

PRAKTEK *WINDOW DRESSING* PADA REKSA DANA SAHAM DI INDONESIA TAHUN 2008-2012

Sia Olinda Christina

Roos K. Andadari

Universitas Kristen Satya Wacana

ABSTRACT

The existence of market anomaly patterns in the stock market led to return the stock is no longer random. This is contrary to the efficient market hypothesis. In the case of mutual fund, a market anomaly attention is January effect where the high returns in January. This market anomaly pattern is one indication of window dressing. In mutual funds, window dressing conducted by fund managers by improving the performance of the portfolio prior to presentation to shareholders. One of the main reasons of window dressing practice on mutual funds are the targets to be achieved each year end. If the target is not reached, there is an attempt to change such that the target is achieved because it affects the increase in managed funds. This study aims to prove whether there is window dressing practice in equity mutual funds in Indonesia. This study was conducted using 22 equity mutual funds in Indonesia from 2008 to 2012. The results of this study indicate that there is a practice of window dressing in the event the period of 20 days compared to 30 days.

Keywords : *Window Dressing, Efficient Market Hypothesis, January Effect*

PENDAHULUAN

Sebagai negara berkembang, Indonesia membutuhkan dukungan dana dalam jumlah besar untuk mendukung berbagai kegiatan. Dukungan dana ini diperoleh melalui banyak kegiatan salah satunya adalah pasar modal. Hingga saat ini, pasar modal Indonesia telah menunjukkan perkembangan yang cukup baik. Hal ini terlihat dari makin meningkatnya jumlah investasi dari tahun ke tahun yang tercatat di pasar modal, khususnya untuk perkembangan reksa dana. Tabel 1 menunjukkan pertumbuhan reksa dana selama tahun 2002 hingga tahun 2012. Tabel tersebut memperlihatkan pertumbuhan reksa dana yang terus meningkat baik dari jumlah reksa dana yang tercatat di Bapepam maupun besar Nilai Aktiva Bersih (NAB).

Banyak orang mulai melakukan berbagai jenis investasi di sektor keuangan baik untuk jangka panjang atau jangka pendek agar mendapat nilai tambah atau keuntungan di kemudian hari. Salah satu instrumen yang populer akhir-akhir ini adalah reksa dana. Dari berbagai jenis reksa dana yang ada, seperti reksa dana pasar uang, reksa dana pendapatan tetap, reksa dana saham, dan reksa dana campuran, reksa dana saham merupakan salah satu alternatif investasi yang banyak dipilih masyarakat, khususnya pemodal yang tidak memiliki banyak waktu dan

keahlian untuk menghitung risiko atas investasi mereka. Reksa dana saham atau reksa dana ekuitas (*equity mutual fund*) berisi paling tidak 80% aktiva saham dan sisanya dapat berupa aktiva lain, seperti obligasi. Reksa dana saham memiliki tujuan untuk menghasilkan return yang tinggi namun dengan risiko yang tinggi pula.

Tabel 1. Perkembangan Industri Reksa dana Periode 2002-2012

Tahun	Jumlah Reksa dana	Nilai Aktiva Bersih (NAB) (Triliun Rupiah)
2002	131	46.613
2003	186	69.477
2004	246	104.037
2005	328	29.405
2006	403	51.620
2007	473	92.190
2008	567	74.065
2009	610	112.983
2010	612	149.087
2011	646	168.236
2012	652	168.568

Sumber : (Barus,2013), diolah kembali

Menurut Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995, pasal 1 ayat 27, Reksa Dana adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi. Setelah pengelolaan reksa dana berjalan, salah satu kewajiban dan tanggung jawab manajer investasi adalah menyusun dan menyampaikan laporan keuangan tahunan kepada pemegang Unit Penyertaan dan Bapepam. Dalam peraturan tersebut, hak pemegang unit penyertaan adalah memperoleh laporan keuangan secara periodik.

Laporan keuangan memberikan segala informasi keuangan mengenai bagaimana posisi keuangan perusahaan, bagaimana kinerja perusahaan selama ini, serta bagaimana arus kas entitas perusahaan yang berguna bagi para pihak yang berkepentingan dalam pengambilan keputusan ekonomi (Maudi, 2013). Namun informasi yang disajikan didalamnya terkadang tidak mencerminkan kondisi yang sebenarnya. Penyalahgunaan terhadap laporan keuangan tersebut seringkali menyesatkan para pengguna terutama dalam hal pengambilan keputusan.

Pada reksa dana, *window dressing* dilakukan manajer investasi dengan menyajikan laporan keuangan yang lebih baik dari keadaan yang sesungguhnya. *Window dressing*

merupakan sebuah strategi yang digunakan oleh para manajer investasi untuk memperbaiki penampilan kinerja portofolio atau dana sebelum presentasi ke klien atau pemegang saham. *Window dressing* biasanya juga diartikan fenomena dimana menjelang akhir tahun, *return* saham cenderung positif. Di kalangan praktisi bursa saham *window dressing* disebut juga sebagai suatu fenomena di pasar modal ketika harga saham akan meningkat pada akhir tahun di mana perusahaan *go public* yang mencatatkan sahamnya akan melakukan tutup buku. Di Indonesia, hal ini sering terjadi karena informasi portofolio secara rinci tidak dapat diperoleh tiap hari perdagangan dan didukung pula dengan pasar yang belum efisien.

