

PERSISTENSI KINERJA REKSA DANA SAHAM DI BURSA EFEK INDONESIA

Waelan

Jurusan Administrasi Niaga Politeknik Negeri Bali

e-mail: waelan_pnb@yahoo.com

Abstract

The purpose of this article is to analyze performance persistence of equity mutual fund in Indonesian Stock Exchange (IDX) from January 1st 2002 to December 31st 2007 by applying single factor performance model (Jensen Model) for performance measurement and Pearson correlation for persistence measurement.

There are performance persistence for monthly, quarterly, semi annually, annually, every two years, and three years. Short-term performance proved a little use to predicting respective performance. Long-term performance can be useful to predicting respective performance.

Keywords: *Equity mutual fund, performance persistence, Jensen model, and Pearson correlation.*

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis persistensi kinerja dari reksa dana pada Bursa Efek Indonesia dari 1 Januari 2002 hingga 31 Desember 2007 dengan menggunakan model kinerja faktor tunggal (model Jensen) untuk pengukuran kinerja dan korelasi Pearson untuk pengukuran persistensi.

Terdapat persistensi kinerja untuk periode bulanan, per seperempat tahun, per setengah tahun, per tahun dan per tiga tahun. Kinerja jangka pendek terbukti hanya memberikan sedikit manfaat untuk meramalkan kinerja periode berikutnya. Sedangkan kinerja jangka panjang dapat digunakan untuk meramalkan kinerja pada periode berikutnya.

Kata kunci: *reksa dana, persistensi kinerja, model Jensen, dan korelasi Pearson.*

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Bapepam membedakan reksa dana menjadi empat, yaitu: reksa dana saham, reksa dana pasar uang, reksa dana pendapatan tetap, dan reksa dana campuran. Reksa dana saham menanamkan dana yang dikelolanya sekurang-kurangnya 80% berbentuk saham atau ekuitas yang mana jenis ini cocok untuk investasi jangka panjang karena mempunyai risiko yang lebih tinggi dengan *expected return* yang lebih besar pula. Reksa dana pasar uang hanya menanamkan dananya pada instrumen pasar uang dengan jangka waktu kurang dari satu tahun. Reksa dana pendapatan tetap mengambil kebijakan investasi dengan tujuan mempertahankan nilai awal modal dan memperoleh pendapatan yang tetap, yaitu

menanamkan dalam efek yang bersifat utang minimal 80% dari nilai aktivasinya dan sisanya dapat diinvestasikan pada efek lain dan pasar uang. Sedangkan reksa dana campuran memiliki kebebasan menginvestasikan dananya, yang berarti memberi kebebasan kepada manajer investasi dalam membentuk portofolio dimana dalam waktu tertentu bisa dengan mayoritas saham dan dapat mengubahnya dengan mayoritas efek yang bersifat utang atau obligasi ataupun lainnya.

Investasi dalam reksa dana menunjukkan hasil yang bervariasi sehingga tidak ada jaminan bahwa berinvestasi pada reksa dana akan menghasilkan *return* yang lebih tinggi dibandingkan berinvestasi secara langsung, demikian juga sebaliknya. Namun umumnya investor dihadapkan pada kendala-kendala

seperti kecukupan modal dan ketersediaan waktu dan pengetahuan dalam pengelolaan portofolio sehingga investasi pada reksa dana merupakan alternatif pilihan. Investasi dalam reksa dana dapat memberikan keuntungan bagi investor karena dengan menggunakan dana yang terbatas dapat memiliki suatu portofolio yang terdiversifikasi sehingga memungkinkan pendapatan yang lebih baik. Keinginan investor untuk memperoleh pendapatan yang lebih baik antara lain juga memerlukan informasi yang diharapkan bisa digunakan untuk meramalkan kinerja pada masa mendatang.

Tujuan Penelitian

Informasi yang sering tersedia bagi calon investor sebelum mengambil keputusan berinvestasi pada reksa dana antara lain adalah nilai aktiva bersih masing-masing reksa dana. Jika dibandingkan dengan pendapatan dari investasi bebas risiko yang informasinya juga tersedia, akan memberikan gambaran yang lebih jelas bagi calon investor. Namun calon investor juga perlu mengetahui peranan informasi-informasi itu terhadap kinerja reksa dana dan adanya hubungan kinerja reksa dana pada periode tertentu dengan kinerja reksa dana tersebut pada periode berikutnya. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui adanya persistensi kinerja reksa dana saham di BEI.

KAJIAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Kajian Teori

Kinerja merupakan *abnormal return* reksa dana saham, dimana untuk *abnormal return* bulanan, tiga bulanan, enam bulanan, dan tahunan dihitung menggunakan Jensen Model. Sedangkan untuk *abnormal return* dua tahunan dan tiga tahunan merupakan *return* reksa dana saham dikurangi *return* pasar.

Penghitungan kinerja dengan menggunakan *the capital assets pricing model* (CAPM) yang dikembangkan oleh Jensen pada tahun 1966 berintikan bahwa *return* portofolio dapat diestimasi sebagai fungsi *linear* dari risiko sistimatis, *return* nyata dalam portofolio pasar, tingkat *return* bebas

risiko, dan *random error*. Jensen model adalah sebagai berikut:

$$R_{Pt} - R_{Ft} = \alpha_p + \beta_p(R_{Mt} - R_{Ft}) + \varepsilon_{Pt} \dots\dots\dots (1)$$

dimana:

R_{Pt} = *return* reksa dana p pada waktu t

R_{Ft} = *return* bebas risiko pada waktu t

R_{Mt} = *return* pasar pada waktu t

ε_{Pt} = error term

Jensen Alpha (α) mengukur *excess return* diatas *return* bebas risiko yang disesuaikan terhadap risiko pasar (Gregoriou, 2003), merupakan pengukuran kinerja relatif terhadap ukuran kinerja pasar yang digunakan.

Penelitian Grinblatt dan Titman (1992), Hendricks dkk. (1993) dan Volkman dan Wohar (1995) menunjukkan bahwa kinerja *return* sebelumnya dari masing-masing reksa dana adalah sebuah peramal yang signifikan untuk kinerja berikutnya. Bers (1998) menyebutkan adanya persistensi dapat diuji dengan membandingkan ukuran kinerja selama periode evaluasi terhadap ukuran kinerja selama periode kepemilikan. Bauer dkk. (2006) menyebutkan bahwa hipotesis dari persistensi kinerja adalah reksa dana dengan *return* di atas rata-rata dalam suatu periode (*selection period*) akan memiliki juga *return* di atas rata-rata periode berikutnya (*respective period*). Sedangkan Keswani dan Stolin (2006) menyatakan ukuran dari persistensi kinerja reksa dana adalah seberapa tinggi kinerja dalam satu periode (*the ranking period*) berlanjut ke periode berikutnya (*the evaluation period*). Persistensi kinerja merupakan keberlanjutan kinerja, dimana reksa dana yang *outperformed* dalam suatu periode *outperformed* pula pada periode berikutnya, dan reksa dana yang *underperformed* dalam suatu periode *underperformed* pula pada periode berikutnya.

Analisis persistensi dilakukan dengan menggunakan tiga langkah. Pertama, membagi periode sampel kedalam sub periode yang dibutuhkan. Kedua, menghitung kinerja masing-masing portofolio untuk masing-masing sub periode. Ketiga, mengestimasi hubungan kinerja portofolio suatu periode

terhadap kinerja portofolio periode berikutnya. Model korelasi yang digunakan dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\rho(R_{Kt}, R_{Kt+1}) \dots\dots\dots (2)$$

Dimana:

ρ = koefisien korelasi

R_{Kt} = kinerja sejumlah k portofolio waktu t.

R_{Kt+1} = kinerja sejumlah k portofolio waktu t+1.

Jika ρ positif dan signifikan menandakan terdapat persistensi kinerja, dimana kinerja suatu periode berhubungan positif dengan kinerja berikutnya.

Pengembangan Hipotesis

Casarin dkk. (2005) meneliti 71 reksa dana saham yang dikategorikan sebagai 'Azionari Italia' dari Januari 1997 sampai Desember 2000. Sampel yang terdiri dari 176 minggu dibagi kedalam 44 sub periode masing-masing 4 minggu, dengan temuannya adalah bahwa investor reksa dana saham mendapat keuntungan dari memilih reksa dana berdasarkan pada kinerja *risk-adjusted* sebelumnya atau memanfaatkan persistensi kinerja untuk penilaian kinerja 4 mingguan. Huij dan Verbeek (2005) memakai data *return* bulanan reksa dana di Amerika Serikat dari tahun 1962 sampai dengan 2003 hasilnya menunjukkan dengan menggunakan periode kinerja bulanan ditemukan adanya persistensi kinerja reksa dana saham. Penelitian persistensi kinerja reksa dana saham ini mengajukan hipotesis:

H1: Kinerja bulanan reksa dana saham di Bursa Efek Indonesia mengalami persistensi.

