

Praktek *Window Dressing* pada Reksa Dana Saham di Indonesia Selama Periode 2001-2007

Patrick Kapugu
Ratna Wardhani

Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia
Email: Patrick_kapugu@yahoo.com

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui ketidakwajaran yang terjadi di sekitar tanggal pelaporan dibandingkan dengan periode lainnya atau yang disebut praktek *window dressing* yang terjadi di Indonesia. Melalui penelitian ini investor lebih mengetahui dampak-dampak penempatan dananya, khususnya pada instrumen investasi reksa dana. Beberapa peneliti menyimpulkan ada praktek *window dressing* untuk membuat laporan keuangan tampak menjanjikan bagi investor. Dari hasil penelitian diperoleh tanda bahwa terdapat praktek *window dressing* di sekitar tanggal pelaporan berdasarkan residual aktual dan pengaruh *lagged return*

Kata kunci: *window dressing*, *lagged return*, reksa dana

ABSTRACT

During maintaining their assets, there is an indication those days surrounding every reporting date, which is the date at each year end; fund manager behaves differently from any other dates. Some researchers and analysts conclude this behavior as what-so-called window dressing, which is a practice to present the report in favor of the investors' expectation. This study is intended to examine the existence of such behavior in Indonesia. Some of the signals that aid in proving the existence of window dressing are the turn-of-year factor, lagged returns, and fund's objectives. The result of this study exhibits indications of turn-of-year factor and lagged return inclined to window dressing. This study fails to verify the indications of fund's objective inclined to window dressing because of the changing objectives during the portfolio management.

Keywords: *window dressing*, *lagged return*, *fund guard*

PENDAHULUAN

Usaha untuk membuat laporan tampak menjanjikan (*favorable*) bagi penggunanya sering dilakukan oleh banyak perusahaan dalam berbagai industri. Praktek ini dapat terjadi karena pengguna laporannya hanya mengetahui keadaan objek laporan pada waktu tertentu bukan sepanjang waktu. Di Indonesia, hal ini sangat sering terjadi apalagi didukung dengan pasar yang belum benar-benar efisien. Oleh sebab itu, laporan reksa dana juga berpeluang tinggi menjadi objek praktek yang dikenal dengan *window dressing*. Pada reksa dana, *window dressing* dilakukan oleh manajer investasi dengan melakukan pembelian atau penjualan efek yang dimiliki pada beberapa hari sebelum tanggal pelaporan untuk menutupi kinerja selama periode yang tidak dilaporkan. Di Indonesia, *window dressing* di reksa dana dapat terjadi karena informasi portofolio secara rinci tidak dapat diperoleh tiap hari perdagangan.

Salah satu alasan utama praktek *window dressing* reksa dana 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 atas *window dressing* adalah peningkatan dana kelolaannya, yang selanjutnya dapat meningkatkan jumlah pendapatan operasionalnya. Sedangkan konsekuensi bagi investor adalah kesalahan berinvestasi. Di samping itu secara nominal, konsekuensi bagi investor adalah biaya transaksi untuk menyeimbangkan kembali reksa dananya setelah periode pelaporan, yang seharusnya tidak perlu ada (O'Neal 2001).

Oleh karena itu, tujuan penelitian ini adalah untuk menyajikan bukti empiris mengenai apakah benar praktek *window dressing*, yang dilakukan oleh manajer investasi, terjadi pada reksa dana

saham di Indonesia. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui ketidakwajaran yang terjadi di sekitar tanggal pelaporan dibandingkan dengan periode lainnya. Penelitian ini diharapkan dapat menjadikan investor lebih mengetahui dampak-dampak dari penempatan dananya, khususnya pada instrumen investasi reksa dana. Hal ini sangat diperlukan pada masa sekarang, yaitu ketika masyarakat sedang didorong untuk berpartisipasi dalam investasi.

REKSA DANA SAHAM

Seperti diketahui, reksa dana saham, seperti reksa dana lainnya, perlu memiliki transparansi dan akuntabilitas sehingga kebutuhan akan laporan tiap reksa dana menjadi keharusan. Oleh karena itu, Bapepam-LK membuat peraturan mengenai hal ini melalui Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Nomor: Kep-06/PM/2004 Tentang Laporan Reksa Dana yang kemudian digantikan dengan. Salah satu kewajiban dan tanggung jawab Manajer Investasi sebagaimana dimaksud dalam Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Nomor: Kep-06/PM/2004 Tentang Pedoman Kontrak Reksa Dana Berbentuk Kontrak Investasi Kolektif adalah penyusunan dan penyampaian laporan keuangan tahunan kepada pemegang Unit Penyertaan dan Bapepam. Dalam peraturan yang sama disebutkan juga hak pemegang unit penyertaan adalah memperoleh laporan keuangan secara periodik.

EFFICIENT MARKET HYPOTHESIS DAN ANOMALI PASAR MODAL

Kewajiban pelaporan aktivitas reksa dana kepada Bapepam-LK yang akan dipublikasikan kepada publik secara harian dapat dikatakan mendukung pasar yang efisien. *Efficient market hypothesis* adalah suatu teori yang mengatakan bahwa pasar Efek adalah efisien, dengan harga dari Efek mencerminkan nilai ekonomisnya (Jones 2004). Sedangkan pasar yang efisien adalah pasar yang mana harga dari Efek diperdagangkan mencerminkan semua informasi relevan yang tersedia secara cepat dan secara utuh (Jones 2004). Terdapat tiga bentuk pasar efisien dalam lingkup *efficient market hypothesis* ini, yaitu pasar efisien berbentuk lemah, pasar efisien berbentuk setengah kuat, dan pasar efisien berbentuk kuat (Fama 1970). Dalam hal ini, pasar efisien berbentuk lemah akan termasuk ke dalam pasar efisien berbentuk setengah kuat dan pasar efisien berbentuk setengah kuat akan termasuk ke dalam pasar efisien berbentuk kuat. Sehingga pasar yang

efisien minimal setidaknya memenuhi syarat bentuk pasar lemah, yaitu mengikuti pola acak (*random walk*).

Namun demikian, temuan berdasarkan 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 tersebut antara lain *January effect*, *price-earning ratio effect*, *cash dividend yield*, *business cycle effect*, *the other January effect*, *turn-of-year effect* juga *turn-of-month effect* dan lain-lain.

