengemukakan bahwa pergerakan harga saham tidak dapat diprediksi karena bersifat *random*, hal yang dapat mendorong pergerakan saham adalah faktor fundamental yang tercermin dari informasi. Lebih lanjut Fama (1970) mengungkapkan bahwa dalam pasar efisien, informasi akan dapat terserap oleh pasar secara efisien, sehingga pengelolaan portofolio secara pasif maupun secara aktif tidak akan mampu mengalahkan rata-rata pasar. Studi empiris awal tentang kinerja reksadana menunjukkan bahwa kinerja reksadana lebih rendah daripada kinerja pasar (Sharpe, 1966; dan Jensen 1968). Studi yang dilakukan oleh Malkiel (1995) dengan periode lebih panjang dari 1971-1991 dan dengan sampel sebanyak 239 reksadana juga menunjukkan dukungan terhadap studi mula-mula tersebut. Beberapa studi lain yang dilakukan oleh Zhao (2005), Levitts (2005), Gruber (1996), Elton et al. (1996) menggunakan beberapa cara pengukuran juga menemukan hasil yang sama bahwa kinerja reksadana secara umum lebih rendah daripada kinerja pasar. Hasil studi Daniel et al. (1997) menunjukkan bahwa kinerja reksadana lebih baik dari pasar, namun mereka menduga bahwa keunggulan tersebut hanya cukup untuk menutup biaya pengelolaan dan pencarian informasi. Hasil serupa juga ditemukan oleh Wermers (2000). Hasil tersebut secara umum menunjukkan dukungan terhadap hipotesis pasar efisien.

Ippolito (1989) berargumen bahwa dalam pasar efisien, reksadana sebaiknya melakukan perdagangan dengan mengelola portofolio yang memberikan tingkat *return* relatif lebih tinggi dari pasar untuk membayar pengeluaran ekstra untuk pengelolaan aset secara aktif. Argumen Ippolito ini mengarahkan investor agar memilih reksadana yang memiliki kinerja yang lebih baik dari pasar sebagai dasar pembandingnya (*benchmark*). Ippolito menggeser persoalan bukan pada efisiensi pasar melainkan mengarahkan perhatian investor pada evaluasi kemampuan manajerial reksadana dalam mengelola risiko dan *return* melalui pencarian kombinasi aset dalam suatu portofolio yang efisien. Ia berpendapat bahwa investor reksadana memiliki tingkat fleksibilitas lebih tinggi

Studi empiris di Indonesia oleh Tandelilin (2004) menunjukkan bahwa sebagian besar kinerja reksadana lebih rendah dari pada pasar. Studi serupa di beberapa negara Asia Tenggara juga menunjukkan hasil serupa dengan studi di Indonesia, antara lain di Malaysia (Isa, 2004), di Philipina (Bautista, 2004). Pada sisi lain, studi yang dilakukan di Singapura (Sawicki, 2004) membuktikan bahwa sebagian besar ekuitas memiliki Jensen Alpha positif (lebih baik dari pasar), sedangkan di Thailand (Tirapat, 2004) menunjukkan sebagian reksadana lebih baik dari pasar, dan sebagian lainnya lebih buruk dari pasar.

Grinbaltt dan Titman (1993) mengeluarkan efek *survivor bias*, yakni dengan mengeluarkan reksadana yang tidak lagi beroperasi. Hasil studi mereka menunjukkan bahwa reksadana yang masih beroperasi terbukti memiliki kinerja

lebih baik daripada pasar. Terdapat dua kemungkinan reksadana dapat memperoleh *return* lebih baik daripada pasar. Pertama, bila pasar tidak efisien investor aktif dapat memanfaatkan keunggulan pencarian informasi sehingga memungkinkan memperoleh *return* lebih besar dari pasar. Kedua, dalam pasar efisien, keunggulan informasi asimetri tidak dapat diperoleh, sehingga mereka harus mengandalkan kemampuan dalam mengelola portofolio aset dengan kombinasi yang efisien, atau dengan kata lain hanya reksadana yang memiliki manajer yang handal yang dapat melakukan kombinasi aset secara efisien. Dengan demikian, peran manajemen reksadana sangat menentukan kemampuan reksadana dalam meningkatkan kinerja melebihi pasar atau rata-rata pasar.