Penelitian Cortez dkk. (1999) memakai data reksa dana saham tahun 1994 sampai dengan 1998 dari The Portuguese equity fund market menemukan bukti kuat adanya persistensi kinerja reksa dana saham untuk analisis kinerja jangka pendek (triwulanan). Penelitian ini mengajukan hipotesis:

H2: Kinerja tiga bulanan reksa dana saham di Bursa Efek Indonesia mengalami persistensi.

Memakai data reksa dana di Finlandia dari tanggal 1 Januari 1995 sampai dengan 31 Desember 1998, Sandvall (2000) menganalisis periode kinerja 6 bulanan menemukan bukti bahwa terdapat persistensi kinerja untuk semua jenis reksa dana, yaitu reksa dana saham, reksa dana pendapatan tetap dan reksa dana berimbang. Bauer dkk. (2006) mengadakan penelitian tentang pengukuran kinerja dan persistensi kinerja reksa dana di New Zealand dengan memakai data Januari 1990 sampai dengan September 2003 yang terdiri dari 30 reksa dana ekuitas domestik, 63 reksa dana ekuitas internasional, dan 50 reksa dana multisektor menemukan bukti yang kuat tentang terdapatnya persistensi kinerja reksa dana untuk jangka pendek (6 bulan) untuk semua jenis reksa dana. Penelitian ini mengajukan hipotesis:

H3: Kinerja enam bulanan reksa dana saham di Bursa Efek Indonesia mengalami persistensi.

Elton dkk. (1996) dengan memakai sampel 188 reksa dana di Amerika Serikat dari tahun 1977 sampai dengan tahun 1993 yang didapat dari Investment Company Data Inc. dan Interactive Data Corporation menemukan bahwa reksa dana saham yang telah lewat membawa informasi kedepan dimana alpha untuk analisis kinerja 1 tahun dan 3 tahun menyampaikan informasi tentang kinerja berikutnya. Droms dan Walker (2001) memakai data reksa dana saham sebanyak 529 dari tahun 1977 sampai dengan 1996 dan hanya 28 reksa dana yang berhenti selama masa itu menemukan adanya persistensi kinerja reksa dana saham untuk jangka pendek (1 tahun), tetapi tidak terdapat persistensi untuk periode 2 tahun, 3 tahun, dan 4 tahun. Bauer dkk. (2006) dengan penelitiannya tentang pengukuran kinerja dan persistensi kinerja reksa dana di New Zealand memakai data Januari 1990 sampai dengan September 2003 menemukan tidak terdapatnya persistensi kinerja reksa dana untuk analisis periode kinerja 2 tahun. Vicente dan Ferruz (2005) dengan memakai seluruh reksa dana Spanyol yang menginvestasikan sebagian besar

dananya pada saham dalam negeri dari Juli 1994 sampai dengan Juni 2002 menemukan persistensi kinerja untuk periode pertama dari dua periode 32 bulan (Juli 1994 – Februari 1997) dan (Maret 1997 – Oktober 1999), dimana reksa dana yang berkinerja baik pada Juli 1994 – Februari 1997 juga berkinerja baik pada Maret 1997 – Oktober 1999. Tetapi ketika membandingkan kinerja periode Nopember 1999 – Juni 2002 terhadap kinerja Maret 1997 – Oktober 1999 tidak terbukti adanya persistensi kinerja. Penelitian Krueger dan Callaway (1995) dengan memakai data 41 reksa dana *aggressive growth*, 50 reksa dana *growth*, dan 34 reksa dana *equity income* yang masing-masing memiliki data minimal 6 tahun, menganalisis persistensi kinerja untuk periode kinerja 3 tahun terhadap reksa dana saham dan hasilnya kemungkinannya sangat kecil dapat dipergunakan untuk memprediksi kinerja 3 tahun berikutnya. Penelitian ini mengajukan hipotesis:

H4: Kinerja tahunan reksa dana saham di Bursa Efek Indonesia mengalami persistensi.

H5: Kinerja dua tahunan reksa dana saham di Bursa Efek Indonesia tidak mengalami persistensi.

H6: Kinerja tiga tahunan reksa dana saham di Bursa Efek Indonesia tidak mengalami persistensi.

METODE PENELITIAN

Data dan Sampel

Penelitian ini memakai data reksa dana saham yang beredar di BEI dengan periode penelitian selama 6 tahun, mulai 1 Januari 2002 sampai dengan 31 Desember 2007. Data yang dipakai merupakan data harian yang diolah menjadi data bulanan, tiga bulanan, enam bulanan, tahunan, dua tahunan, dan tiga tahunan. Data meliputi nilai aktiva bersih (NAB), pendapatan, indeks harga saham gabungan (IHSG), dan suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI). Reksa dana saham yang dijadikan sampel penelitian meliputi semua reksa dana saham yang beredar penuh selama periode penelitian.