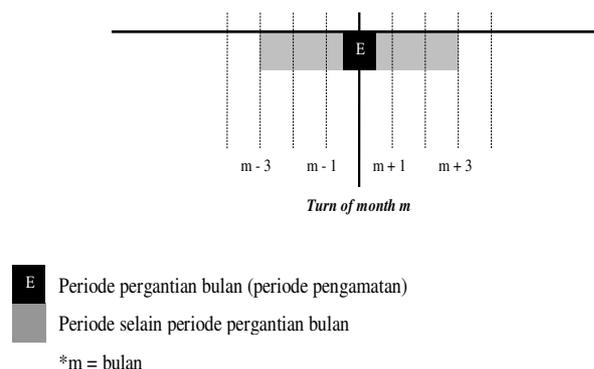
Dalam kasus reksa dana ini, karena pelaporan akhir tahun menjadi penting terkait adanya laporan kinerja dan laporan, maka anomali yang dijadikan perhatian adalah adanya efek Januari. Efek Januari sendiri adalah kecenderungan terukur atas kinerja tingkat pengembalian yang tinggi pada bulan Januari daripada bulan lainnya oleh saham dengan kapitalisasi pasar yang kecil (Jones 2004). 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*. Adanya temuan peluang praktek ini kemudian diteliti oleh Haugen dan Lakonishok 1988; Musto 1997; Sias dan Starks 1997; O'Neal 2001; dan Meier dan Schaumburg 2004 yang akhirnya diperoleh beberapa implikasi dan temuan lainnya, seperti implikasi terhadap pembuatan keputusan dan kemungkinan pengaruh pajak dalam anomali ini.

WINDOW DRESSING PADA REKSA DANA SAHAM

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—dapat dikatakan tidak wajar. Sehingga dalam penelitian ini, untuk memproksi faktor-faktor unik/penyimpangan dari kewajaran suatu reksa dana secara umum, digunakanlah nilai residual yang bernilai absolut, karena penyimpangan tidak memerlukan pembedaan antara negatif dan positif.

Secara umum, rata-rata nilai absolut residual—selisih *actual return* dengan model *return*—akan sama pada semua titik waktu pada beberapa reksa dana (O'Neal 2001). Hal ini juga merupakan

turunan dari pernyataan Jones (2004) dan MacKinlay (1997), bahwa penjumlahan (*aggregation*) *residual return* diperlukan untuk memperoleh inferensi atas peristiwa (*event*). Sehingga bila direrata seharusnya nilai ini sama di semua waktu jika memang memiliki risiko tidak sistematis di sepanjang waktu. Jika dilihat pada Gambar 1, rata-rata nilai absolut residual pada hari-hari E akan sama pada semua titik waktu (area berwarna abu-abu muda).



Gambar 1. Gambaran Periode Pergantian Bulan

Karena dilihat adanya peluang praktek *window dressing*, maka diduga ada faktor lain yang mempengaruhi *actual return* dan residual absolutnya. Oleh karena itu, nilai absolut dari residual pada pergantian bulan yang berpeluang *window dressing* adalah terdiri dari komponen rerata residual absolut ditambah dengan faktor lain. 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. Meier dan Schaumburg (2004) juga mengatakan bahwa indikasi praktek *window dressing* adalah *return* yang berbeda antara sebelum dan sesudah pelaporan.

Di Indonesia sendiri, seperti disebutkan sebelumnya, manajer investasi diwajibkan untuk mempublikasikan laporan keuangan tahunan yang telah diaudit akuntan terdaftar di Bapepam maksimal akhir bulan ketiga setelah tanggal laporan keuangan tahunan (Kep-04/PM/2004). 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:

H1: Rata-rata residual absolut reksa dana selama periode pergantian bulan pada pergantian tahun/tahun fiskal berbeda dengan rata-rata residual absolut reksa dana pada 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. Contoh hubungan yang positif adalah ketika reksa dana yang telah berkinerja baik bisa saja dana investor ditempatkan pada Efek yang tidak sesuai dengan harapan investor. Sedangkan contoh hubungan negatif adalah ketika reksa dana yang biasanya ditempatkan pada Efek yang tidak berkinerja baik tiba-tiba menjadi berkinerja baik, maka hal ini akan sejalan dengan residual. Cooper et al. (2005) maupun O’Neal (2001), rentang tiga dan enam bulan juga dapat digunakan untuk mengendalikan kinerja masa lalu. Meier dan Schaumburg (2004) dan He, et al (2004) juga menemukan faktor yang paling berpengaruh dalam praktek *window dressing* adalah kinerja masa lalu yang buruk. Dengan demikian, dapat dibuat hipotesis sebagai berikut:

H2: *Lagged return* berpengaruh secara negatif terhadap rata-rata residual absolut reksa dana pada periode pergantian bulan.

Pada penelitian O’Neal (2001) diketahui bahwa reksa dana yang tujuan pengelolaannya semakin agresif maka motif manajer investasi untuk melakukan *window dressing* semakin besar yang akan menyebabkan peluang terjadinya praktek *window dressing* semakin tinggi dan sebaliknya. Pada penelitian Potter et al (2000) dan Carhart et al (2002) tentang arus reksa dana, ditemukan bahwa antarreksa dana yang berlainan tujuan memiliki hasil penelitian yang berbeda pula. Sebagai informasi, ada 3 tujuan yang akan dilihat pengaruhnya (pertumbuhan agresif, pertumbuhan, dan pendapatan), oleh karena itu untuk melihat adanya pengaruh ini dengan menggunakan regresi, maka tujuan yang akan digunakan sebagai dasar/perbandingan adalah tujuan pertumbuhan dan pendapatan. Dengan demikian, hipotesis yang dapat dibuat adalah sebagai berikut:

H3a: Rata-rata residual absolut reksa dana pertumbuhan agresif selama periode pergantian bulan berbeda dengan rata-rata residual absolut reksa dana lainnya selama periode pergantian bulan.

H3b: Rata-rata residual absolut reksa dana pertumbuhan selama periode pergantian bulan berbeda dengan rata-rata residual absolut reksa dana lainnya selama periode pergantian bulan.