Salah satu alasan utama praktek *window dressing* pada reksa dana saham di Indonesia adalah adanya target yang harus dicapai tiap akhir tahun, yaitu target kinerja pesaing, kinerja tahun lalu, indeks saham, ataupun indeks reksa dana saham. Jika target ini tidak tercapai menjelang akhir tahun, maka ada usaha untuk mengubah investasi sedemikian rupa untuk mencapai target tersebut. Implikasi bagi manajer investasi atau keuangan atas *window dressing* adalah peningkatan dana kelolaannya, yang selanjutnya dapat meningkatkan jumlah pendapatan operasionalnya (Kapugu, 2008).

Penyebab terjadinya *window dressing* berasal dari beberapa hal, seperti spekulasi pada kinerja dari emiten (perusahaan yang sahamnya tercatat di bursa) di akhir tahun yang diperkirakan lebih baik dibanding tahun sebelumnya, positifnya data-data ekonomi menjelang akhir tahun, hingga pola anomali pasar saham yang secara historis sering terulang dan menjadi sebuah kebiasaan. Dengan memanfaatkan fenomena tersebut investor bisa mendapatkan keuntungan investasi dalam jangka pendek karena biasanya *window dressing* terjadi pada bulan Desember.

Penelitian ini merupakan replikasi dari jurnal yang sudah ada, dimana yang menjadi salah satu pertimbangan dilakukannya penelitian ini kembali adalah untuk melihat dan membuktikan apakah praktek *window dressing* masih terjadi dalam kurun waktu tahun 2008 hingga tahun 2012. Sehingga dirumuskan topik penelitian Praktek *Window Dressing* pada Reksa Dana Saham di Indonesia Tahun 2008-2012". Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan ada tidaknya perbedaan *return* dikaitkan dengan praktek *window dressing* pada reksa dana saham di Indonesia dalam rentang waktu tahun 2008 hingga tahun 2012.

TINJAUAN PUSTAKA

***Efficient Market Hypothesis* dan Anomali Pasar Modal**

Kunci utama untuk mengukur pasar yang efisien adalah hubungan antara harga sekuritas dengan informasi. *Efficient market hypothesis* adalah suatu teori yang mengatakan

bahwa suatu pasar sekuritas dikatakan efisien jika harga-harga sekuritas "mencerminkan secara penuh" informasi yang tersedia (Fama, 1970). Terdapat tiga bentuk pasar efisien dalam lingkup *efficient market hypothesis* ini, yaitu:

1) Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas tercermin secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Jika pasar efisien secara bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang. Yang berarti investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.

2) Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*)

Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten. Jika pasar efisien dalam bentuk setengah kuat, maka tidak ada investor atau grup investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan keuntungan tidak normal dalam jangka waktu lama.

3) Efisien pasar bentuk kuat (*strong form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini, maka tidak ada individual investor atau grup investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal (*abnormal return*) karena mempunyai informasi privat.

Hubungan ketiga bentuk pasar efisien ini berupa tingkatan yang kumulatif, yaitu bentuk lemah merupakan bagian dari bentuk setengah kuat dan bentuk setengah kuat merupakan bagian dari bentuk kuat. Pasar bentuk kuat adalah juga pasar efisien bentuk setengah kuat dan pasar efisien bentuk lemah. Implikasi ini tidak berlaku sebaliknya. Hipotesis mengenai pasar yang efisien merupakan suatu kerangka yang ideal dan diharapkan dapat terjadi di pasar modal, meskipun pada kenyataannya pasar tidak dapat efisien secara penuh. Namun, berdasarkan temuan teori pasar yang efisien ditentang oleh keuangan perilaku (*behavioral finance*) yang menyatakan bahwa pasar tidak dapat dengan mudah disebut efisien. Hal ini terkait dengan temuan banyaknya pola-pola dalam pasar modal yang dapat dikatakan sebagai anomali dalam pasar modal. Anomali adalah kejadian atau peristiwa yang tidak diantisipasi dan yang menawarkan investor peluang untuk memperoleh *abnormal return*. Anomali muncul pada semua bentuk efisiensi pasar, baik bentuk lemah, semi kuat, maupun bentuk

kuat (Astuti, 2012). Sedikitnya dikenal 4 macam anomali pasar dalam teori keuangan, salah satu anomali tersebut adalah *January effect*.

Keberadaan anomali ini akan menyebabkan kenaikan dan penurunan harga-harga saham yang berimplikasi pada keuntungan atau *return* investasi di pasar modal. Adanya pola-pola pergerakan *return* saham yang dapat diprediksi akibat pengaruh anomali mengakibatkan *return* yang terjadi tidak lagi bersifat acak/*random*. Pola pergerakan *return* ini dapat diamati oleh para investor sehingga mereka dapat memanfaatkannya untuk mendapatkan *return* yang tidak normal (*abnormal return*). *Return* saham yang seharusnya acak dan tidak dapat diprediksi sesuai dengan hipotesis pasar efisien bentuk lemah akan menjadi bertentangan akibat adanya anomali tersebut.

Dalam kasus reksa dana ini, karena pelaporan akhir tahun menjadi penting terkait adanya laporan kinerja, maka anomali yang dijadikan perhatian adalah adanya efek Januari. Efek Januari sendiri adalah kecenderungan terukur atas kinerja tingkat pengembalian yang tinggi pada bulan Januari daripada bulan lainnya oleh saham dengan kapitalisasi pasar yang kecil. Pada beberapa penelitian yang dilakukan oleh Rozeff dan Kinney 1976 dan Keim 1983, ditemukan bahwa adanya perbedaan antara hari-hari di sekitar pergantian tahun ini dapat dikarenakan adanya *window dressing* (Kapugu, 2008).