Pengukuran Variabel

1. Menghitung *return* bulanan masing-masing reksa dana saham:

$$R_{Pt} = (NAB_{Pt} - NAB_{Pt-1}) / NAB_{Pt-1}$$

Dimana:

R_{Pt} = *return* reksa dana saham p bulan t.

NAB_{Pt} = NAB reksa dana saham p akhir bulan t

NAB_{Pt-1} = NAB reksa dana saham p akhir bulan t-1

2. Menghitung *return* bulanan investasi bebas risiko:

$$R_{Ft} = SBI_t / 12$$

Dimana:

R_{Ft} = *Return* investasi bebas risiko bulan t.

SBI_t = Suku bunga tahunan SBI bulan t

3. Menghitung *return* bulanan pasar:

$$R_{Mt} = (IHSG_t - IHSG_{t-1}) / IHSG_{t-1}$$

dimana:

R_{Mt} = *Return* pasar bulan t

$IHSG_t$ = IHSG akhir bulan t

$IHSG_{t-1}$ = IHSG akhir bulan t-1

Pengukuran variabel untuk data tiga bulanan, enam bulanan, tahunan, dua tahunan dan tiga tahunan menggunakan model-model di atas dengan menyesuaikan unsur waktunya.

Metode Analisis

Pengujian hipotesis 1 meliputi langkah-langkah: menghitung *return* bulanan untuk masing-masing reksa dana saham, menghitung *return* bulanan investasi bebas risiko, menghitung *return* bulanan pasar, melakukan estimasi fungsi kinerja bulanan reksa dana saham menggunakan model (1) memakai data *pooled* mencakup semua reksa dana saham selama periode penelitian, menghitung kinerja bulanan masing-masing reksa dana saham berdasarkan fungsi kinerja yang didapatkan, menguji persistensi kinerja bulanan menggunakan model (2) memakai data *pooled*. Hipotesis 1 diterima jika ρ positif dan signifikan.

Pengujian hipotesis 2 meliputi langkah-langkah: menghitung *return* tiga bulanan untuk masing-masing reksa dana saham, menghitung *return* tiga bulanan investasi bebas risiko, menghitung *return* tiga bulanan pasar, mengestimasi fungsi kinerja tiga bulanan reksa

dana saham menggunakan model (1) memakai data *pooled*, menghitung kinerja tiga bulanan masing-masing reksa dana saham berdasarkan fungsi kinerja yang didapatkan, menguji persistensi kinerja tiga bulanan menggunakan model (2) memakai data *pooled*. Hipotesis 2 diterima jika ρ positif dan signifikan.

Pengujian hipotesis 3 meliputi langkah-langkah: menghitung *return* enam bulanan untuk masing-masing reksa dana saham, menghitung *return* enam bulanan investasi bebas risiko, menghitung *return* enam bulanan pasar, mengestimasi fungsi kinerja enam bulanan reksa dana saham menggunakan model (1) memakai data *pooled*, menghitung kinerja enam bulanan masing-masing reksa dana saham berdasarkan fungsi kinerja yang didapatkan, menguji persistensi kinerja enam bulanan menggunakan model (2) memakai data *pooled*. Hipotesis 3 diterima jika ρ positif dan signifikan.

Pengujian hipotesis 4 meliputi langkah-langkah: menghitung *return* tahunan untuk masing-masing reksa dana saham, menghitung *return* tahunan investasi bebas risiko, menghitung *return* tahunan pasar, mengestimasi fungsi kinerja tahunan reksa dana saham menggunakan model (1) memakai data *pooled*, menghitung kinerja tahunan masing-masing reksa dana saham berdasarkan fungsi kinerja yang didapatkan, menguji persistensi kinerja tahunan menggunakan model (2) memakai data *pooled*. Hipotesis 4 diterima jika ρ positif dan signifikan.

Pengujian hipotesis 5 meliputi langkah-langkah: menghitung *return* dua tahunan untuk masing-masing reksa dana saham, menghitung *return* dua tahunan pasar, menghitung kinerja dua tahunan masing-masing reksa dana saham dimana kinerja sama dengan *return* reksa dana dikurangi *return* pasar, menguji persistensi kinerja dua tahun pertama dengan dua tahun kedua menggunakan model (2) memakai data *cross section*, menguji persistensi kinerja dua tahun kedua dengan dua tahun ketiga menggunakan model (2) memakai data *cross section*. Hipotesis 5 diterima jika ρ yang dihasilkan dari kedua uji persistensi tersebut tidak ada yang positif dan signifikan.