Selanjutnya O'Neal (2001) menyarankan untuk menambahkan variabel pengendali berupa tahun yang menjadi periode pengamatan. Di samping itu, pada temuan yang dilaporkan Sias (2007) terlihat bahwa rerata *momentum profit* bulanan antara tahun 1963-1984 berbeda dengan tahun 1984-2004. Faktor tahunan dapat menjadi signifikan seandainya antara tahun yang satu dan yang lainnya memiliki karakteristik tersendiri. Hal ini menunjukkan karakteristik sendiri terutama ketika pasar reksa dana di Indonesia pada tahun 2005 sempat mengalami gejolak.

METODE PENELITIAN

Seperti disebutkan sebelumnya bahwa penelitian ini akan melihat ketidakwajaran, maka diperlukan data residual absolut yang akan diolah dari data Nilai Aktiva Bersih (NAB) dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Penggunaan IHSG sebagai acuan karena investasi reksa dana saham adalah minimum 80% pada Efek saham. Untuk meningkatkan kemampuan prediksi, reksa dana yang dijadikan observasi adalah seluruh reksa dana saham yang memiliki data NAB sejak Januari 2001 sampai Maret 2008. Data ini dikumpulkan dari Yahoo!Finance dan Infovesta.

Untuk menguji hipotesis-hipotesis sebelumnya, maka data dan karakteristik NAB dan IHSG perlu diolah lebih lanjut.

Variabel Dependen

Dalam penelitian ini, karena ketidakwajaran pada pergantian tahun diduga akibat adanya *window dressing*, maka akan digunakan *event study* untuk memperhatikan ketidakwajaran tersebut (Jones 2004). *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 yang juga menggunakan *event study* di Indonesia (Rustamadji 2001; Sinta 2004; dan Sevilla 2006). Penggunaan alternatif 10 dan 30 hari berguna untuk perbandingan karena penggunaan *event period* berbeda-beda antarpenelitian (Damus 2004; Almilia dan Sifa 2006; Pramastuti 2007; dan Fidiasari 2006).

Karena yang menjadi fokus pengamatan adalah ketidakwajaran *return* pada hari di sekitar

event period maka ketidakwajaran tersebut diperhitungkan seperti berikut:

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

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

Seperti disebutkan sebelumnya bahwa 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. Oleh karena itu cara perhitungan residual absolut tersebut adalah:

$$NEAR_i = \frac{\sum_{t=1}^m |DRRDS_{it} - E(DRRDS_{it})|}{m} \quad (2)$$

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 difunakan perhitungan (2.3.a) dan perlu disesuaikan dengan tujuan (2.3.b) sebagai berikut:

$$LAG_i = \frac{NAB_{i,t} - NAB_{i,t-1}}{NAB_{i,t-1}} \quad (3.a)$$

$$adjLAG_i = LAG_i - \frac{\sum_{t=1}^j LAG_i}{j} \quad (3.b)$$

Di mana:

- LAG_i : tingkat pengembalian untuk 6 bulan pada hari akhir bulan $m-3$ relatif terhadap hari awal bulan $m-9$
 $NAB_{i,l}$: nilai aktiva bersih reksa dana i pada hari l (hari akhir bulan $m-3$)

- NAB_{i,t-1} : nilai aktiva bersih reksa dana i pada hari t-1 (hari awal bulan m-9)
- adjLAG_{i,t}¹ : tingkat pengembalian reksa dana saham untuk 6 bulan pada hari akhir bulan m-3 relatif terhadap hari awal bulan m-9 secara relatif terhadap rerata tingkat *lagged return* semua reksa dana dengan tujuan serupa.
- j : jumlah reksa dana saham dengan tujuan serupa dalam satu periode pengamatan

Untuk menduga pengaruh tujuan pengelolaan, digunakan variabel *dummy*. Penentuan klasifikasi tujuan pengelolaan reksa dana saham akan menggunakan basis standar deviasi. Caranya adalah dengan mencari standar deviasi sejak hari pertama dan terakhir data. untuk tiap reksa dana. Setelah itu, semua reksa dana akan diperingkat dan diklasifikasikan menjadi 3 tujuan pengelolaan. Dan seperti disebutkan, yang dijadikan pembandingan adalah reksa dana dengan tujuan pertumbuhan dan pendapatan. Sedangkan untuk menduga pengaruh tahun, digunakan variabel *dummy* pula. Data ini diperoleh dengan melihat karakteristik NAB.

Operasionalisasi variabel-variabel independen tersebut sesuai model yang diformulasi akan dilakukan dengan menggunakan metode *Ordinary Least Squares* (OLS).

$$EAR = \alpha + \beta_1 NEAR + \beta_2 dFIS + \beta_3 LAG + \beta_4 AGR + \beta_5 dGRO + \beta_6 d02 + \beta_7 d03 + \beta_8 d04 + \beta_9 d05 + \beta_{10} d06 + \beta_{11} d07 \quad (4)$$

Di mana:

dFIS : variabel *dummy* untuk bulan yang merupakan akhir tahun buku perusahaan/akhir tahun kalender. Variabel ini bernilai 1 untuk bulan Desember, dan bernilai 0 untuk bulan lainnya.

d02-07 : variabel *dummy* untuk tahun 2002-2007. Variabel ini bernilai 1 untuk tiap-tiap

bulan yang berada pada tahun 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, atau 2007, dan bernilai 0 untuk bulan pada tahun selain 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, atau 2007.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Regresi dengan menggunakan alternatif periode pengamatan 10, 20, dan 30 hari akan dilakukan terhadap 1817 observasi dari 46 reksa dana saham (termasuk pencilan-pencilan). Pertama, *skewness* residual absolut pada periode pengamatan 10, 20, dan 30 hari bernilai positif, yaitu secara berturut-turut *Skewness* = 0,5790; 0,6214; dan 0,5541 yang sesuai dengan nilai absolut residual, karena nilai absolut tidak mungkin negatif, dan *skewness* sejalan dengan nilai median dan nilai minimum maksimum masing-masing periode pengamatan yang karakteristik lengkapnya tercantum pada bagian Lampiran. Di samping itu, ringkasan nilai rerata untuk berbagai alternatif periode pengamatan berdasarkan bulan tersebut dapat dilihat pada Tabel 1.

