Universitas Indonesia Library >> UI - Tesis Membership

Analisis model unconditional dan model conditional dalam pengukuran kinerja reksa dana pendapatan tetap di Indonesia

Renatha Gunstina, author

Deskripsi Lengkap: https://lib.ui.ac.id/detail?id=108277&lokasi=lokal

---

Abstrak

Menurut laporan BAPEPAM, industri Reksa Dana di Indonesia pada tahun 2002 telah meningkat 21.3%, dari hanya 108 Reksa Dana pada akhir Desember 2001, menjadi 131 Reksa Dana pada akhir Desember 2002. Sementara itu dana kelolaan pada akhir tahun 2002 juga meningkat drastis hingga 300% dibandingkan dengari tahun 2001. Dan peningkatan dana kelolaan tersebut sebesar 80% berasal dan Reksa Dana Obligasi terutama obligasi rekap.

Dengan semakin berkembangnya instrumen Reksa Dana masalah yang dihadapi dari sudut pandang pemodal adalah bagaimana memilih aftematif Reksa Dana yang ada berdasarkan kinerja portofolio. Pertanyaan tentang apakah Manajer Investasi Reksa Dana dapat memberikan perkiraan pengembalian (expected return) di atas rata-rata pada benchmark yang tepat adalah isu yang relevan bagi investor. Karena pengukuran kinerja Reksa Dana merupakan perihal pokok yang dibahas dalam penelitian ini.

Jensen (1968) melahirkan suatu model yang mengukur kinerja portofolio dengan memperhitungkan profil risiko dan imbal hasil (risk adjusted return). Selanjutnya studi yang dilakukan oleh Traynor dan Mazuy (1966) serta Henriksson dan Merton (1981) berusaha merefleksikan kemampuan market timing dan stock selection sehingga diharapkan dapat diketahui saat yang tepat untuk memegang suatu portofolio. Model-model tersebut disebut model tradisional (unconditional) karena tidak memperhitungkan variabel-variabel perubahan kondisi makro ekonomi sebagai dasar pengambilan keputusan perubahan pembobotan dana pada pengukuran kinerja portofolio.

Menurut Ferson dan Warhter (1996) model-model unconditional mengabaikan kenyataan tingginya expected return di pasar modal terutama pada saat perekonomian yang sedang mengalami pemulihan sehingga keputusan Manajer Investasi yang terlihat mampu menghasilkan abnormal return pada masa pemulihan adalah bias. Sehubungan dengan itu Ferson mengembangkan suatu model conditional untuk mengatasi masalah pengukuran kinerja Manajer Investasi yang bias di masa pemulihan ekonomi. Pada model conditional diasumsikan bahwa portofolio yang disusun berdasarkan informasi yang tersedia di masyarakat (public information) tidak dapat dikatakan memiliki informasi yang superior. Manajer Investasi yang mampu secara tepat menggunakan lebih banyak informasi dibandingkan dengan yang tersebar di publik, dikatakan memiliki kemampuan superior sehingga diharapkan menghasilkan abnormal performance (Curley & Bear, 1979).

Dalam penelitian ini penulis mengkaji model pengukuran kinerja portofolio pendapatan tetap di Indonesia. Dengan menerapkan model unconditional (single factor dan multiple factor) dan conditional (single factor dan multiple factor), ingin diketahui model manakah yang lebih mampu menjelaskan kemampuan superior

Manager Investasi. Kemampuan Manajer Investasi pada portofolio pendapatan tetap yang dinamis dapat diukur dari besamya R-squared (R2) dan kecilnya standard error (S.E) regresi.

Penulis juga menilai pengaruh indikator makro ekonomi terhadap pengukuran kinerja portofolio. Tiga indikator makro ekonomi yang digunakan yaitu laju inflasi, nilai tukar Rupiah terhadap Dollar, dan pertumbuhan uang beredar. Selain itu penulis juga menguji keberartian spread yield rating dan term spread yield claim pengukuran kinerja portofolio Reksa Dana Pendapatan Tetap di Indonesia.