H₁: Kinerja reksadana lebih baik dari kinerja rata-rata pasar.

2.2. Konsistensi Kinerja Reksadana

Isu konsistensi dikemukakan oleh Roll (1978) bahwa penggunaan garis pasar sekuritas sebagai dasar kriteria evaluasi kinerja memberikan signal yang ambigu (*ambiguous*) atau tidak konsisten dalam mengevaluasi kinerja portofolio. Konsistensi berkaitan dengan dugaan bahwa suatu himpunan reksadana yang efisien akan memiliki urutan (*ranking*) yang tetap meskipun dievaluasi berdasarkan metode pengukuran atau pembandingan yang berbeda (*consistency hypothesis*).

Peterson dan Rice (1980) menggunakan konsep Roll untuk menguji secara empiris konsistensi urutan kinerja reksadana yang diukur dengan beberapa portofolio pasar yang berbeda (sebagai pembandingan). Mereka juga mengukur kinerja dengan indeks Sharpe dan indeks Treynor. Hasil studi menunjukkan bahwa beberapa pembandingan dan kedua alat ukur kinerja yang digunakan menunjukkan konsistensi urutan kinerja reksadana. Hasil studi yang dilakukan oleh Tandelilin (2004) juga menunjukkan bahwa kinerja reksadana memiliki urutan yang konsisten dengan menggunakan pembandingan yang berbeda.

H₂: Reksadana memiliki urutan kinerja yang konsisten.

2.3. Persistensi Kinerja Reksadana

Bila beberapa reksadana dikelola oleh manajer yang handal, maka kinerja saat ini diharapkan dapat dipertahankan di masa datang. Argumen ini melandasi konsep persistensi yaitu mengkaji apakah reksadana memiliki kinerja yang semakin baik pada periode berikutnya, atau dikenal dengan fenomena *hot hand*. Beberapa penelitian membuktikan terdapat fenomena *hot hand* atau persistensi (Grinblatt dan Titman, 1992; 1993; Hendricks et al., 1993; Malkiel, 1995; Brown dan Goetzmann 1995; Grinblatt, Titman, dan Wermers, 1995; Gruber 1996; Elton et al., 1996; serta Charhart (1997).

Hasil penelitian di Indonesia menunjukkan pola yang berbeda. Tandelilin (2004) menemukan bahwa terjadi persistensi negatif yang berarti bahwa terdapat fenomena *ice hand* daripada *hot hand*. Hasil serupa juga terjadi di Malaysia (Isa, 2004), Philipina (Bautista, 2004). Hasil ini mengindikasikan bahwa kinerja yang baik saat ini akan cenderung memburuk di masa datang, demikian

pula sebaliknya. Persoalan yang terjadi di Indonesia mungkin ditimbulkan oleh *survivor bias*. Beberapa bentuk reksadana di Indonesia terkesan secara sengaja "dibekukan" oleh manajer investasi dan diganti dengan bentuk reksadana baru. Beberapa dugaan tersebut mengarah pada upaya menghindari perlakuan pajak setelah suatu reksadana mendapatkan fasilitas *tax holiday*. Oleh karena itu dalam metode penelitian, aspek bias survivor ini perlu dikontrol agar tidak menyebabkan bias simpulan.

H₃: Terdapat persistensi kinerja reksadana.

3. Metode Penelitian

3.1. Data dan Sampel

Penelitian ini menggunakan data *return* bulanan (kumulatif dari *return* harian) reksadana saham dari periode 2004 hingga 2006. Pemilihan reksadana saham sebagai sampel didasarkan pada pertimbangan a) pemilihan pembanding portofolio pasar, b) ketiga alat ukur kinerja portofolio (reksadana) hanya dapat diterapkan pada reksadana saham. Sampel yang digunakan adalah reksadana saham yang masih aktif beroperasi dan memiliki data kontinyu selama periode penelitian lebih dari 5 tahun. Reksadana yang berumur kurang dari 2 tahun dikeluarkan dari sampel penelitian. Klasifikasi sampel ini diperlukan untuk mengontrol efek *survivor bias* karena dugaan menghindari pajak setelah 5 tahun *tax holiday*. Reksadana yang digunakan dalam penelitian adalah reksadana saham terbuka dan tercatat di Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM). Data pembanding untuk reksadana saham yang digunakan dalam penelitian ini adalah data indeks harga saham gabungan (IHSG), indeks LQ45, suku bunga Sertifikat Bank Indonesia 1 bulanan. Data diperoleh dari data *online* BAPPEPAM dan Pusat Data Pasar Modal Universitas Gadjah Mada.