Setelah diklasifikasikan berdasarkan bulan, hasil yang diperoleh kembali agak bertentangan dengan prediksi. Dari hasil statistik deskriptif diperoleh bahwa nilai absolut residual tertinggi berada pada pergantian Maret ke April bukannya berada pada pergantian bulan Desember ke bulan Januari untuk pengamatan 20 hari. Seperti diutarakan sebelumnya, bahwa perbedaan ini memang dapat timbul karena penggunaan periode pengamatan yang berbeda dan sebenarnya hal ini masih terkena bias oleh nilai absolut yang memang dapat bernilai positif. Namun khusus pergantian bulan Maret ke April pada pengamatan 20 hari, nilai yang diperoleh cukup tinggi untuk berbagai alternatif yang merujuk kepada kemungkinan bahwa karena pada bulan

Tabel 1. Statistik Deskriptif EAR Keseluruhan untuk Periode Pengamatan 10, 20, dan 30 Hari

	10 days	20 days	30 days
Mean	0.3392%	0.3465%	0.3516%
Standard Error	0.000036700	0.000035808	0.000035531
Median	0.3146%	0.3187%	0.3234%
Mode	#N/A	#N/A	0.0022474
Standard Deviation	0.1497%	0.1458%	0.1440%
Sample Variance	0.000002241	0.000002126	0.000002073
Kurtosis	-0.035875893	0.018275324	-0.181321897
Skewness	0.578981731	0.621401825	0.554107243
Range	0.007803620	0.007940819	0.007945100
Minimum	0.000052137	0.000070918	0.000065800
Maximum	0.007855757	0.008011737	0.008010900
Sum	5.644685385	5.744624454	5.773352900
Count	1,664	1,658	1,642
Confidence Level(95.0%)	0.000071984	0.000070233	0.000069691

Maret, laporan keuangan hasil audit biasanya telah keluar. Di samping itu, kemungkinan lainnya residual absolut terbesar bukan pada bulan pergantian Desember adalah kurangnya pengungkapan oleh manajer investasi mengenai keseluruhan portofolio kepada pemegang unit penyertaan. Bahkan, kemungkinan lain adalah tidak dipublikasikannya laporan keuangan kepada pemegang unit penyertaan. Hal tersebut dimungkinkan karena adanya beban terhadap reksa dana karena publikasi laporan keuangan dan pembahasan prospektus.

Untuk lebih jauh melihat kebenaran bahwa rerata residual tersebut tampak bias karena merupakan nilai absolut, maka akan dilakukan analisis terhadap residual aktual, seperti dilakukan sebelumnya. Dari statistik deskriptif untuk residual aktual di antara bulan Desember dengan bulan Maret, diperoleh hasil seperti Tabel 2 dan Tabel 3.

Adapun tabel ini hanya mengambil tiga hari sebelum dan sesudah pergantian bulan agar lebih fokus pada peluang praktek *window dressing*.

Tabel 2. Rerata Residual Aktual untuk Bulan Desember dan Selain Desember pada 3 Hari Sebelum dan Sesudah dalam Periode Pengamatan 10, 20, dan 30 Hari

Day h	Mean 10		Mean 20		Mean 30	
	Dec	Non Dec	Dec	Non Dec	Dec	Non Dec
-3	0.107%	0.010%	0.077%	0.016%	0.097%	0.008%
-2	-0.046%	-0.045%	-0.056%	-0.040%	-0.074%	-0.040%
-1	-0.127%	0.011%	-0.104%	0.016%	-0.131%	0.013%
+1	-0.150%	-0.014%	-0.119%	-0.008%	-0.155%	-0.002%
+2	0.051%	-0.031%	0.054%	-0.017%	0.039%	-0.006%
+3	0.113%	-0.036%	0.139%	-0.014%	0.156%	0.015%

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

Day h	Mean 10		Mean 20		Mean 30	
	Dec	Mar	Dec	Mar	Dec	Mar
-3	0.107%	-0.034%	0.077%	-0.072%	0.097%	-0.081%
-2	-0.046%	0.028%	-0.056%	0.008%	-0.074%	-0.005%
-1	-0.127%	-0.072%	-0.104%	-0.048%	-0.131%	-0.062%
+1	-0.150%	-0.001%	-0.119%	0.021%	-0.155%	0.023%
+2	0.051%	0.047%	0.054%	0.113%	0.039%	0.229%
+3	0.113%	-0.009%	0.139%	0.297%	0.156%	0.531%
Mean*	0.033%	-0.003%	0.009%	0.061%	-0.007%	0.063%

* Mean after turn of month

Tabel 4. Statistik Deskriptif EAR berdasarkan Tujuan Pengelolaan Dana untuk Periode Pengamatan 10 Hari

	Growth and Income	Growth	Aggressive Growth
Mean	0.3356%	0.3275%	0.3600%
Standard Error	0.0000535	0.0000523	0.0001110
Median	0.3147%	0.3033%	0.3564%
Mode	#N/A	#N/A	#N/A
Standard Deviation	0.1463%	0.1339%	0.1731%
Sample Variance	0.0000021	0.0000018	0.0000030
Kurtosis	-0.2139366	0.4489275	-0.5142323
Skewness	0.4988016	0.7958885	0.1437099
Range	0.0076894	0.0071083	0.0077194
Minimum	0.0000521	0.0007381	0.0001363
Maximum	0.0077415	0.0078464	0.0078558
Sum	2.5136262	2.1483319	0.8746924
Count	749	656	243
% Count	45.45%	39.81%	14.75%
Confidence Level(95.0%)	0.0001049	0.0001026	0.0002187

Sama dengan penelitian sebelumnya (O'Neal 2001 dan Carhart et al 2001) dan prosedur analisis sebelumnya, hasil di atas menunjukkan adanya nilai negatif pada hari pertama perdagangan untuk berbagai alternatif periode pengamatan. Dalam penelitian O'Neal nilai pada hari pertama ini dikarenakan adanya usaha penyeimbangan kembali setelah *window dressing*, sedangkan Carhart et al. menemukannya sebagai usaha untuk mendongkrak portofolio. Dari temuan ini dan disesuaikan temuan penelitian sebelumnya tentang pergantian bulan Desember dan perhatian pada hari pertama perdagangan, maka pergantian bulan Desember ke Januari memiliki nilai negatif dan lebih besar dibandingkan dengan pergantian bulan lainnya. Dengan demikian, dapat dikatakan adanya indikasi awal keberadaan *window dressing* pada bulan Desember.