***Window Dressing* pada reksa dana saham**

Dalam reksa dana saham dikatakan terdapat *window dressing* apabila *return* pada akhir tahun (lebih tepatnya bulan Desember) membukukan *return* yang positif. *Window dressing* dapat diartikan juga sebagai terjadinya aksi jual pada saham-saham yang berkinerja buruk di akhir tahun. Seperti diketahui bahwa komponen risiko ditentukan oleh risiko sistematis (*systematic risk*) dan risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*). Jika risiko tidak sistematisnya ini masih ada, dapat dikatakan bahwa residual yang ada atau selisih antara *actual return* dengan *return model* memang dikarenakan faktor risiko tidak sistematis, yaitu faktor yang muncul karena portofolio tersebut tidak terdiversifikasi dengan baik atau dapat dikatakan tidak wajar. Sehingga dalam penelitian ini, untuk memproksi faktor-faktor unik atau penyimpangan dari kewajaran suatu reksa dana secara umum, digunakanlah nilai residual yang bernilai absolut, karena penyimpangan tidak memerlukan pembedaan antara negatif dan positif (Kapugu, 2008).

Khusus untuk rata-rata nilai residual absolut selama berbagai waktu yang merupakan komponen dari nilai residual pada pergantian bulan, dapat dihipotesiskan sebagai berikut:

H1a: Rata-rata residual absolut reksa dana pada semua hari selain periode

pengamatan (NEAR 10) berpengaruh positif terhadap rata-rata residual absolut reksa dana pada periode pengamatan (EAR).

H1b: Rata-rata residual absolut reksa dana pada semua hari selain periode pengamatan (NEAR 30) berpengaruh positif terhadap rata-rata residual absolut reksa dana pada periode pengamatan (EAR).

Pada penelitian O'Neal (2001), dikatakan bahwa di Amerika Serikat pada saat itu, para pengelola reksa dana diwajibkan untuk mengumumkan setiap 6 bulan sekali. Di samping itu, sebagian besar pengelola reksa dana memiliki tahun buku yang dimulai pada bulan Januari dan diakhiri bulan Desember. Hal ini menginspirasi O'Neal untuk mengatakan bahwa ada peluang anomali yang terjadi di bulan Juni dan Desember.

Di samping itu, adanya temuan *January effect* atau adanya *return* yang berbeda di hari-hari di sekitar pergantian tahun memperkuat dugaan bahwa terjadi sesuatu pada pergantian tahun. Dari dugaan ini dapat dirumuskan hipotesis yang sebagai berikut:

H2a: Rata-rata residual absolut reksa dana (EAR dan NEAR_10) selama periode pergantian bulan Desember berbeda dengan periode pergantian bulan lainnya.

H2b: Rata-rata residual absolut reksa dana (EAR dan NEAR_30) selama periode pergantian bulan Desember berbeda dengan periode pergantian bulan lainnya.

O'Neal (2001) juga mengatakan bahwa untuk mengendalikan faktor kinerja masa lalu, maka dalam penelitiannya, ia menggunakan *lagged return*, yaitu satu *return* reksa dana dikurangi dengan rata-rata seluruh *return* reksa dana untuk periode 12 bulan. Hubungan antara residual dengan *lagged return* ini umumnya akan negatif walaupun tidak menutup kemungkinan adanya hubungan positif. Dengan demikian, dapat dibuat hipotesis sebagai berikut:

H3: *Lagged return* berpengaruh secara negatif terhadap rata-rata residual absolut reksa dana pada periode pergantian bulan.

METODOLOGI PENELITIAN

Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini berupa data sekunder yang diperoleh dari *website* Portal Reksadana, Yahoo Finance, dan *website* lainnya yang terkait dengan periode waktu 2008 hingga 2012. Dalam penelitian ini, data yang dikumpulkan meliputi: nama-nama reksa dana saham, Nilai Aktiva Bersih (NAB), dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

selama periode 2008-2012.

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh reksa dana saham yang resmi terdaftar di Bapepam dari periode 2008 sampai dengan tahun 2012. Sampel dalam penelitian ini diambil dengan metode *purposive sampling*, yaitu dengan memilih sampel dengan kriteria:

1. Reksa dana saham yang beroperasi dan masih aktif pada Januari 2008 hingga Desember 2012 dan tercatat di Bapepam.
2. Reksa dana saham yang beroperasi dan memiliki nilai return atau NAB yang lengkap dari Januari 2008 hingga Desember 2012.

Sample yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 22 reksa dana saham, hal ini diakibatkan karena pada tahun 2008 terjadi krisis global yang melanda Indonesia yang berakibat pada banyaknya reksa dana saham yang bangkrut di tahun 2008.

Metode Pengumpulan Data

Teknik dokumentasi penelitian ini dengan mencatat atau mengkopi data yang tercantum dalam *website* yang telah disebutkan diatas. Untuk data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) diambil dari Yahoo Finance, data yang diambil berupa data harian dari periode Januari 2008 hingga Desember 2012. Kemudian untuk data Nilai Aktiva Bersih (NAB) reksa dana saham di ambil dari situs Portal Reksadana dan *website* lainnya, data yang diambil juga berupa data harian periode Januari 2008 - Desember 2012. Data tersebut akan diolah dengan menggunakan rumus-rumus kemudian diproses dengan SPSS. Untuk proses pengolahan data, analisis statistik yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis uji beda dan regresi.