3.2. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Perhitungan *return* reksadana dan pembandingnya disajikan pada Tabel 1. Dalam tabel tersebut disajikan secara ringkas pengukuran dua variabel utama penelitian yaitu *return* reksadana dan *abnormal return* reksadana. Selain *return*, penelitian ini juga mengukur deviasi standar dari *return* reksadana dan koefisien parameter dari setiap reksadana dengan menggunakan *single index* seperti pada catatan Tabel 1. Rata-rata *return*, deviasi standar, dan koefisien parameter diestimasi dengan menggunakan periode 24 bulan (dua tahun).

Tabel 1. Pengukuran Variabel

Variabel	Pengukuran
Return Reksadana	$R_{RDt} = [(NAV_{jt} - NAV_{jt-1}) / NAV_{jt-1}]$
<i>Abnormal returns</i> (AR) Reksadana	$AR_{RDt} = R_{RDt} - E(R_{RD})^a$
^a <i>Expected return</i> dihitung dengan Market adjusted: $E(R_{RD})_t =$ Return indeks pasar yang dihitung dengan rumus:	
$R_{IPt} = [(IP_t - IP_{t-1}) / IP_{t-1}] - R_{Ft}$	
NAB adalah nilai asset bersih, IP adalah indeks pasar. Penelitian ini menggunakan dua indeks pasar: (1) (IHSG) (2) LQ 45.	

3.3. Pengujian Hipotesis 1: Kinerja Reksadana

Penelitian ini menggunakan tiga alat ukur kinerja reksadana yang meliputi indeks Jensen Alpha, indeks Treynor, dan indeks Sharpe. Masing-masing metode pengukuran dapat diukur dengan rumus sebagai berikut:

- a) Metode Jensen Alpha (Jensen, 1968): $\alpha = R_{RDit} - R_{Ft} - [\beta_{RD}(R_P - R_{Ft})]$
- b) Indeks Treynor, IT (Treynor, 1965): $IT = (R_{RD} - R_B) / \beta_{RD}$
- c) Indeks Sharpe, IS (Sharpe, 1966): $IS = (R_{RD} - R_B) / \sigma_{RD}$

Pengujian hipotesis 1 dilakukan dengan uji t satu sampel beda.

3.4. Pengujian Hipotesis 2: Konsistensi Urutan Kinerja Reksadana

Penggunaan dua pembandingan dan penggunaan tiga alat pengukur kinerja memerlukan uji validasi untuk mengetahui konsistensi urutan kinerja dari suatu reksadana. Uji ini bukan untuk mengukur apakah suatu sekuritas lebih baik atau lebih buruk dari pasar, melainkan apakah suatu sekuritas secara konsisten lebih baik atau lebih buruk dari pasar. Aspek ini sangat diperlukan untuk mengevaluasi kinerja reksadana. Pengujian hipotesis 2 tentang konsistensi urutan kinerja dilakukan dengan menggunakan uji Kendall's *coefficient of concordance* (W).

3.5. Pengujian Hipotesis 3: Persistensi Kinerja Reksadana

Studi ini mengadopsi pendekatan yang digunakan oleh Hendricks et al. (1993) yang menggunakan *autoregressive distribution lag model* dengan mempertimbangkan 12 *distribution lag model*. Model umum dari pengujian persistensi ini adalah:

$$AR_{RDit} = \delta_t + \sum \gamma_{t-k} AR_{RDit-k} + \mu$$

keterangan:

AR_{RDit} = *abnormal return* reksadana pada periode t

AR_{RDit-k} = *abnormal return* reksadana pada periode t.