Kembali untuk membuktikan kemungkinan bahwa residual pada bulan Maret bernilai positif atau setidaknya lebih besar dibandingkan dengan Desember, dapat dilihat pada rerata residual aktual setelah pergantian bulan Maret. Kecuali untuk periode pengamatan 10 hari, pergantian bulan Maret ke April memiliki tingkat rerata residual aktual yang lebih besar. Khusus untuk periode pengamatan 10 hari, selain bulan Maret bukanlah bulan dengan rerata EAR yang tinggi, hal yang berbeda dapat terjadi karena 5 hari awal sesudah pergantian bulan dapat tidak mencerminkan efek dari pelaporan.

Di samping diklasifikasikan berdasarkan bulan, EAR diklasifikasikan berdasarkan tujuan pengelolaannya. Pengklasifikasian ini dapat dilihat pada Tabel 4, Tabel 5, dan Tabel 6.

Tabel 5. Statistik Deskriptif EAR Keseluruhan dan berdasarkan Tujuan Pengelolaan Dana untuk Periode Pengamatan 20 Hari

	<i>Growth and Income</i>	<i>Growth</i>	<i>Aggressive Growth</i>
Mean	0.3481%	0.3389%	0.3620%
Standard Error	0.0000538	0.0000531	0.0001044
Median	0.3283%	0.3049%	0.3528%
Mode	#N/A	#N/A	#N/A
Standard Deviation	0.1474%	0.1367%	0.1631%
Sample Variance	0.0000022	0.0000019	0.0000027
Kurtosis	-0.2467834	0.6533780	-0.2514367
Skewness	0.5088058	1.0262962	0.1322529
Range	0.0077738	0.0069654	0.0076750
Minimum	0.0000709	0.0010464	0.0001514
Maximum	0.0078448	0.0080117	0.0078264
Sum	2.6145561	2.2467258	0.8833426
Count	751	663	244
% Count	45.30%	39.99%	14.72%
Confidence Level(95.0%)	0.0001056	0.0001042	0.0002057

Tabel 6. Statistik Deskriptif EAR Keseluruhan dan berdasarkan Tujuan Pengelolaan Dana untuk Periode Pengamatan 30 Hari

	<i>Growth and Income</i>	<i>Growth</i>	<i>Aggressive Growth</i>
Mean	0.3570%	0.3435%	0.3573%
Standard Error	0.0000541	0.0000526	0.0001005
Median	0.3425%	0.3027%	0.3455%
Mode	0.0022474	0.0024608	#N/A
Standard Deviation	0.1482%	0.1350%	0.1540%
Sample Variance	0.0000022	0.0000018	0.0000024
Kurtosis	-0.3713587	0.2935543	-0.3350944
Skewness	0.4197773	1.0053974	0.0060587
Range	0.0079451	0.0068050	0.0071368
Minimum	0.0000658	0.0010504	0.0001548
Maximum	0.0080109	0.0078554	0.0072916
Sum	2.6736613	2.2599794	0.8397122
Count	749	658	235
% Count	45.62%	40.07%	14.31%
Confidence Level(95.0%)	0.0001063	0.0001033	0.0001979

Untuk reksa dana yang tujuan pengelolaannya *growth and income* malah memiliki tingkat residual yang lebih tinggi dibandingkan dengan reksa dana yang tujuan pengelolaannya *growth*. Namun demikian, untuk reksa dana yang tujuannya *growth* dan *aggressive growth* tetap sejalan dengan prediksi, yaitu reksa dana yang dikelola lebih agresif memiliki tingkat residual absolut yang jauh lebih tinggi. Dengan alasan kemungkinan besar ketidaksesuaian itu terjadi akibat adanya sampel yang tidak seimbang dan akibat adanya pembagian yang kasar dalam pengklasifikasian tujuan pengelolaan reksa dana serta akibat adanya perubahan tujuan reksa dana.

Statistik Inferensial pada Pengamatan 20 Hari

Di samping temuan statistik deskriptif, akan dilakukan pengujian untuk memperoleh temuan statistik inferensial dengan uji beda t untuk melihat signifikansi perbedaan nilai aktual residual baik antara bulan Desember dengan bulan lainnya maupun antara tujuan pengelolaan reksa dana yang satu dengan lainnya. Selain uji beda t, statistik inferensial diperoleh dari analisis multivariat, yaitu analisis terhadap regresi atas model sebelumnya. Pada Tabel 7 terlihat *output* uji beda terhadap residual aktual yang sudah diklasifikasikan untuk antara bulan Desember dengan selain Desember dan antartujuan pengelolaan reksa dana. Dari hasil ini terlihat bahwa memang residual aktual bulan Desember berbeda secara signifikan dengan bulan lainnya walaupun pada bulan Desember tidak terdapat *mean* EAR

yang paling tinggi sehingga membuktikan bahwa pada bulan Desember terdapat tingkat pengembalian yang abnormal (residual) yang negatif dan signifikan dibandingkan dengan bulan lainnya. Temuan ini sejalan dengan temuan O'Neal (2001), yaitu reksa dana akan berkinerja buruk pada hari pertama setelah pergantian tahun yang cenderung dikarenakan praktek *window dressing*. Sedangkan antartujuan pengelolaan reksa dana, tidak ditemukan adanya perbedaan yang signifikan di antaranya, yang berarti nilai residual di antara ketiga kelompok sama saja. Hal ini dapat diakibatkan ketidakrataannya jumlah observasi dan klasifikasi yang mungkin tidak sesuai kenyataan di pasar.

Regresi ini bertujuan membuktikan hipotesis dengan model awal yang menggunakan seluruh observasi pada periode pengamatan 20 hari. Dalam regresi ini terdapat heteroskedastisitas yang telah diperbaiki, namun tidak terdapat multikolinearitas. *Output* dapat dilihat pada Tabel 8.

Dilihat dari koefisien determinasi disesuaikan (*adj. R²*), model ini mampu menerangkan variasi variabel EAR sebesar 49,82%.