Pengujian hipotesis 6 meliputi langkah-langkah: menghitung *return* tiga tahunan reksa dana saham, menghitung *return* tiga tahunan pasar, menghitung kinerja tiga tahunan masing-masing reksa dana saham dimana kinerja sama dengan *return* reksa dana dikurangi *return* pasar, menguji persistensi kinerja tiga tahun pertama dengan tiga tahun kedua menggunakan model (2) memakai data *cross section*. Hipotesis 6 diterima jika ρ yang dihasilkan tidak positif dan signifikan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Penelitian

Data yang diperlukan dalam penelitian ini meliputi NAB reksa dana saham, pendapatan, suku bunga tahunan SBI dan IHSG BEI didapatkan dari Pusat Data Bisnis dan Ekonomi (PDBE), Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Gajah Mada. Data yang didapatkan berupa data harian dalam format Excell. Jumlah reksa dana saham yang beredar terdapat perkembangan, yakni pada 1 Januari 2002 sebanyak 22 reksa dana saham dan pada 31 Desember 2007 sebanyak 54 reksa dana saham. Reksa dana saham yang beredar penuh selama periode penelitian sebanyak 11 reksa dana saham.

Screening data dilakukan untuk mendapatkan nilai residual berdistribusi normal dengan menentukan *data outlier* sebesar 2,5 standar deviasi untuk sampel kecil (kurang dari 80) dan 3 standar deviasi untuk sampel 80 atau lebih (Hair dalam Imam Ghozali, 2006). Uji normalitas data menggunakan Kosmogorov-Smirnov (KS). Estimasi regresi *data pooled* menggunakan *ordinary least square (OLS)*. Estimasi korelasi menggunakan korelasi Pearson. Korelasi Pearson untuk bivariate mensyaratkan data berdistribusi normal (Santoso, 2008). Uji normalitas, estimasi regresi, dan estimasi korelasi menggunakan bantuan *software* Eviews 4.1 dan SPSS 14.0.

Rangkuman hasil analisis yang meliputi penentuan sampel, normalitas data, fungsi kinerja, dan normalitas kinerja terdapat dalam tabel 1. Sedangkan estimasi korelasi untuk mengetahui hubungan antara kinerja suatu periode dengan kinerja periode berikutnya terdapat dalam tabel 2.

Tabel 1 : Hasil analisis kinerja reksa dana saham

Kinerja	Return				Kinerja				Korelasi Pearson			
	Sampel	Outlier	Observasi	Uji KS Nilai	Sampel	Outlier	Observasi	Uji KS Nilai				
Bulanan	792	18	774	1.167	0,13	(R _p t-R _f t) = -0,016 + 0,928(R _m t-R _f t)	763	13	750	1,275	0,08	Tabel 2
						Kinerja = (R _p t-R _f t) + 0,016 - 0,928(R _m t-R _f t)						
Tiga Bulanan	264	-	264	1.246	0,09	(R _p t-R _f t) = -0,209 + 0,945(R _m t-R _f t)	253	-	253	1,039	0,23	Tabel 2
						Kinerja = (R _p t-R _f t) + 0,209 - 0,945(R _m t-R _f t)						
Enam Bulanan	132	-	132	1.251	0,09	(R _p t-R _f t) = 0,296 + 0,888(R _m t-R _f t)	121	-	121	1,037	0,23	Tabel 2
						Kinerja = (R _p t-R _f t) - 0,296 - 0,888(R _m t-R _f t)						
Tahunan	66	-	66	1.345	0,06	(R _p t-R _f t) = 2,879 + 0,803(R _m t-R _f t)	55	-	55	0,931	0,31	Tabel 2
						Kinerja = (R _p t-R _f t) - 2,879 - 0,803(R _m t-R _f t)						
Dua Tahun Pertama-Kedua							11	-	11	0,409	0,99	Tabel 2
Dua Tahun Kedua-Ketiga							11	-	11	0,470	0,98	Tabel 2
Tiga Tahun Pertama-Kedua							11	-	11	0,478	0,98	Tabel 2

Tabel 2: Matriks korelasi kinerja reksa dana saham di Bursa Efek Indonesia dengan model korelasi $\rho(R_{kt}, R_{kt+1})$ menggunakan korelasi Pearson, pairwise, dua sisi.