Dan hasil penelitian diperoleh bahwa S.E regresi dan sum of squared residual (SSR) versi conditional untuk semua model, lebih besar dibandingkan S.E. regresi dan SSR versi unconditional. Dan secara statistik dengan uji beda dua varian terbukti bahwa bias model unconditional lebih besar dibandingkan bias model conditional. Secara empiris terlihat bahwa R2 conditional untuk model Jensen, model Treynor-Mazuy, dan model Tiga Faktor lebih besar dibandingkan R2 unconditional. Ini merupakan indikasi bahwa indikator makro ekonomi cocok dikenakan pada model Jensen, model Treynor-Mazuy, dan model Tiga Faktor.

Penelitian ini berhasil mengidentitikasikan bahwa dua indikator makro ekonomi yaitu jumlah uang beredar dan nilai tukar Rupiah terhadap Dollar temyata tidak memiliki keberartian penting secara statistik ketika dikenakan pada model Jensen, model Traynor - Mazuy, dan model Tiga Faktor. Sedangkan untuk indikator laju inflasi adalah signTikan pada tingkat kekeliruan 5% bails pada model Jensen, model Traynor -Mazuy, maupun model Tiga Faktor. Secara empiris hat ini menunjukkan bahwa investor di pasar obligasi secara rata-rata lebih banyak menggunakan informasi laju inflasi dalam membuat keputusan investasi.

Hasil regresi model Tiga Faktor versi unconditional maupun versi conditional antara variabel kelebihan pengembalian portofolio dengan spread yield rating tertinggi dalam investment grade dengan rating terendah dalam investment grade, berkisar antara 0.040130 hingga 0.053475. Ini merupakan indikasi awal bahwa semakin melebar spread yield-nya hingga 100 bp, maka Manajer Investasi memiliki peluang arbitrage sebesar 4.01 bp hingga 5.34 bp untuk meningkatkan kelebihan pengembalian portofolio.

Dari hasil penelitian terlihat bahwa Manajer investasi telah menjadikan rating sebagai salah satu pertimbangan utama investasi dan menjadi acuan penting dalam penentuan yield yang diharapkan. Spread yield rating di pasar obligasi Indonesia, menunjukkan adanya rasionalitas dan konsistensi Manajer Investasi dalam perdagangan obligasi. Selisih tersebut merupakan premi risiko yang diminta manajemen untuk mengkompensasi risiko yang ditanggung atas investasi.

Parameter antara variabel kelebihan pengembalian portofolio dengan term spread, selisih yield obligasi pemerintah 10 tahun dengan yield obligasi pemerintah 5 tahunan, berkisar antara -0.9261840 hingga -0.631610. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin lebar hingga 10 bp term spread obligasi pemerintah jangka panjang dengan jangka pendek, yang merupakan indikator semakin besamya opportunity cost dari penghindaran pajak, maka kemampuan manajer untuk menghasilkan abnormal return menurun sebesar 6.31 bp hingga 9.26 bp.

Hubungan negatif antara variabel kelebihan pengembalian portofolio dengan term spread dapat dijelaskan

bila dilihat dari nisi perpajakan. Peneliti melihat adanya kecenderungan Reksa Dana yang melebur setelah mencapai usia 5 tahun karena adanya fasilitas pembebasan pajak jika usia Reksa Dana kurang dari 5 tahun. Spread yield antara yield obligasi pemerintah jangka panjang dengan yield obligasi pemerintah jangka pendek sesungguhnya merupakan opportunity cost yang dihadapi oleh Manajer Investasi karena mefakukan kebijakan penghindaran pajak. Dapat dinyatakan bahwa semakin lebar term spread obligasi pemerintah jangka panjang dengan jangka pendek maka kemampuan manajer untuk menghasilkan abnormal return menjadi semakin mengecil.