Sebelumnya disebutkan bahwa rata-rata nilai absolut residual—selisih *actual return* dengan model *return*—akan sama pada semua titik waktu pada beberapa reksa dana. Rerata absolut residual semua titik waktu yang tergambar oleh variabel NEAR menunjukkan nilai signifikan berpengaruh terhadap rerata absolut residual EAR. Hal ini sesuai dengan penelitian O'Neal (2001), Jones (2004), dan MacKinlay (1997) bahwa nilai residual di sekitar pengamatan akan berpengaruh terhadap nilai residual pada pengamatan, karena umumnya reksa dana cenderung memiliki risiko

Tabel 7. *Output* Uji Beda t terhadap Residual Aktual pada Periode Pengamatan 10, 20, dan 30 Hari

		<i>t-test for Equality of Means</i>								
		<i>Mean 10</i>			<i>Mean 20</i>			<i>Mean 30</i>		
		<i>t</i>	<i>Sig.</i>		<i>t</i>	<i>Sig.</i>		<i>t</i>	<i>Sig.</i>	
<i>Between</i>	<i>EVA</i>	-3.7554	0.0002	**	-2.4553	0.0142	*	-3.4341	0.0006	**
<i>December and non December</i>	<i>EVNA</i>	-4.2017	0.0000	**	-2.0346	0.0434	*	-2.9139	0.0040	**
<i>Between Aggressive growth and Growth</i>	<i>EVA</i>	0.5511	0.5817		-0.4060	0.6849		-0.0556	0.9557	
	<i>EVNA</i>	0.5248	0.6000		-0.4036	0.6867		-0.0546	0.9565	
<i>Between Aggressive growth and Growth & Income</i>	<i>EVA</i>	0.7000	0.4841		-0.1272	0.8988		0.2590	0.7957	
	<i>EVNA</i>	0.7041	0.4818		-0.1236	0.9017		0.2541	0.7995	
<i>Between Growth and Growth & Income</i>	<i>EVA</i>	0.2677	0.7890		0.4107	0.6814		0.4458	0.6558	
	<i>EVNA</i>	0.2698	0.7874		0.4096	0.6822		0.4459	0.6558	

EVA = Equal variances assumed

EVNA = Equal variances not assumed

Tabel 8. Ringkasan *Output* Regresi atas Model untuk Regresi pada Periode Pengamatan 10 20, dan 30 Hari

		10 days		20 days		30 days	
<i>Adjusted R²</i>		41.4451%		49.8203%		53.3953%	
<i>Independent Variable</i>		<i>Dependent variable = EAR</i>					
		10 days		20 days		30 days	
α	β	0.0007		0.0005		0.0002	
	<i>Sig.</i>	(0.0001)	**	(0.0026)	**	(0.2518)	
NEAR	β	0.6987		0.7358		0.7802	
	<i>Sig.</i>	(0.0000)	**	(0.0000)	**	(0.0000)	**
dFIS	β	0.0002		0.0003		0.0004	
	<i>Sig.</i>	(0.0457)	*	(0.0012)	**	(0.0000)	**
LAG	β	-0.0001		0.0001		0.0005	
	<i>Sig.</i>	(0.5524)		(0.7718)		(0.0123)	*
d02	β	-0.0000		0.0004		0.0007	
	<i>Sig.</i>	(0.8393)		(0.0119)	*	(0.0000)	**
d03	β	0.0001		0.0004		0.0007	
	<i>Sig.</i>	(0.5952)		(0.0185)	*	(0.0000)	**
d04	β	0.0002		0.0002		0.0005	
	<i>Sig.</i>	(0.2293)		(0.1359)		(0.0021)	**
d05	β	0.0000		0.0001		0.0004	
	<i>Sig.</i>	(0.8913)		(0.4822)		(0.0128)	*
d06	β	0.0000		0.0003		0.0007	
	<i>Sig.</i>	(0.8053)		(0.0513)		(0.0000)	**
d07	β	0.0001		0.0002		0.0005	
	<i>Sig.</i>	(0.7372)		(0.2988)		(0.0005)	**
dAGR	β	0.0002		0.0001		-0.0001	
	<i>Sig.</i>	(0.0227)	*	(0.2459)		(0.4182)	
dGRO	β	0.0001		0.0000		-0.0001	
	<i>Sig.</i>	(0.2872)		(0.5429)		(0.3614)	
		10 days		20 days		30 days	
F		106.9768		150.5573		171.9188	
<i>Sig.</i>		(0.0000)	**	(0.0000)	**	(0.0000)	**

tidak sistematis yang sama pada semua waktu. Kewajiban pelaporan pada akhir tahun dan adanya faktor khusus pada pergantian tahun dicerminkan oleh variabel dFIS. Variabel dFIS (faktor akhir tahun) inilah yang menjadi indikasi kuat adanya *window dressing* pada reksa dana saham. Dalam hal ini dFIS menunjukkan signifikansi pengaruh positif terhadap EAR. Hasil ini sejalan dengan Sias dan Starks (1997), Musto (1999), dan O’Neal (2001) bahwa pada pergantian tahun terdapat peristiwa/nilai yang unik/berbeda.

Variabel LAG yang mengendalikan faktor kinerja masa lalu ternyata tidak signifikan dan bernilai positif terhadap residual absolut (EAR). Jadi, seperti diutarakan sebelumnya, hal ini dapat terjadi karena baik target *return* maupun persepsi investor atas *return* pada suatu waktu dipengaruhi oleh *return* masa lalu dalam jangka yang lebih lama, misalnya *return* 12 bulan daripada 6 bulan. Sedangkan pengaruh positif dapat karena reksa dana yang sudah berkinerja baik akan menempatkan dananya di efek yang lebih tinggi pengembaliannya untuk terus mempertahankan nasabah maupun mencapai dan melampaui target. Disebutkan pula bahwa reksa dana yang tujuan pengelolaannya semakin agresif (tujuan agresif—

dAGR—dan tujuan pertumbuhan—dGRO) maka motif manajer investasi untuk melakukan *window dressing* semakin besar yang akan menyebabkan peluang terjadinya praktek *window dressing* semakin tinggi dan sebaliknya. Ditemukan bahwa variabel dAGR dan dGRO tidak signifikan berpengaruh terhadap absolut residual (EAR). Hal ini tidak sesuai dengan penelitian sebelumnya, yaitu dengan Potter (2000), O’Neal (2001), dan Carhart et al. (2002), yang dapat dikarenakan: (1) perlunya klasifikasi lebih lanjut akibat kondisi reksa dana di Indonesia yang tujuannya dapat berubah sepanjang pengelolaannya, atau (2) reksa dana yang agresif mengelola reksa dana secara berisiko sehingga *return* berfluktuatif tinggi (residual) terjadi hampir di semua waktu termasuk saat bukan pergantian bulan. Sehingga tidak terlihat signifikansi pengaruh perbedaan antara satu tujuan dengan tujuan lainnya.

