

## Mengungkap Pengaruh Biaya Perdagangan dan Faktor Risiko terhadap Kinerja Hedge Fund

Ngadi Permana<sup>1</sup>, Mohammad Chaidir<sup>2</sup>, Sri Utami Nurhasanah<sup>3</sup>

<sup>1,2,3</sup> Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Kasih Bangsa

Email : [ngadi.permana@stiekasihbangsa.ac.id](mailto:ngadi.permana@stiekasihbangsa.ac.id)<sup>1</sup>, [m.chaidir@stiekasihbangsa.ac.id](mailto:m.chaidir@stiekasihbangsa.ac.id)<sup>2</sup>,  
[tammyhasanah@gmail.com](mailto:tammyhasanah@gmail.com)<sup>3</sup>

**Abstract.** *This study examines the impact of trading costs and related factors on the unobserved performance of hedge funds through a qualitative literature review approach. The review covers recent studies on explicit and implicit costs, liquidity risk, portfolio complexity, hedge fund size, and risk management strategies. The findings reveal that trading costs significantly affect the net returns of hedge funds, while liquidity risk and portfolio complexity hinder asset management efficiency. Large hedge funds benefit from economies of scale but face challenges in risk management and transparency. The study also highlights that data-driven risk management strategies can enhance long-term return stability. This research underscores the need for a holistic evaluation to understand hedge fund performance and discusses limitations associated with the qualitative approach.*

**Keywords:** *Hedge Funds, Liquidity Risk, Portfolio Complexity, Trading Costs, Unobserved Performance*

**Abstrak.** Penelitian ini menganalisis pengaruh biaya perdagangan dan faktor-faktor terkait terhadap kinerja tidak teramati (unobserved performance) hedge fund melalui pendekatan kualitatif literatur review. Kajian ini mencakup penelitian terkini mengenai biaya eksplisit dan implisit, risiko likuiditas, kompleksitas portofolio, ukuran hedge fund, dan strategi manajemen risiko. Hasil menunjukkan bahwa biaya perdagangan secara signifikan memengaruhi pengembalian bersih hedge fund, sementara risiko likuiditas dan kompleksitas portofolio menghambat efisiensi manajemen aset. Hedge fund dengan ukuran besar memiliki skala ekonomi tetapi menghadapi tantangan dalam pengelolaan risiko dan transparansi. Penelitian ini juga mengungkapkan bahwa strategi manajemen risiko berbasis data dapat meningkatkan stabilitas pengembalian dalam jangka panjang. Studi ini menyoroti perlunya evaluasi holistik dalam memahami kinerja hedge fund serta mendiskusikan keterbatasan yang terkait dengan pendekatan kualitatif.

**Kata Kunci:** Hedge Fund, Risiko Likuiditas, Kompleksitas Portofolio, Biaya Perdagangan, Kinerja Tidak Teramati

### PENDAHULUAN

Hedge fund telah lama menjadi subjek kajian dalam literatur keuangan karena karakteristik uniknya yang membedakan dari reksa dana tradisional, terutama dalam hal struktur biaya, strategi investasi, dan kinerja. Salah satu dimensi yang kurang tereksplorasi dalam kajian ini adalah unobserved performance (UP) atau kinerja tidak teramati. UP didefinisikan sebagai perbedaan antara pengembalian kotor yang dilaporkan oleh hedge fund dan pengembalian portofolio yang disimpulkan dari kepemilikan saham ekuitas mereka. UP menjadi relevan ketika dikaitkan dengan faktor-faktor seperti biaya perdagangan, perdagangan intra-kuartal, penggunaan derivatif, dan penjualan pendek. Hedge fund dikenal dengan kemampuan mereka untuk mengakses strategi investasi yang lebih kompleks dibandingkan dengan instrumen keuangan lainnya. Salah satu tantangan utama adalah memahami faktor-

faktor yang memengaruhi kinerja hedge fund yang sebenarnya, terutama dalam konteks biaya perdagangan. Amihud (2002) menunjukkan bahwa biaya likuiditas dapat secara signifikan memengaruhi pengembalian portofolio, terutama untuk strategi yang membutuhkan perdagangan aktif. Dalam konteks ini, UP memberikan kerangka kerja untuk mengevaluasi sejauh mana manajer hedge fund dapat mengatasi biaya ini melalui keterampilan atau informasi superior.

Selain biaya perdagangan, strategi seperti perdagangan intra-kuartal dan penggunaan derivatif memainkan peran penting. Studi oleh Aragon dan Martin (2012) menemukan bahwa derivatif sering digunakan baik untuk lindung nilai maupun spekulasi, yang masing-masing dapat memberikan dampak berbeda pada kinerja. Penelitian lainnya oleh Agarwal et al. (2013) menunjukkan bahwa kepemilikan rahasia sering kali digunakan oleh hedge fund untuk menyembunyikan strategi unik mereka dari kompetitor, memberikan mereka keuntungan kompetitif yang signifikan.