Jumlah *lag* dalam model adalah 12 lag digunakan untuk menguji persistensi kinerja reksadana. Ke 12 tunggak waktu (*time lag*) dibagi menjadi tiga kluster yaitu 1-4 *lag*, 5-8 *lag*, dan 9-12 *lag*. Pendekatan ini digunakan untuk mengidentifikasi *inter-temporary lag* yang mungkin memiliki tanda koefisien yang berbeda pada setiap klusternya. Hipotesis 3 tentang persistensi diuji dengan uji t untuk koefisien parameter dan uji Wald untuk efek berganda pada tiap kluster tunggak waktu. Uji *Wald-statistic* (diaproksimasi dari distribusi F) digunakan untuk menguji signifikansi setiap kluster tunggak waktu. Koefisien parameter positif dan signifikan membuktikan terdapat persistensi kinerja reksadana. Teknik *Newey-West HAC Standard Errors & Covariance* digunakan untuk mengestimasi koefisien regresi. Teknik ini mampu mengeliminasi persoalan heteroskedastisitas dan auokorelasi dalam model regresi (Newey dan West, 1987).

4. Hasil dan Pembahasan

4.1. Evaluasi Kinerja Reksadana

Tabel 2 menyajikan ringkasan statistik deskriptif ukuran kinerja reksadana dan pengujian *t* satu sampel. Hampir seluruh ukuran reksadana menunjukkan kinerja positif mulai dari tahun 2004 hingga 2005. Indikator kinerja negatif ditunjukkan Indeks Treynor LQ45 pada tahun 2004 dan Indeks Treynor RM tahun 2005. Namun hasil uji *t* per tahun menunjukkan bahwa kedua hasil ukuran terbukti tidak signifikan atau tidak berbeda dengan nol. Hasil pengujian pada tahun 2004 menunjukkan bahwa tiga dari lima ukuran kinerja menunjukkan hasil signifikan. Namun pada tahun 2005 hanya dua indikator kinerja yang secara signifikan berbeda dari nol, bahkan pada tahun 2006 hanya satu indikator kinerja yang secara signifikan berbeda dari nol.

Trend penurunan kinerja ini merupakan dampak kelanjutan dari krisis reksadana pada tahun 2005. Walaupun demikian, secara keseluruhan hasil analisis masih menunjukkan kinerja reksadana positif, atau lebih baik dari *benchmark* (*return* pasar dan tingkat bunga bebas risiko). Hasil ini berbeda dengan penelitian Tandelilin (2004) yang menemukan kinerja reksadana lebih rendah dari *benchmark*. Hasil ini juga tidak sejalan dengan penelitian di negara lain yang menunjukkan kinerja reksadana lebih rendah daripada *benchmark* (Sharpe, 1966; Jensen, 1968; 1995; Gruber, 1996; Elton et al., 1996; Zhao, 2005; Levitts, 2005) juga di Malayisa (Isa, 2004) dan di Philipina (Bautista, 2004).

Kinerja reksadana dianalisis dengan uji *t* satu sampel. Ukuran kinerja reksadana (portofolio) yang digunakan dalam penelitian meliputi Indeks Sharpe, Indeks Treynor RM, Indeks Treynor LQ45, Indeks Jensen RM, dan Indeks Jensen LQ45. Return pasar berdasarkan IHSG (indeks harga saham gabungan) dan LQ45 digunakan untuk estimasi beta dan *return* pasar dalam mengukur kinerja berdasarkan Indeks Treynor dan Indeks Jensen. Jumlah sampel sebanyak 15 reksadana saham. Data yang digunakan adalah data rata-rata *return* harian. Sampel yang digunakan sebanyak 15 reksadana.

Tabel 2. Pengujian Kinerja Reksadana Saham

Ukuran Kinerja	2004				2005				2006		
	Mean	Deviasi Standar	t-hitung		Mean	Deviasi Standar	t-hitung		Mean	Deviasi Standar	t-hitung
Sharpe	0,136	0,053	9,923	***	0,077	0,061	4,885	***	0,085	0,305	1,082
Treynor RM	0,001	0,002	1,253		-0,000	0,004	-0,023		0,034	0,124	1,051
Treynor LQ45	-0,003	0,016	-0,637		0,000	0,004	0,092		0,008	0,024	1,298
Jensen RM	0,001	0,001	1,775	*	0,000	0,000	1,642		0,000	0,001	0,722
Jensen RLQ45	0,001	0,001	2,441	**	0,000	0,000	1,900	*	0,000	0,001	2,017

Keterangan: ***signifikan pada $\alpha=1\%$, **signifikan pada $\alpha=5\%$, *signifikan pada $\alpha=10\%$.