Analisis Sensitivitas Window Period terhadap Statistik Inferensial

Analisis sensitivitas dilakukan dengan mengulang kembali prosedur analisis dari awal namun mengubah variabel panjang periode pengamatan.

Variabel periode pengamatan yang digunakan untuk pembandingan terhadap lama 20 hari adalah lama 10 dan 30 hari.

Dari hasil uji beda t (Tabel 7), pada semua alternatif periode pengamatan, bahwa untuk residual aktual bulan Desember berbeda secara signifikan dengan bulan selain bulan Desember walaupun pada bulan Desember tidak terdapat *mean* EAR yang paling tinggi. Hal ini menegaskan pernyataan sebelumnya bahwa pada bulan Desember terdapat tingkat pengembalian yang abnormal (residual) yang negatif dan signifikan dibandingkan dengan bulan lainnya. Sedangkan antartujuan pengelolaan reksa dana, kembali tidak ditemukan adanya perbedaan yang signifikan di antaranya. Hal ini dapat diakibatkan ketidakakuratan klasifikasi dan perilaku *window dressing* pada hampir semua reksa dana.

Dari regresi pertama terhadap seluruh observasi, ditemukan pada pengamatan 30 hari, bahwa hampir semua variabel (termasuk tahun) berpengaruh signifikan kecuali variabel tujuan pengelolaan. Sedangkan pada pengamatan 10 hari, variabel LAG menjadi tidak signifikan namun dAGR menjadi signifikan. Signifikansi dAGR ini di luar dugaan, namun dapat dimungkinkan karena semakin sempit pengamatan, EAR, yang merupakan nilai rerata residual, dapat semakin menghilangkan bias dari hal yang terjadi menjelang pergantian bulan. Adanya temuan pada analisis sensitivitas ini memperkuat indikasi bahwa terjadi hal-hal yang unik menjelang pergantian bulan khususnya pada bulan Desember, terutama dengan adanya faktor dFIS yang signifikan berpengaruh pada berbagai pengamatan.

KESIMPULAN

Dari analisis utama pada pengamatan 20 hari yang dilakukan sebelumnya, dapat diambil kesimpulan bahwa terdapat *window dressing*. Dari analisis terhadap statistik deskriptif untuk residual aktual terlihat bahwa hari pertama sebelum dan sesudah pergantian tahun terdapat residual yang negatif. Hal ini didukung statistik inferensial, yaitu residual aktual hari pertama yang signifikan berbeda dengan bulan lainnya. Hal ini sejalan dengan temuan penelitian acuan, yaitu O'Neal (2001) dan Carhart et al. (2002).

Di samping itu, dari analisis statistik inferensial pada analisis multivariat ditemukan bahwa variabel dFIS, sebagai variabel yang paling menentukan keberadaan *window dressing* dibandingkan variabel lainnya, menunjukkan adanya signifikansi. Variabel pergantian tahun dan beda residual aktual pada pergantian tahun tersebut

adalah faktor penting dalam analisis ini dan terbukti keduanya signifikan. Karena kedua variabel ini sering digunakan dan diperhatikan pada beberapa penelitian (O'Neal 2001; Carhart et al 2002; Musto 1999; dan Sias dan Starks 1997).

Untuk mendukung analisis tersebut dilakukan juga analisis sensitivitas dengan periode pengamatan sebagai variabelnya. Dari temuan analisis sensitivitas 30 hari ditemukan signifikansi yang lebih banyak, terutama pengaruh dari *lagged return*. *Lagged return* juga menjadi salah satu variabel penting karena selain sebagai pengendali kinerja masa lalu, tapi juga dijadikan indikasi adanya *window dressing* oleh beberapa penelitian (Carhart et al 2002; Meier dan Schaumburg 2004; dan He et al 2004). Temuan ini cukup mencerminkan tingkat efisiensi pasar di Indonesia dan pengaruh dari variabel-variabel pengendali tahun. Dari temuan analisis sensitivitas ini dapat dikatakan memang indikasi yang mengarah pada *window dressing* pada temuan analisis utama (statistik deskriptif dan inferensial) semakin diperkuat.

Keterbatasan dalam penelitian ini sangat terkait dengan keterbatasan data. Dalam hal keterbatasan data, pertama, hal yang paling membiaskan hasil temuan penelitian ini adalah klasifikasi tujuan reksa dana. Keterbatasan ini sangat terkait karena berubah-ubahnya tujuan reksa dana yang juga diakui oleh penyedia data independen, PT Infovesta Utama, sehingga pembuatan klasifikasi ini memerlukan kompleksitas yang lebih.

Kedua, penggunaan 6 bulan sebagai basis perhitungan *lagged return* cukup membatasi dan menimbulkan pengaruh variabel yang tidak signifikan. Penggunaan 12 bulan dimungkinkan namun konsekuensinya adalah pengurangan jumlah observasi, yang mana jumlah observasi untuk penelitian ini sudah termasuk kecil, 46 reksa dana saham, bila dibandingkan dengan penelitian lain yang mencapai 195 reksa dana saham. Pengurangan observasi ini dapat menimbulkan konsekuensi lain, misalnya hasil yang bias.

Dengan melihat temuan analisis dan keterbatasan, maka penelitian selanjutnya disarankan: 1) menggunakan metode lain untuk menangkap adanya praktek *window dressing* pada akhir tahun. Karena metode O'Neal (2001) yang dijadikan acuan penelitian ini hanya 1 dari beberapa metode lainnya, misalnya yang digunakan oleh Meier dan Schaumburg (2004), Carhart et al (2002), atau dengan memodifikasi penelitian *window dressing* pada efek lain Musto (1997). 2) menambah jumlah observasi. Penambahan observasi dapat dilakukan dengan memperpanjang ruang lingkup waktu penelitian dan memperbanyak sampel reksa dana. Perpan-

jangan waktu penelitian perlu karena sebagian besar penelitian di bidang keuangan memerlukan ruang lingkup waktu penelitian yang cukup panjang, misalnya 10 atau 20 tahun. Dengan memperbanyak sampel reksa dana saham, akan diperoleh gambaran lebih baik mengenai *window dressing* 3) melakukan klasifikasi dengan meningkatkan kompleksitas penentuan kategori. Hal ini sangat diperlukan untuk memperoleh hal yang sejalan dengan penelitian sebelumnya dan dugaan umum, 4) memperpanjang waktu perhitungan *lagged return* menjadi 12 bulan. Atau bahkan bisa melakukan analisis sensitivitas lainnya dengan penggunaan 3 dan 12 bulan untuk melihat pengaruh *return* masa lalu terhadap *return* sekarang. Hal ini dikarenakan *return* 3, 6, dan 12 bulan dapat sangat berbeda apalagi dengan adanya kondisi pasar yang bisa berubah-ubah.