Variabel Dependen

Karena dalam penelitian ini melihat ketidakwajaran pada pergantian tahun diduga akibat adanya *window dressing*, maka akan digunakan *event study*. *Event study* adalah penelitian yang mengamati dampak dari suatu peristiwa atau pengumuman informasi terhadap harga sekuritas (Fitriani, 2013). *Event study* ini menggunakan *event period* 20 hari namun akan dibandingkan dengan *event period* 10 dan 30 hari. Penggunaan 20 hari ini menyesuaikan dengan penelitian lainnya yang juga menggunakan *event study* di Indonesia. Karena yang menjadi fokus pengamatan adalah ketidakwajaran *return* pada hari di sekitar *event period* maka ketidakwajaran tersebut diperhitungkan seperti berikut:

$$EAR_i = \frac{\sum_{t=1}^n |DRRDS_{it} - E(DRRDS_{it})|}{n}$$

Di mana:

EAR_i : rerata nilai absolut residual reksa dana saham i pada periode pengamatan untuk satu pergantian bulan

n : jumlah hari dalam periode pengamatan

$DRRDS_{it}$: tingkat pengembalian harian (hari ke-t) aktual reksa dana saham i selama periode pengamatan n hari

$E(DRRDS_{it})$: tingkat pengembalian harian (hari ke-t) yang diekspektasi atas reksa dana saham i (hasil pengolahan dengan *single-index model*) selama periode pengamatan n hari

Variabel Independen

Karena nilai absolut residual akan sama pada semua titik waktu, maka untuk memperoleh nilai absolut residual selama hari lainnya akan digunakan residual absolut pada periode estimasi karena diduga *return* ideal tersebut akan berubah sepanjang waktu (Kapugu, 2008). Oleh karena itu cara perhitungan residual absolut tersebut adalah:

$$NEAR_i = \frac{\sum_{t=1}^m |DRRDS_{it} - E(DRRDS_{it})|}{m}$$

Di mana:

$NEAR_i$: rerata nilai absolut residual reksa dana saham i pada periode estimasi *single-index model* untuk satu pergantian bulan

m : jumlah hari dalam periode estimasi *single-index model*, tidak termasuk hari pada periode pengamatan

Untuk memperoleh tingkat pengembalian masa lalu (*lagged return*) akan digunakan perhitungan sebagai berikut:

$$LAG_i = \frac{NAB_{i,t} - NAB_{i,t-1}}{NAB_{i,t-1}}$$

Di mana:

LAG_i : tingkat pengembalian untuk 6 bulan pada hari akhir bulan m-3 relatif terhadap hari awal bulan m-9

$NAB_{i,t}$: nilai aktiva bersih reksa dana i pada hari t (hari akhir bulan $m-3$)

$NAB_{i,t-1}$: nilai aktiva bersih reksa dana i pada hari $t-1$ (hari awal bulan $m-9$)

Model Penelitian

Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Market model* (Model Pasar), dalam menghitung *return* ekspektasi dilakukan dengan dua tahap, yaitu membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan menggunakan model ekspektasi untuk mengestimasi *return* ekspektasi di periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk dengan menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan:

$$EAR = \alpha + \beta_1 NEAR + \beta_2 LAG$$

Teknik dan Langkah Analisis

Langkah analisis yang akan dilakukan adalah sebagai berikut:

1. Statistik Dekriptif. Analisis ini bertujuan mengetahui gambaran umum data variabel penelitian, dengan variabel dependen berupa *event period* 20 hari dan variabel independen *event period* 10 dan 30 hari.
2. Uji Normalitas. Uji normalitas bertujuan menguji data yang digunakan apakah berdistribusi normal sehingga nantinya akan menentukan metode yang digunakan. Salah satu metode yang digunakan adalah *Kolmogorov Smirnov liliesfors*.
3. Uji Asumsi Klasik. Uji asumsi klasik ini bertujuan agar data yang akan digunakan nanti memenuhi kriteria pengujian regresi. Uji asumsi klasik ini terdiri dari uji normalitas, uji autokorelasi, uji multikolinieritas, dan uji heteroskedastisitas.
4. Uji Hipotesis. Pengujian hipotesis menggunakan uji beda t apabila berdistribusi normal, jika data tidak berdistribusi normal akan menggunakan *Mann-Whitney U Test* dan regresi untuk menguji bagaimana pengaruh antar variabel penelitian.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pasar modal di Indonesia yang merupakan negara berkembang sering di klaim belum efisien dari sisi penyebaran data informasi. Oleh karena itu potensi untuk mendapatkan keuntungan diatas indeks (IHSG) sangat besar. Sedangkan jika dikaitkan dengan *Efficient Market Hypothesis*, hal tersebut sangat bertentangan. Teori tersebut mempercayai bahwa di dalam pasar finansial yang informasinya sudah tersebar secara efisien akan sangat sulit bagi investor untuk bisa secara konsisten menghasilkan *return* diatas rata-rata pasar (IHSG).

Berdasarkan data yang diperoleh, tidak terdapat reksa dana saham yang konsisten selalu mengalahkan IHSG. Namun jika dilihat kembali pada tahun 2009, Panin Dana Maksima membukukan *return* 123.59% melebihi IHSG 86.98%. Kemudian pada tahun 2010, Panin Dana Maksima kembali membukukan *return* sebesar 102.10% dan melebihi indeks pasar 46.13%. Untuk tahun 2011 dan 2012 hanya beberapa reksa dana yang sanggup memberikan *return* melebihi indeks pasar, seperti Panin Dana Maksima dan Trimegah Kapital. Meski demikian tidak dapat diasumsikan bahwa reksa dana yang *return*nya mengalahkan IHSG merupakan reksa dana yang bagus. Karena hal tersebut dapat diakibatkan oleh banyak faktor seperti informasi yang tidak tersebar secara efisien sehingga dapat memungkinkan adanya kecurangan, strategi Manajer Investasi, dampak pergantian tahun dan masih banyak lagi atau reksa dana tersebut memang memiliki kinerja yang benar-benar baik. Beberapa penelitian juga menyatakan bahwa dampak pergantian tahun berpengaruh terhadap situasi bursa secara umum. *January Effect* atau *Turn of The Year Effect* merupakan suatu fenomena yang banyak diamati dibursa saham dunia.