Kinerja	Bulan	Bulan Berikutnya	Tiga Bulan	Tiga Bulan Berikutnya	Enam Bulan	Enam Bulan Berikutnya	Tahunan	Tahunan Berikutnya	Dua Tahunan Pertama (2002-2003)	Dua Tahunan Kedua (2004-2005)	Dua Tahunan Ketiga (2006-2007)	Tiga Tahunan Pertama (2002-2004)	Tiga Tahunan Kedua (2005-2007)
Bulan	1	0.11**	-0.04	-0.10	0.03	0.10	-0.12	0.02	-0.37	-0.58	-0.19	-0.48	-0.39
Bulan	750	0.00	0.55	0.14	0.72	0.27	0.40	0.89	0.37	0.13	0.65	0.23	0.34
Bulan	0.11**	1	-0.11	-0.08	0.04	-0.03	-0.04	-0.16	-0.64	-0.41	-0.70	-0.63	-0.61
Bulan	0.00	0.00	1	0.20	0.70	0.79	0.77	0.27	0.09	0.32	0.05	0.10	0.11
Bulan	750	750	234	234	115	115	52	52	8	8	8	8	8
Tiga Bulan	-0.04	-0.11	1	0.28**	0.06	0.09	-0.03	-0.03	-0.08	-0.34	-0.10	-0.04	-0.31
Bulan	0.55	0.10	0.00	0.00	0.52	0.31	0.82	0.81	0.83	0.30	0.77	0.90	0.35
Bulan	234	234	253	253	121	121	55	55	11	11	11	11	11
Tiga Bulan	-0.10	-0.08	0.28**	1	0.14	-0.03	0.15	0.01	0.43	0.37	0.63*	0.45	0.52
Bulan	0.14	0.20	0.00	0.00	0.13	0.77	0.26	0.96	0.19	0.27	0.04	0.17	0.10
Bulan	234	234	253	253	121	121	55	55	11	11	11	11	11
Enam Bulan	0.03	0.04	0.06	0.14	1	0.21*	-0.07	-0.05	-0.17	-0.15	-0.15	-0.08	-0.26
Bulan	0.72	0.70	0.52	0.13	0.02	0.02	0.63	0.71	0.63	0.66	0.66	0.81	0.44
Bulan	115	115	121	121	121	121	55	55	11	11	11	11	11
Enam Bulan	0.10	-0.03	0.09	-0.03	0.21*	1	-0.04	0.01	0.23	0.43	0.49	0.36	0.44
Bulan	0.27	0.79	0.31	0.77	0.02	0.02	0.76	0.95	0.50	0.19	0.13	0.28	0.17
Bulan	115	115	121	121	121	121	55	55	11	11	11	11	11
Tahunan	-0.12	-0.04	-0.03	0.15	-0.07	-0.04	1	0.55**	0.28	-0.05	0.07	0.13	0.10
Bulan	0.40	0.77	0.82	0.26	0.63	0.76	0.00	0.00	0.40	0.90	0.84	0.70	0.78
Bulan	52	52	55	55	55	55	55	55	11	11	11	11	11
Tahunan	0.02	-0.16	-0.03	0.01	-0.05	0.01	0.55**	1	0.30	0.16	0.18	0.29	0.16
Bulan	0.89	0.27	0.81	0.96	0.71	0.95	0.00	0.00	0.36	0.63	0.59	0.38	0.64
Bulan	52	52	55	55	55	55	55	55	11	11	11	11	11
Dua Tahunan	-0.37	-0.64	-0.08	0.43	-0.17	0.23	0.28	0.30	1	0.73*	0.85**	0.96**	0.86**
Pertama (2002-2003)	0.37	0.09	0.83	0.19	0.63	0.50	0.40	0.36	11	0.01	0.00	0.00	0.00
Dua Tahunan	8	8	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Dua Tahunan	-0.58	-0.41	-0.34	0.37	-0.15	0.43	-0.05	0.16	0.73*	1	0.77**	0.86**	0.88**
Kedua (2004-2005)	0.13	0.32	0.30	0.27	0.66	0.19	0.90	0.63	0.01	0.01	0.01	0.00	0.00
Dua Tahunan	8	8	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Dua Tahunan	-0.19	-0.70	-0.10	0.63*	-0.15	0.49	0.07	0.18	0.85**	0.77**	1	0.86**	0.95**
Ketiga (2006-2007)	0.65	0.05	0.77	0.04	0.66	0.13	0.84	0.59	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
Tiga Tahunan	8	8	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Tiga Tahunan	-0.48	-0.63	-0.04	0.45	-0.08	0.36	0.13	0.29	0.96**	0.86**	0.86**	1	0.88**
Pertama (2002-2004)	0.23	0.10	0.90	0.17	0.81	0.28	0.70	0.38	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Tiga Tahunan	8	8	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Tiga Tahunan	-0.39	-0.61	-0.31	0.52	-0.26	0.44	0.10	0.16	0.86**	0.88**	0.95**	0.88**	1
Kedua (2005-2007)	0.34	0.11	0.35	0.10	0.44	0.17	0.78	0.64	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Dua Tahunan	8	8	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).
* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Pembahasan