Dengan adanya temuan dalam penelitian ini, terlihat adanya pola unik di akhir tahun yang perlu diperhatikan oleh calon atau pemegang unit penyertaan. Maksudnya adalah agar para pemegang unit penyertaan juga memperhatikan faktor-faktor selain tingkat pengembalian yang dilaporkan agar dana yang diinvestasikan benar-benar memberikan tingkat *return* sesuai ekspektasi awal investasi (tingkat *return* yang optimal dan sesuai dengan karakter risikonya). Dalam konteks penelitian ini, faktor-faktor selain tingkat pengembalian tersebut antara lain: (1) kemampuan manajer investasi; (2) kredibilitas manajer investasi; (3) penempatan dana oleh manajer investasi (portofolio); (4) gaya/tujuan pengelolaan reksa dana.

DAFTAR PUSTAKA

- Almilia, Luciana dan Lailul L. Sifa. "Reaksi Pasar Publikasi Corporate Governance Perception Index Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta," dalam Simposium Nasional Akuntansi 9, Padang, 23-26 Agustus 2006.
- Carhart, Mark, et al. "Learning for the Tape: Evidence of Gaming Behavior in Equity Mutual Funds". *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 2.: 661-693. April 2002.
- Cooper, Michael dan Bill Marcum. "On the Predictability of Stock Returns in Real Time". *Journal of Business*, Vol. 78, No. 2. 2005.
- Damus. "Analisis Pengaruh Perubahan Financial Leverage terhadap Cumulative Abnormal Return pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta". Universitas Airlangga. Surabaya, 2004.
- Fama, Eugene F. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work". *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2: 383-417. May 1970.
- Fidiasari, Evi. "Pengaruh Pengumuman Akuisisi Terhadap Return Saham Perusahaan Target Akuisisi (Event Study pada Bursa Efek Jakarta Tahun 2002-2006)". Universitas Indonesia. Depok, 2006.
- Haugen, Robert and Josef Lakonishok. 1988 *The Incredible January Effect* (Dow Jones-Irwin, Homewood, Illinois).
- He, Jia, Lilian Ng, dan Qinghai Wang. "Quarterly Trading Patterns of Financial Institutions". *The Journal of Business*: 493. 2004.
- <http://finance.yahoo.com/>
- <http://www.bapepam.go.id/reksadana/>
- <http://www.infovesta.com/>
- Jones, Charles. 2004. *Investments: Analysis and Management. Ninth Ed.* New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Keim, Donald. "Size-Related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence". *Journal of Financial Economics* 12: 13-32. 1983.
- Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Nomor Kep-08/PM/1997 Peraturan Nomor IV.C.3 Tentang Pedoman Pengumuman Harian Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana Terbuka.
- Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Nomor: Kep-06/PM/2004 Peraturan Nomor IV.B.2 Tentang Pedoman Kontrak Reksa Dana Berbentuk Kontrak Investasi Kolektif.
- Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Nomor: Kep-06/PM/2004 Peraturan Nomor X.D.1 Tentang Laporan Reksa Dana.
- Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Nomor: Kep-08/PM/2005 Peraturan Nomor IV.C.4 Tentang Pedoman Pengelolaan Reksa Dana Terproteksi, Reksa Dana dengan Penjaminan, dan Reksa Dana Indeks.
- Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Nomor: Kep-43/BL/2008 Peraturan Nomor IV.C.5 Tentang Reksa Dana Berbentuk Kontrak Investasi Kolektif Penyertaan Terbatas.
- Kristanti, Ani, et al. "Reksadana Khusus Bidik Investor Tajir," *Mingguan Kontan*. Khusus (Januari-Februari 2008), 10-11.

- MacKinlay, Craig. "Event Studies in Economics and Finance". *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 1.: 13-39. Maret 1997.
- Meier, Iwan dan Ernst Schaumburg. "Do Funds Window Dress? Evidence for U.S. Domestic Equity Mutual Funds". Agustus 2004.
- Musto, David K. "Investment Decisions Depend on Portfolio Disclosures". *The Journal of Finance*, Vol. 54, No. 3.: 935-952. Juni 1999.
- Musto, David K. "Portfolio Disclosures and Year-End Price Shifts". *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 4.: 1563-1588. September 1997.
- O'Neal, Edward S. "Window Dressing and Equity Mutual Funds". Juni 2001.
- Potter, Mark E. "Determinants of Aggregate Mutual Fund Flows". *The Journal of Business and Economic Studies*: 55. Fall 2000.
- Pramastuti, Suluh. "Analisis Kebijakan Dividen: Pengujian Dividend Signaling Theory dan Rent Extraction Hypothesis", Universitas Gadjah Mada. Yogyakarta, 2007.
- Rozeff, Michael and William Kinney. "Capital Market Seasonality: The Case of Stock Returns". *Journal of Financial Economics* 3: 379-402. 1976.
- Rustamadji, R. Gatot. "Analisis Ekspektasi Investor di Bursa Efek Jakarta terhadap Peristiwa Politik (Event Study: Peristiwa Keputusan Memorandum oleh DPR dalam Kasus Buloggate dan Bruneigate)", *Majalah Usahawan*. No. 08 Th.XXX. Agustus 2001.
- Sevilla, Rozelle Ajeng. "Event Study untuk Menganalisa January Effect terhadap Return 10 Saham Teraktif di BEJ Periode 2002-2006". Universitas Indonesia. Depok, 2006.
- Sias, Richard dan Laura T. Starks. "Institutions and Individuals at the Turn-of-the-Year". *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 4.: 1543-1562. September 1997.
- Sias, Richard. "Causes and Seasonality of Momentum Profits". *Financial Analysts Journal*: 48. Mar/Apr 2007.
- Sinta, Safranti Noorma. "Analisis Fenomena January Effect terhadap Return Indeks LQ-45 Periode Tahun 1998-2003". Universitas Indonesia. Depok, 2004.
- Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (Lembaran Negara Tahun 1995 Nomor 64, Tambahan Lembaran Negara Nomor 3608).