Pada sisi lain penelitian Grinbaltt dan Titman (1993) mengeluarkan efek *survivor bias* menunjukkan bahwa reksadana yang masih beroperasi terbukti memiliki kinerja lebih baik daripada pasar. Penelitian ini juga mengeliminasi sampel yang berpotensi *survivor bias* tersebut menunjukkan dukungan terhadap studi mereka. Hasil minimal menunjukkan bahwa reksadana tidak lebih rendah dari kinerja *benchmark* (suku bunga bebas risiko dan *return* pasar). Hasil kinerja reksadana superior terhadap kinerja pasar juga mendukung studi

Sawicki (2004) di Singapura dan studi Tirapat (2004) di Thailand. Dengan demikian, hasil ini memberikan dukungan terhadap hipotesis 1 bahwa kinerja reksadana lebih baik dari kinerja pasar.

4.2. Analisis Konsistensi Urutan Kinerja Reksadana

Tabel 3 menunjukkan pengujian konsistensi urutan kinerja reksadana dengan menggunakan koefisien konkordan Kendall W. Nilai berkisar antara 0 hingga 1. Semakin tinggi W semakin konsisten urutan kinerja reksadana yang diukur dari berbagai alat ukur yang berbeda. Analisis hasil pengujian konsistensi menunjukkan bahwa pada semua periode mulai 2004 hingga 2006 nilai W berkisar antara 53,8% (Model 1 pada tahun 2005) hingga 84% (Model 1 dan 2 pada tahun 2004). Hasil uji menunjukkan bahwa semua periode analisis dan semua model analisis terbukti signifikan pada tingkat probabilitas 1%. Hasil ini mendukung penelitian Peterson dan Rice (1980) yang juga membuktikan bahwa terdapat urutan kinerja reksadana yang konsisten walaupun kinerja diukur dengan beberapa ukuran kinerja dan beberapa *benchmark*.

Risiko total terdiri dari risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Risiko sistematis tidak dapat dihilangkan, sedangkan risiko tidak sistematis dapat diminimalkan melalui diversifikasi yang efisien, sehingga risiko total yang tersisa adalah risiko sistematisnya. Dengan demikian risiko reksadana telah dikelola dengan efisien bila risiko total sama dengan risiko sistematis, karena risiko unik telah terdiversifikasi dengan baik. Urutan kinerja reksadana yang konsisten menunjukkan bahwa pengelolaan risiko reksadana telah dilakukan secara efisien. Indeks Treynor menekankan pada risiko sistematis, indeks Sharpe menekankan pada risiko total, Bila urutan kinerja tidak konsisten, berarti pengelolaan reksadana belum mampu mengeliminasi risiko unik dari portofolio yang dibentuk.

Konsistensi kinerja diukur dengan *coefficient of concordance* Kendall's W dengan aproksimasi distribusi Chi-square. Tiga model pengujian konsistensi *ranking* kinerja reksadana meliputi: (i) Model 1 terdiri dari Indeks Sharpe, Indeks Treynor RM, dan Indeks Jensen RM; (ii) Model 2 terdiri dari Indeks Sharpe, Indeks Treynor LQ45, dan Indeks Jensen LQ45; (iii) Model 3 terdiri dari Indeks Sharpe, Indeks Treynor RM, Indeks Treynor LQ45, Indeks Jensen RM, dan Indeks Jensen LQ45. Sampel terdiri dari 15 reksadana saham.