Statistik Deskriptif

Penelitian ini menggunakan *event period* 10, 20, dan 30 hari yang akan dilakukan terhadap 770 observasi dari 22 reksa dana saham selama 5 tahun. Berdasarkan hasil penelitian statistik deskriptif yang dilakukan terhadap EAR dan NEAR, dapat dilihat pada Tabel 2 bahwa rata-rata total nilai absolut residual reksa dana tertinggi terjadi pada *event period* 10 hari dan pada *event period* 20 yang merupakan periode pengamatan. Kemudian jika dilihat dari nilai *skewness* tiap *event study* bernilai positif yaitu sebesar 0.08810217. Hal ini sesuai dengan nilai absolut residual karena nilai absolut tidak mungkin negatif.

Tabel 2. Statistik Deskriptif EAR dan NEAR untuk Periode Pengamatan 10, 20, dan 30 Hari (Keseluruhan 5 Tahun)

	N	Minimum	Maximum	Mean	Skewness	Std.Deviation
NEAR_10	770	0.00000000	1.84334683	0.02887682	0.08810217	0.14991097
EAR	770	0.00000000	1.41953774	0.02269708	0.08810217	0.10438451
NEAR_30	770	0.00000292	0.94556264	0.01656777	0.08810217	0.06963965

Sumber: Data diolah 2015.

Setelah diklasifikasikan berdasarkan bulan, hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa pada pergantian bulan Desember menuju Januari dan pergantian Maret menuju April sama-sama bernilai positif. Namun jika dilihat kembali pada hasil statistik deskriptif (Tabel 3), nilai absolut residual tertinggi berada pada pergantian Desember ke Januari untuk

pengamatan *event period* 20 hari. Dimana selisih nilai saat pergantian bulan pada Desember ke Januari sebesar -0.01347885, sedangkan pada Maret ke April sebesar -0.01979785. Hal ini menunjukkan bahwa hasil tersebut telah sesuai dengan prediksi, dimana terdapat indikasi awal keberadaan *window dressing* pada bulan Desember.

Tabel 3. Rerata Residual Aktual untuk Bulan Desember dan Maret (Sebelum dan Sesudah Pergantian Bulan) dalam Periode Pengamatan 10, 20, dan 30 Hari

Hari	10 Hari		20 Hari		30 Hari	
	Des	Mar	Des	Mar	Des	Mar
-1	0.04551556	0.00148482	0.02501868	0.00552569	0.01780904	0.00368439
+1	0.03849753	0.02897513	0.03849753	0.02532354	0.02754578	0.01950783

Sumber : Data diolah

Untuk membuktikan kembali bahwa kemungkinan nilai residual pada bulan Desember bernilai positif maka nilai residual dikelompokkan kembali berdasarkan bulan Desember dan Non-Desember. Namun hasil yang didapatkan kali ini bertentangan dengan hasil sebelumnya. Dimana kedua kelompok sama-sama bernilai positif pada pergantian bulan, namun jika dilihat berdasarkan nilai selisih pergantian bulan, maka kenaikan selain bulan Desember lebih besar dibandingkan dengan bulan Desember, sebesar 0.03010902 (Tabel 4). Perbedaan ini dapat disebabkan oleh banyak faktor dimana kurangnya pengungkapan oleh manajer investasi mengenai keseluruhan portofolio kepada pemegang unit penyertaan maupun tidak dipublikasikannya laporan keuangan kepada pemegang unit penyertaan (Kapugu, 2008). Khusus pada pergantian bulan Maret menuju April, nilai residual dapat bernilai positif karena pada bulan Maret laporan audit telah keluar sehingga adanya kemungkinan investor telah mulai berinvestasi berdasarkan informasi yang baru membuat adanya kenaikan nilai yang cukup signifikan.

Tabel 4. Rerata Residual Aktual untuk Bulan Desember dan Selain Desember (Sebelum dan Sesudah Pergantian Bulan) dalam Periode Pengamatan 10, 20, dan 30 Hari

Hari	10 Hari		20 Hari		30 Hari	
	Des	Selain Des	Des	Selain Des	Des	Selain Des
-1	0.04551556	0.03998235	0.02501868	0.04402322	0.01780904	0.03123017
+1	0.03849753	0.01455160	0.03849753	0.01391420	0.02754578	0.01001279

Sumber : Data diolah

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis yang pertama adalah untuk melihat dan membuktikan apakah terdapat perbedaan antara rata-rata residual absolut reksa dana pada semua hari selain periode

pengamatan (NEAR_10 dan NEAR_30) dengan rata-rata residual absolut reksa dana pada periode pengamatan (EAR_20). Namun sebelumnya akan dilakukan uji normalitas terlebih dahulu untuk melihat apakah sebaran data normal. Pengujian normalitas ini menggunakan metode Kolmogorov-Smirnov. Berdasarkan uji normalitas yang telah dilakukan, sebaran data EAR dan NEAR tidak berdistribusi normal. Karena sebaran dari kedua data memiliki nilai signifikan yang lebih rendah dari 0.05, maka dilakukan uji berikutnya dengan menggunakan *Non-Parametric Mann-Whitney U Test*.