Korelasi antara kinerja bulanan dengan kinerja bulanan berikutnya adalah positif yaitu sebesar 0,11 signifikan 1%. Hasil ini memberikan informasi bahwa kinerja dalam satu bulan kedepan, sebesar 11%nya bisa diprediksikan berdasarkan kinerja selama satu bulan terakhir dan sisanya sebesar 89% berkorelasi dengan hal-hal lain sehingga korelasi ini tergolong sangat lemah. Adanya korelasi yang positif dan signifikan tersebut menandakan terjadinya persistensi kinerja bulanan sehingga hipotesis 1 terdukung. Hasil ini mendukung penelitian Casarin dkk. (2005), serta Huij dan Verbeek (2005) yang menemukan adanya persistensi kinerja bulanan reksa dana saham. Korelasi antara kinerja tiga bulanan dengan kinerja tiga bulanan berikutnya adalah positif yaitu sebesar 0,28 signifikan 1%. Kinerja reksa dana saham dalam tiga bulan kedepan sebesar 28%nya bisa diprediksikan berdasarkan kinerja tiga bulan terakhir dan sisanya berkorelasi dengan hal-hal lain sehingga korelasi ini tergolong lemah. Dengan hasil ini menandakan terjadi persistensi kinerja tiga bulanan, mendukung hipotesis 2, namun tidak mendukung temuan penelitian Cortez dkk. (1999) di Portuguese Equity Fund Market yang menemukan korelasi yang kuat.

Persistensi kinerja enam bulanan juga terjadi di BEI dimana terdapat korelasi positif lemah yaitu sebesar 0,21 signifikan 5%, sehingga hipotesis 3 terdukung. Hasil ini mendukung temuan Sandvall (2000), dan Bauer dkk. (2006) di New Zealand yang menemukan persistensi kinerja enam bulanan reksa dana saham. Persistensi juga terjadi pada kinerja tahunan dimana korelasi kinerja tahunan dengan kinerja tahunan berikutnya adalah positif sedang yaitu sebesar 0,55 signifikan 1%. Hasil ini memberikan informasi yang lebih baik karena lebih dari 50% kinerja reksa dana saham selama setahun kedepan bisa diprediksikan berdasarkan kinerja reksa dana saham setahun terakhir dan hipotesis 4 terdukung. Hasil ini mendukung temuan Elton dkk. (1996) dan Droms dan Walker (2001).

Persistensi kinerja dua tahunan reksa dana saham terjadi pada dua tahun pertama (2002-2003) dengan dua tahun kedua (2004-2005), yakni adanya korelasi positif kuat yaitu sebesar 0,73 signifikan 1%. Juga terjadi persistensi kinerja dua tahunan kedua (2004-2005) dengan dua tahunan ketiga (2006-2007) yakni terdapat korelasi positif yang kuat sebesar 0,77 signifikan 1%. Karena hasil kedua estimasi korelasi kinerja dua tahunan positif dan signifikan maka hipotesis 5 tidak terdukung. Hasil ini tidak mendukung penelitian Droms dan Walker (2001) dan Bauer dkk. (2006). Hasil estimasi korelasi kinerja tiga tahun pertama (2002-2004) dengan kinerja tiga tahun kedua (2005-2007) menunjukkan korelasi positif sangat kuat yaitu sebesar 0,88 dan signifikan 1% sehingga terjadi persistensi dan bisa menjadi informasi penting bagi calon investor dalam mengambil keputusan investasi. Dengan hasil ini hipotesis 6 tidak terdukung. Hasil ini tidak mendukung penelitian Krueger dan Callaway (1995) dan penelitian Vicente dan Ferrus (2005).

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Terjadi persistensi kinerja untuk semua periode kinerja yang dianalisis, yaitu kinerja bulanan, tiga bulanan, enam bulanan, tahunan, dua tahunan dan tiga tahunan. Sifat korelasi kinerja bulanan dengan kinerja bulanan berikutnya sangat lemah, kinerja tiga bulanan dengan kinerja tiga bulanan berikutnya lemah, kinerja enam bulanan dengan kinerja enam bulanan berikutnya lemah, kinerja tahunan dengan kinerja tahunan berikutnya sedang, kinerja dua tahunan dengan kinerja dua tahunan berikutnya kuat, dan kinerja tiga tahunan dengan kinerja tiga tahunan berikutnya sangat kuat. Hasil-hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kinerja jangka pendek (bulanan, tiga bulanan, enam bulanan, dan tahunan) reksa dana saham di BEI bukanlah peramal yang baik untuk kinerja berikutnya, sedangkan kinerja jangka panjang (dua tahunan dan tiga tahunan) adalah peramal yang baik untuk kinerja berikutnya.