Tabel 3. Analisis Konsistensi Urutan Kinerja Reksadana

Tahun	Model 1		Model 2		Model 3	
	Kendall's W	Chi-Square	Kendall's W	Chi-Square	Kendall's W	Chi-Square
2004	0,840	25,200 ***	0,840	25,200 ***	0,721	43,253 ***
2005	0,538	16,133 ***	0,591	17,733 ***	0,589	35,360 ***
2006	0,591	17,733 ***	0,591	17,733 ***	0,646	38,773 ***

Keterangan: ***signifikan probabilitas 1%

4.3. Analisis Persistensi Kinerja Reksadana

Tabel 4 menyajikan hasil analisis model autoregresif distribusi tunggal waktu (*autoregressive distribution lag model*). Model ini digunakan untuk menguji persistensi kinerja reksadana. Dua model autoregresif mengacu pada

perhitungan *abnormal return* dengan *benchmark* (pembanding) indeks harga saham gabungan (IHSG) (ARM) dan *abnormal return* dengan pembanding LQ45. Hasil analisis menunjukkan bahwa terdapat lebih banyak koefisien positif dan signifikan daripada koefisien negatif (catatan, konstanta tidak dipertimbangkan dalam evaluasi persistensi). Walaupun tidak setiap tunggak waktu menunjukkan hasil signifikan, namun beberapa hasil signifikan menunjukkan bahwa terdapat pergerakan positif yang mendukung hipotesis persistensi. Hasil koefisien bertanda positif dan signifikan pada analisis tunggak waktu bulan 1 dan 2 menunjukkan bahwa terdapat persistensi kinerja reksadana dalam jangka pendek. Analisis kluster tunggak waktu (*time lag*) per kluster (4 bulanan) menunjukkan hasil yang unik. Kesesuaian tunggak waktu berdasarkan kluster diuji dengan menggunakan uji Wald yang diaproksimasi dari distribusi F.

Tabel 4 menunjukkan bahwa kluster 1-4 bulan dan 9-12 bulan terbukti signifikan pada tingkat 1%, namun kluster 5-8 bulan tidak terbukti signifikan. Secara umum, kluster 1-4 bulan dan kluster 9-12 bulan didominasi oleh tunggak waktu *abnormal return* dengan koefisien positif. Dengan demikian hasil ini secara parsial mendukung hipotesis bahwa terdapat persistensi kinerja reksadana. Hasil ini berbeda dengan beberapa studi di beberapa negara di Asia Tenggara yang menemukan terdapat persistensi negatif antara lain di Indonesia (Tandelilin, 2004) di Malaysia (Isa, 2004) dan di Philipina (Bautista, 2004).

Persistensi merupakan indikasi bahwa reksadana dikelola oleh manajer yang handal, sehingga kinerja saat ini diharapkan dapat dipertahankan bahkan ditingkatkan di masa datang, atau dikenal dengan fenomena *hot hand*. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa terdapat fenomena *hot hand* atau persistensi di Indonesia. Dengan demikian penelitian ini konsisten dengan temuan studi empiris di negara-negara maju (Grinblatt dan Titman, 1992; 1993; Hendricks et al., 1993; Malkiel, 1995; Brown dan Goetzmann 1995; Grinblatt, Titman, dan Wermers, 1995; Gruber 1996; Elton et al., 1996; serta Charhart (1997).

Tabel ini menyajikan dua model untuk menguji persistensi kinerja reksadana: a) Model ARM (*abnormal return* yang disesuaikan dari Indeks Harga Saham Gabungan; dan b) Model ARLQ (*abnormal return* yang disesuaikan dari Indeks LQ45. Persistensi diuji dengan model tunggak waktu distribusi autoregresif (*autoregressive distribution lag model*) selama 12 bulan dengan menggunakan teknik *Newey-West HAC Standard Errors & Covariance*. Data panel terdiri data bulanan mulai Januari 2004 hingga Desember 2006 dan dengan sampel 15 reksadana.