Tabel 5. Hasil Pengujian Hipotesis 1a

Test Statistics(a)	
	EAR_NEAR10
Mann-Whitney U	290036.5
Wilcoxon W	586871.5
Z	-0.735
Asymp. Sig. (2-tailed)	0.462
a. Grouping Variable: Skor	

Sumber : Data diolah

Berdasarkan hasil diatas, hipotesis 1a yang menyatakan adanya perbedaan antara NEAR_10 dengan EAR_20 hari tidak terbukti. Dilihat dari nilai signifikan sebesar 0.231 (pengujian satu sisi) yang lebih besar dari $\alpha : 0.05$ sehingga hipotesis 1a ditolak. Hal ini dapat terjadi akibat kurang lengkapnya data *return* yang didapat dan besar nilai *return* yang tidak jauh beda per harinya. Kemudian untuk pengujian hipotesis 1b, didapatkan hasil seperti berikut:

Tabel 6. Hasil Pengujian Hipotesis 1b

Test Statistics(a)	
	EAR_NEAR30
Mann-Whitney U	263683.5
Wilcoxon W	560518.5
Z	-3.755
Asymp. Sig. (2-tailed)	0.000
a. Grouping Variable: Skor	

Sumber : Data diolah

Dilihat dari hasil diatas, hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan antara rata-rata residual absolut reksa dana pada semua hari selain periode pengamatan (NEAR_30) dengan rata-rata residual absolut reksa dana pada periode pengamatan (EAR_20) diterima

atau terbukti. Dengan nilai signifikan 0.000 yang lebih kecil dari 0.005 sehingga hipotesis 1b diterima.

Pengujian hipotesis yang kedua adalah untuk membuktikan apakah terdapat perbedaan antara rata-rata residual absolut reksa dana pada pergantian bulan Desember dengan rata-rata residual absolut reksa dana pada pergantian bulan lainnya. Berikut adalah ringkasan hasil pengujian hipotesis menggunakan *Mann-Whitney U Test* :

Tabel 7. Hasil Pengujian Hipotesis 2a

Test Statistics(a)	
	EAR_NEAR10
Mann-Whitney U	136647
Wilcoxon W	160957
Z	-1.401
Asymp. Sig. (2-tailed)	0.161
a. Grouping Variable: Bulan	

Sumber : Data diolah

Berdasarkan tabel diatas, dapat disimpulkan bahwa hipotesis 2a ditolak. Hal ini dilihat dari nilai *Sig.2 tailed* sebesar 0.161, karena pengujian menggunakan pengujian satu sisi, maka besar *p-value* yang digunakan sebesar 0.0805. Hipotesis 2a diterima jika besar *p-value* < 0.05, sedangkan besar *p-value* diatas lebih besar dari 0.05 sehingga hipotesis 2a ditolak. Maka hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan antara rata-rata residual absolut reksa dana pada pergantian bulan Desember dengan rata-rata residual absolut reksa dana pada pergantian bulan lainnya tidak terbukti. Kemudian dilakukan pengujian terhadap NEAR_30 untuk membuktikan apakah hipotesis tersebut terbukti atau tidak, maka dilakukan kembali pengujian menggunakan *Mann-Whitney U Test*. Dibawah ini adalah ringkasan hasil pengujian menggunakan *Mann-Whitney U Test* :

Jika dilihat dari hasil tersebut, nilai *asympt.Sig 2 tailed* bernilai 0.002. Pada penelitian ini pengujian menggunakan satu sisi, sehingga nilai *p-value* yang digunakan sebesar 0.001. Jadi dapat disimpulkan bahwa hipotesis 2b yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan rata-rata residual absolut reksa dana pada bulan Desember dan bulan selain Desember terbukti, karena nilai *p-value* lebih kecil dari 0.05 sehingga hipotesis diterima

Tabel 8. Hasil Pengujian Hipotesis 2b

Test Statistics(a)	
	EAR_NEAR30
Mann-Whitney U	126204
Wilcoxon W	150514
Z	-3.111
Asymp. Sig. (2-tailed)	0.002
a. Grouping Variable: Bulan	

Sumber: Data diolah

Pengujian hipotesis yang ketiga adalah untuk membuktikan *lagged return* berpengaruh secara negatif terhadap rata-rata residual absolut reksa dana pada periode pengamatan (EAR_20). Dimana hubungan antara residual dengan *lagged return* ini bisa saja positif, namun pada umumnya akan negatif. Contoh hubungan negatifnya yaitu reksa dana yang memiliki kinerja rendah namun tiba-tiba berkinerja sangat baik. Setelah dilakukan pengujian terhadap kedua data tersebut, maka didapatkan hasil sebagai berikut :

Tabel 9. Hasil Pengujian Hipotesis 3

Test Statistics(a)	
	LAG_EAR
Mann-Whitney U	7.98E+04
Wilcoxon W	3.77E+05
Z	-9.794
Asymp. Sig. (2-tailed)	0.000
a. Grouping Variable: Skoring	

Sumber : Data diolah

Berdasarkan tabel diatas, nilai signifikan yang dihasilkan yaitu sebesar 0.000. Maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis 3 diterima. Karena nilai *p-value*nya lebih kecil dari 0.05 sehingga terbukti bahwa *lagged return* berpengaruh negatif terhadap rata-rata nilai residual absolut reksa dana.