Saran

Penelitian ini menggunakan *single factor performance* model (Jensen Model) untuk mengestimasi kinerja portofolio dan korelasi Pearson untuk mengestimasi persistensi. *Benchmark* yang digunakan adalah *risk free return* dengan proksi bunga tahunan SBI. Sedangkan *return* pasar menggunakan proksi IHSG BEI. Untuk mengetahui lebih mendalam mengenai kinerja dan persistensi kinerja reksa dana di BEI diharapkan adanya penelitian yang lain, misalnya:

1. Penelitian yang meliputi semua jenis reksa dana, dengan periode penelitian sejak BEI berdiri atau sejak beroperasi lancar.
2. Penelitian yang melakukan pengukuran kinerja portofolio menggunakan model yang lain, misalnya *Multifactor performance model* disebut juga *Three factor performance model* (Fama dan French, 1993) atau *Four factor performance model* (Carhart, 1997), ataupun pengukuran kinerja lainnya.
3. Penelitian yang memasukkan unsur inflasi dalam pengukuran kinerja, karena besaran inflasi tiap periode kinerja portofolio sangat mungkin berbeda.

REFERENSI

- Bauer, R., Otten, R. dan Rad, AT. (2006). "New Zealand Mutual Funds: Measuring Performance and Persistence in Performance". *Accounting and Finance*, Vol.46, Pages 347-363.
- Bers, M.K. (1998). "Causal Relations Among Stock Returns, Inflation: Persistence of International Mutual Fund Performance". *Global Finance Journal*, Vol.9, No.2, Pages 225-240.
- Casarin, R. et. al. (2005). "Relative Benchmark Rating and Persistence Analysis: Evidence from Italian Equity Funds". *The European Journal of Finance*, Vol.11, No.4, Pages 297-308.
- Droms, W.G. dan Walker, D.A. (2001). "Performance Persistence of International Mutual Funds". *Global Finance Journal*, Vol.12, Pages 237-248.
- Elton, E.J., Gruber, MJ. dan Blake, CR. (1996). "The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Fund Performance", *Journal of Business*, Vol.69, No.2, Pages
- Ghozali, I. (2006). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Semarang, Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gregoriou, G.N. (2003). "Performance evaluation of funds of hedge funds using conditional alphas and betas", *Derivatives Use, Trading & Regulation*, Vol.8, No.4, Pages 324-344.
- Grinblatt, M. dan Titman, S. (1992), "The Persistence of Mutual Fund Performance", *The Journal of Finance*, Vol.XLVII, No.5, Pages 1977-1984.
- Hendricks, D., Patel, J. dan Zeckhauser, R. (1993). "Hot Hands in Mutual Funds: Short-Run Persistence of Relative Performance, 1974-1988", *The Journal of Finance*, Vol.XLVIII, No.1, Pages 93-130.
- Huij, J. dan Verbeek, M. (2005). *Cross-Sectional and Short-Run Persistence in Mutual Fund Performance*. Rotterdam, Erasmus University.
- Keswani, A. dan Stolin, D. (2006). "Mutual Fund Performance Persistence and Competition: A Cross-Sector Analysis". *The Journal of Financial Research*, Vol. XXIX, No.3, Pages 349-366.
- Krueger, T.M. dan Callaway, R.E. (1995). "The Persistence of Three-Year Mutual Fund Performance". *Journal of Financial Planning*, Vol. July 1995, Pages 136-141.
- Sandvall, T.C.H. (2000). "Performance Persistence: New Evidence for The Finnish Mutual Fund Market". *L.T.A.*, Vol.1, Pages 71-85.

- Santoso, S. (2008). *Panduan Lengkap Menguasai SPSS 16*. Jakarta, Elex Media Komputindo.
- Vicente L. dan Ferrus, L. (2005), "Performance Persistence in Spanish Funds". *Applied Financial Economic*, Vol. 15, Pages 1305-1313.
- Volkman, DA. dan Wohar, ME. (1995), "Determinants of Persistence in Relative Performance of Mutual Funds". *The Journal of Financial Research*, Vol.XVIII, No. 4, Pages 415-430.