Tabel 4. Analisis Persistensi Kinerja Reksadana

Variabel Independen	Variabel Dependen ARM		Variabel Independen	Variabel Dependen ARM	
	Koef.	t-hitung		Koef.	t-hitung
Konstanta	-0,003	-1,579	Konstanta	-0,003	-1,943 *
ARM_1	0,198	2,722 ***	ARLQ_1	0,125	1,648 *
ARM_2	0,085	1,769 *	ARLQ_2	0,094	1,869 *
ARM_3	0,009	0,112	ARLQ_3	-0,030	-0,331
ARM_4	-0,016	-0,254	ARLQ_4	0,021	0,357
ARM_5	0,112	1,793 *	ARLQ_5	0,074	1,488
ARM_6	-0,015	-0,648	ARLQ_6	-0,019	-0,811
ARM_7	-0,025	-0,993	ARLQ_7	-0,005	-0,156
ARM_8	0,056	1,425	ARLQ_8	0,066	1,543
ARM_9	0,111	3,394 ***	ARLQ_9	0,102	3,336 ***
ARM_10	-0,060	-2,168 **	ARLQ_10	-0,044	-1,256
ARM_11	-0,016	-0,791	ARLQ_11	-0,029	-1,258
ARM_12	0,039	1,412	ARLQ_12	0,038	1,216
R^2	12,65%		R^2	8,48%	
<i>Adjusted R²</i>	9,63%		<i>Adjusted R²</i>	5,32%	
Persistensi Kisar Bulan	F-hitung		Persistensi Kisar Bulan	F-hitung	
1 hingga 12 bulan	4,187 ***		1 hingga 12 bulan	2,679 ***	
1 hingga 4 bulan	4,603 ***		1 hingga 4 bulan	2,623 **	
5 hingga 8 bulan	1,235		5 hingga 8 bulan	1,015	
9 hingga 12 bulan	6,682 ***		9 hingga 12 bulan	5,922 ***	

Keterangan: ***signifikan pada $\alpha=1\%$, **signifikan pada $\alpha=5\%$, *signifikan pada $\alpha=10\%$.

4.4. Kesimpulan

Krisis reksadana pada tahun 2005 meninggalkan trauma bagi investor yang baru mengenal pasar reksadana. Penelitian ini berusaha menjawab permasalahan a) apakah kinerja reksadana lebih rendah daripada benchmark (*return* pasar dan tingkat bunga bebas risiko); b) apakah pengelolaan risiko reksadana telah dilakukan dengan efisien sehingga memberikan hasil yang urutan kinerja yang konsisten sehingga memudahkan investor dalam memilih reksadana berdasarkan urutan kinerjanya; dan c) apakah terdapat persistensi kinerja yang dapat memperkuat keyakinan investor bahwa kinerja reksadana semakin baik di masa datang.

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa secara umum reksadana memiliki kinerja yang lebih baik dari kinerja pembanding (*return* pasar maupun suku bunga bebas risiko). Hasil penelitian menunjukkan bahwa urutan kinerja reksadana yang diukur dengan beberapa indikator ukuran kinerja terbukti memiliki konsistensi yang relatif tinggi. Hasil analisis juga membuktikan bahwa terdapat persistensi reksadana di Indonesia. Berdasarkan hasil penelitian ini dapat disimpulkan bahwa terdapat konsistensi dan persistensi kinerja reksadana yang superior terhadap kinerja pembanding. Dengan demikian persoalan krisis reksadana pada tahun 2005 sesungguhnya tidak relevan dengan isu kinerja reksadana yang inferior, tidak konsisten dan cenderung tidak persisten. Persoalan yang perlu dikaji dalam studi lebih lanjut disarankan mengarah pada isu psikologis investor reksadana yang cenderung lebih bermental penabung daripada investor. Sebagai penabung mereka mengharapkan pendapatan tetap

yang tidak mengurangi dana yang mereka simpan di bank, sedangkan sebagai investor terdapat konsekuensi dana yang diinvestasikan berkurang karena penurunan kinerja suatu aset.