Asumsi Klasik

Dalam penelitian, data yang baik adalah data yang memiliki distribusi mendekati

normal. Maka sebelum melakukan pengujian regresi,, data akan di Uji normalitas terlebih dahulu. Dari hasil uji normalitas yang telah dilakukan terdapat data yang tidak berdistribusi normal yang telah diperbaiki dengan cara menghapus data.

Untuk pendeteksian masalah autokorelasi digunakan pengujian Durbin Watson. Berdasarkan hasil yang diperoleh, tidak terjadi autokorelasi (Lampiran 8). Sementara untuk uji multikolinearitas dilakukan dengan menggunakan *Variance Influence Factor* (VIF). Dimana terdapat masalah multikolinearitas karena nilai VIF lebih besar dari 10. Untuk mengatasi masalah ini, maka dilakukan kembali penghapusan data yang memiliki nilai tinggi (*maximum*) sehingga tidak terdapat masalah multikolinearitas (Lampiran 9). Untuk uji heterokedastisitas, data yang ada telah dinyatakan bebas dari masalah heterokedastisitas (Lampiran 10).

Analisis Regresi

Berikut adalah hasil dari uji regresi linier berganda yang telah dilakukan :

Tabel 10. Hasil Uji Regresi Linier

Independent Variabel	t	Sig.
Konstanta (α)	0.087	0.931
NEAR_10	4.368	0.000
NEAR_30	25.123	0.000
LAG_10	-0.278	0.782
LAG_30	0.273	0.786

Dependent Variable: EAR

Dari tabel diatas, variabel LAG_10 dan LAG_30 tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel EAR karena nilai *p-value* nya lebih besar dari 0.05 (LAG_10 sebesar 0.782, LAG_30 sebesar 0.786). Sedangkan untuk variabel NEAR_10 dan NEAR_30 terbukti memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel EAR dilihat dari nilai signifikan sebesar 0.000. Hal ini sama dengan pernyataan sebelumnya dimana disebutkan bahwa rata-rata nilai absolut residual (selisih actual return dengan model return) akan sama pada semua titik waktu. Dimana rerata absolut residual semua titik waktu yang tergambar oleh variabel NEAR menunjukkan nilai signifikan berpengaruh terhadap rerata absolut residual EAR (Kapugu,2008). Sedangkan untuk nilai *F-Test* dilihat dari nilai *Sig.* kurang dari 0.05 yang artinya dalam model regresi variabel independen mempengaruhi variabel dependennya. Untuk nilai koefisien determinasi disesuaikan (*Adjusted R Square*), model

tersebut mampu menerangkan variabel EAR sebesar 0.982 atau 98,2%.

Pembahasan

Hasil pengolahan dengan menggunakan uji beda ini digunakan untuk mengetahui perbedaan nilai rata-rata antar dua kelompok yang berbeda. Berdasarkan hasil pengolahan diatas, pada rata-rata residual absolut reksa dana periode 10 hari (NEAR_10) tidak ditemukan perbedaan yang signifikan dengan rata-rata residual absolut reksa dana periode pengamatan 20 hari (EAR_20). Hal ini dapat terjadi karena ketidakrataan jumlah observasi yang tidak sesuai dengan kenyataan dipasar (Kapugu,2008). Namun pada rata-rata residual absolut reksa dana periode 30 hari (NEAR_30) terbukti bahwa terdapat perbedaan dengan rata-rata residual reksa dana periode pengamatan 20 hari (EAR_20). Hal ini dibuktikan kembali dengan pengujian hipotesis yang kedua, dimana data dikelompokkan antara bulan Desember dan bulan selain Desember. Dari data yang dihasilkan, hanya terdapat perbedaan antara bulan Desember dengan bulan lainnya dalam *event period* 30 hari (NEAR_30) saja. Sehingga membuktikan bahwa pada bulan Desember terdapat tingkat pengembalian yang abnormal jika dibandingkan dengan bulan lainnya. Hal ini dapat terjadi karena pada akhir bulan Desember investor cenderung membeli kembali saham-saham yang telah dijual pada bulan Desember pada awal perdagangan di bulan Januari (Josephin, 2012). Faktor psikologi juga membuat investor menganggap bahwa awal tahun merupakan awal perdagangan di tahun yang baru sehingga investor cenderung melakukan pembelian saham yang membuat kenaikan harga saham sehingga berdampak terjadinya *window dressing*. Penyebab *window dressing* lainnya yaitu adanya siklus tiap 4 bulanan dimana para manajer investasi menjual saham yang berkinerja buruk, sehingga tepat pada awal Januari para manajer investasi mulai membeli kembali saham-saham yang ada (Anderson, 2005). Kemudian adanya target yang harus dicapai manajer investasi tiap akhir tahun juga berdampak pada terjadinya praktek *window dressing*. Sedangkan untuk bulan selain Desember, seperti Februari,dll tidak ditemukan adanya *window dressing* karena investor sudah mulai cenderung mengurangi pembelian saham karena adanya kenaikan harga yang tinggi pada akhir Desember hingga awal bulan Januari.

Jika dilihat dari hasil regresi, rerata absolut residual semua titik waktu yang tergambar oleh variabel NEAR terbukti menunjukkan nilai signifikan berpengaruh terhadap rerata absolut residual EAR. Hal ini sesuai dengan penelitian O'Neal (2001) bahwa nilai residual disekitar pengamatan akan berpengaruh terhadap nilai residual pada periode pengamatan,

karena umumnya reksa dana cenderung memiliki resiko tidak sistematis yang sama pada semua waktu (Kapugu,2008). Untuk variabel *LAG return* yang mengendalikan kinerja masa lalu ternyata tidak signifikan dan tidak berpengaruh negatif terhadap EAR. *Lag return* berpengaruh positif dapat diakibatkan karena reksa dana memang sudah berkinerja dengan baik sehingga dapat menghasilkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi sehingga dapat melampaui target.