Daftar Pustaka

- Bautista, C.C., 2004, Development and Performance of the Philippine Mutual Fund Industry, in the Report of Collaborative Research Programme in Economic Security: *Development and Performance of Mutual Funds in Five ASEAN Countries: Indonesia, Malaysia, the Philippines, Singapore, and Thailand*, Edited by Mansor Isa. ASEAN University Network.
- Brown, S.J., dan N.G. William, 1995, Performance Persistence, *Journal of Finance* 50, 679-698.
- Daniel, K., G. Mark, T. Sheridan dan W. Russ, 1997, Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-Based Benchmarks, *Journal of Finance* 52 (3), 1035-1058.
- Elton, E.J., J.G. Martin dan B. Christopher, 1996, Survivorship bias and mutual fund performance, *Review of Financial Studies* 9(4), 1097-1120.
- Fama, E.F., 1965, The Behavior of Stock Market Prices, *Journal of Business* 38, 34-105.
- Fama, E.F., 1970, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance* 25 (2), 383-417.
- Grinblatt, M. dan T. Sheridan, 1989, Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings, *Journal of Business* 62 (3), 393-415.
- Grinblatt, M. dan T. Sheridan, 1992, The Persistence of Mutual Fund Performance, *Journal of Finance* 47, 1977-1984.
- Grinblatt, M. dan T. Sheridan, 1993, Performance measurement without benchmarks: An Examination of Mutual Fund Return, *Journal of Business* 66, 47-68.
- Grinblatt, M., T. Sheridan dan W. Russ, 1995, Momentum investment strategies, portfolio performance, and herding, A Study of Mutual Fund Behavior, *American Economics Review* 85, 1088-1105.
- Gruber, M.J., 1996, Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds, *Journal of Finance* 51, 783-810.
- Hendricks, D., P. Jayendu dan Z. Richard, 1993, Hot Hands in Mutual Funds: Short-run Persistence of Performance, 1974-1988, *Journal of Finance* 48, 93-130.
- Ippolito, R.A., 1989, Efficiency With Costly Information: A Study of Mutual Fund Performance, 1965-1984, *Quarterly Journal of Economics* 104 (1), 1-23.
- Isa, M., 2004, Development and Performance of Unit Trust in Malaysia, in the Report of Collaborative Research Programme in Economic Security: *Development and Performance of Mutual Funds in Five ASEAN Countries: Indonesia, Malaysia, the Philippines, Singapore, and Thailand*, Edited by Mansor Isa. ASEAN University Network.
- Jensen, M.C., 1968, The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964, *Journal of Finance* 38 (2), 389-416.

- Levitts, J.C., 2005, Do Mutual Fund Performance and Expense Structure Influence Minimum Investment Amounts? *Working Paper*.
- Malkiel, B.G., 1995, Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991, *Journal of Finance* 50 (2), 549-572.
- Newey, W., dan W. Kenneth, 1987, a simple positive semi-definite, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix, *Econometrica* 55, 703-708.
- Peterson, D. dan L.R. Michael, 1980, A Note on Ambiguity in Portfolio Performance Measures, *Journal of Finance* 35 (5), 1251-1256.
- Roll, R., 1978, Ambiguity When Performance is Measured by the Securities Market Line, *Journal of Finance* 33, 1051-1069.
- Sawicki, J., 2004, Development and Performance of Indonesian Mutual Fund, in the Report of Collaborative Research Programme in Economic Security: *Development and Performance of Mutual Funds in Five ASEAN Countries: Indonesia, Malaysia, the Philippines, Singapore, and Thailand*, Edited by Mansor Isa. ASEAN University Network
- Tandelilin, E., 2004, Development and Performance of Indonesian Mutual Fund, in the Report of Collaborative Research Programme in Economic Security: *Development and Performance of Mutual Funds in Five ASEAN Countries: Indonesia, Malaysia, the Philippines, Singapore, and Thailand*, Edited by Mansor Isa. ASEAN University Network.
- Tirapat, S., 2004, Development and Performance of Mutual Funds in Thailand, in the Report of Collaborative Research Programme in Economic Security: *Development and Performance of Mutual Funds in Five ASEAN Countries: Indonesia, Malaysia, the Philippines, Singapore, and Thailand*, Edited by Mansor Isa. ASEAN University Network.
- Treynor, J.L., 1965, How to Rate Management of Investment Funds, *Harvard Business Review* 43, 63-75.
- Volkman, D.A., 1999, Market Volatility and Perverse Timing Performance of Mutual Fund Managers, *Journal of Financial Services Research* 22 (4), 449-470.
- Wermers, R., 2000, Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transaction Costs, and Expenses, *Journal of Finance* 55 (4), 1655-1695.
- Zhao, Y., 2005, A Dynamic Model of Active Portfolio Management and Mutual Fund ance Evaluation, *Working Paper*.