KESIMPULAN DAN SARAN

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pada pengamatan 20 hari hingga 30 hari terdapat *window dressing*, namun untuk periode 10 hari tidak ditemukan adanya *window dressing*. Terbukti dari adanya *abnormal return* yang terjadi pada bulan Desember, dan perbedaan rata-rata residual tiap *event period* sebagai indikasi terjadinya *window dressing* terkait dengan peristiwa *January Effect*. Temuan ini cukup mencerminkan bahwa pasar modal di Indonesia termasuk dalam efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*), dimana para investor maupun grup tertentu masih dapat menggunakan informasi atau peristiwa tertentu untuk mendapatkan keuntungan tidak normal (*abnormal return*) dalam jangka waktu pendek atau tertentu. Praktek *window dressing* ini dilakukan oleh manajer investasi dengan tujuan agar laporan kinerja portofolio yang dilaporkan pada akhir tahun nanti akan tampak bagus. Sehingga pada awal bulan Januari harga saham kembali normal setelah terjadinya aksi jual saham pada akhir bulan Desember.

Implikasi Penelitian

Dengan adanya temuan peristiwa *window dressing*, dimana terjadinya aksi jual pada saham - saham yang memiliki kinerja buruk di akhir tahun sebaiknya para investor atau calon pemegang unit penyertaan lebih memperhatikan faktor-faktor lain seperti kinerja manajer investasi, tingkat pengembalian yang diekspektasikan, resiko yang ada dalam reksa dana tersebut, pergerakan pasar, dan masih banyak lagi. Sehingga para calon investor maupun investor tidak salah dalam menempatkan dananya.

Keterbatasan Penelitian

Keterbatasan penelitian ini berkaitan dengan keterbatasan data return reksa dana saham tahun 2008-2012. Penelitian ini menggunakan periode waktu selama 5 tahun dan data NAB harian, sehingga menemui kesulitan dalam mencari data NAB yang benar-benar disediakan

secara lengkap. Selain itu juga terdapat data NAB yang memiliki nilai yang sama untuk beberapa hari, jika dilihat hal tersebut sangat kecil kemungkinan terjadinya sehingga membatasi dan menimbulkan hasil yang kurang signifikan dalam penelitian ini. Kemudian sample reksa dana penelitian ini termasuk kecil, karena hanya 22 reksa dana saham bila dibandingkan dengan penelitian lainnya.

Saran untuk Penelitian Selanjutnya

Dengan adanya keterbatasan tersebut, maka untuk penelitian selanjutnya disarankan:

1. Menggunakan model lain selain *single indeks model* dalam menghitung tingkat pengembalian yang diekspektasikan.
2. Menambah jumlah reksa dana saham menjadi lebih banyak sehingga hasil yang disajikan semakin akurat.
3. Menambah variabel lain yang dapat menangkap adanya praktek *window dressing*.
4. Menggunakan faktor penyebab *January Effect* selain *window dressing* yang terjadi dalam pasar modal seperti *Tax Loss Selling*.
5. Mengganti peristiwa *Januari Effect* dengan peristiwa lainnya, seperti *Holiday Effect*, *Weekend Effect*, *Seasonal Effect*, dll. Karena untuk penelitian *January Effect* sudah banyak sekali diteliti dan ada beberapa peneliti yang mengatakan bahwa peristiwa *January Effect* ini di luar negeri jarang terjadi kembali.

Daftar Pustaka

- Anderson. L. R. 2005. Yes, Wall Street, There is a January Effect!
- Astuti, D. 2012. Testing of January Effect Stock Exchange in Jakarta (LQ 45 company case studies on the JSE).
- Barus, G. A. 2013. Analisis Pengukuran Kinerja Reksa Dana Dengan Metode Sharpe dan Metode Treyno. Skripsi.
- Fama, E. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*. Vol. 25 No. 2.
- Fitriani, E. 2013. Pengaruh January Effect Terhadap Abnormal Return Pada Saham Sektor Otomotif Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI). STIE MDP, 2013.
- Hartono, J. 2008. Teori Portofolio dan Analisis Investasi. Yogyakarta: BPFE.
- <http://finance.yahoo.com/>
- <http://rudiyanto.blog.kontan.co.id/>
- <http://suararaa.wordpress.com/2011/11/16/cari-data-reksadana/>
- <http://www.bapepam.go.id/>
- <http://www.finansial.bisnis.com/>
- http://www.gunadarma.ac.id/library/articles/graduate/economy/2009/Artikel_20205062_.pdf
- <http://www.idx.co.id/>
- <http://www.portalreksadana.com>
- Josephin. 2012. Analisis Turn of The Year Effect Terhadap Indeks Saham di Benua Amerika,

Benua Eropa, Benua Asia Pasifik.

- Kapugu, P. 2008. Praktek *Window Dressing* pada Reksa Dana Saham di Indonesia Selama Periode 2001-2007. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 10 No. 2 : 85-96.
- Maudy, M. 2013. Pendeteksian Kecurangan Laporan Keuangan Melalui Faktor Risiko Tekanan Dan Peluang. Skripsi.
- O'Neal, E.S. 2001. *Window Dressing and Equity Mutual Funds*.