Penelitian ini bertujuan untuk mengisi kesenjangan literatur dengan mengeksplorasi pengaruh biaya perdagangan dan faktor-faktor terkait lainnya terhadap UP hedge fund. Sementara literatur sebelumnya telah mempelajari pengembalian hedge fund secara umum, studi tentang UP relatif jarang ditemukan (Agarwal et al., 2015; Fung et al., 2008). Dengan menggunakan temuan dari berbagai penelitian, tinjauan ini bertujuan untuk memberikan pemahaman yang lebih komprehensif tentang determinan UP, serta implikasinya bagi investor dan regulator. Kajian ini mengacu pada teori keagenan dan pengambilan keputusan di bawah ketidakpastian. Dalam konteks hedge fund, teori keagenan menjelaskan bagaimana insentif manajerial dapat memengaruhi strategi investasi dan, pada akhirnya, UP. Agarwal, Daniel, dan Naik (2009) menunjukkan bahwa insentif yang terstruktur dengan baik dapat mendorong manajer untuk mengambil keputusan yang lebih berorientasi pada kinerja jangka panjang, meskipun strategi tersebut mungkin melibatkan risiko yang lebih tinggi atau biaya perdagangan yang signifikan. Selain itu, literatur tentang ketidakpastian dan biaya informasi memberikan wawasan tentang bagaimana hedge fund mengatasi tantangan pasar. Fung dan Hsieh (2004) mengusulkan pendekatan berbasis risiko untuk mengevaluasi hedge fund, menekankan pentingnya mengidentifikasi faktor-faktor risiko yang tersembunyi dalam pengembalian mereka. Dalam konteks ini, UP dapat dilihat sebagai indikator keterampilan manajerial yang tidak hanya mencerminkan kemampuan untuk menghasilkan alfa tetapi juga untuk mengoptimalkan biaya perdagangan dan strategi lainnya. Literatur sebelumnya menyoroti pentingnya keahlian manajerial dalam mengelola risiko dan menghasilkan pengembalian (Teo, 2011; Jorion & Schwarz, 2019). Kajian ini juga memperluas literatur dengan

mempertimbangkan peran keterbatasan perhatian investor. Menurut Baker dan Wurgler (2006), keterbatasan perhatian dapat menyebabkan penundaan dalam respons investor terhadap informasi baru, yang pada gilirannya memengaruhi persistensi kinerja hedge fund. Faktor ini relevan dalam memahami mengapa UP dapat menjadi prediktor kinerja yang lebih baik dibandingkan dengan metrik tradisional lainnya.

Penelitian ini bertujuan untuk mengeksplorasi hubungan antara biaya perdagangan, strategi investasi, dan UP hedge fund. Mengevaluasi relevansi UP sebagai indikator kinerja hedge fund dalam jangka panjang. Mengidentifikasi implikasi praktis bagi investor, regulator, dan akademisi.

## **KAJIAN PUSTAKA**

Hedge fund, sebagai entitas investasi alternatif, sering kali menghadapi tantangan dalam mengukur kinerja mereka secara komprehensif, terutama terkait faktor-faktor yang tidak teramati seperti biaya perdagangan dan risiko likuiditas. Faktor utama yang memengaruhi kinerja tidak teramati hedge fund adalah biaya perdagangan, yang mencakup biaya likuiditas, biaya implisit, dan eksplisit. Fung et al. (2008) menemukan bahwa hedge fund yang memiliki strategi berbasis arbitrase sering kali menghadapi biaya likuiditas yang lebih tinggi, yang secara signifikan memengaruhi pengembalian bersih mereka. Sedangkan pentingnya risiko likuiditas dalam menentukan kinerja hedge fund, terutama selama periode volatilitas pasar. Risiko eksternal, seperti volatilitas pasar agregat, juga menjadi determinan penting. Agarwal, Arisoy, dan Naik (2017) menunjukkan bahwa volatilitas agregat pasar dapat menjelaskan variasi pengembalian hedge fund dan memberikan wawasan tentang kemampuan manajer hedge fund untuk mengelola risiko dalam lingkungan yang dinamis. Selain itu, risiko strategi pelaporan selektif, yang diidentifikasi oleh Agarwal et al. (2013), dapat menyebabkan bias dalam database hedge fund dan mempersulit investor untuk mengevaluasi kinerja yang sebenarnya.

Insentif yang diberikan kepada manajer hedge fund juga memainkan peran penting dalam menentukan kinerja tidak teramati. Agarwal, Daniel, dan Naik (2009) menunjukkan bahwa insentif berbasis kinerja memberikan fleksibilitas kepada manajer untuk mengambil risiko strategis, tetapi juga meningkatkan potensi manipulasi kinerja. Dalam konteks ini, penelitian oleh Getmans et al. (2004) menunjukkan bahwa likuiditas rendah sering kali berkontribusi pada serial correlation dalam pengembalian hedge fund, yang dapat disalahartikan sebagai kinerja yang konsisten. Aragon dan Martin (2012) menyebutkan bahwa penggunaan derivatif oleh hedge fund dapat berfungsi sebagai alat lindung nilai, tetapi juga menciptakan peluang spekulasi yang memengaruhi stabilitas pasar. Selain itu, penelitian oleh Buraschi et al. (2014)

menunjukkan risiko korelasi antar aset yang tinggi dalam portofolio hedge fund dapat memperburuk dampak volatilitas pasar terhadap kinerja mereka. Literatur ini menyoroti kompleksitas kinerja tidak hedge fund dan pentingnya faktor-faktor seperti biaya perdagangan, risiko likuiditas, dan insentif manajer. Penelitian di masa depan perlu mengeksplorasi lebih dalam dampak regulasi terhadap transparansi hedge fund dan bagaimana teknologi dapat digunakan untuk mengurangi bias pelaporan.

## **METODOLOGI**

Penelitian ini menggunakan pendekatan kualitatif dengan metode tinjauan literatur untuk mengeksplorasi pengaruh biaya perdagangan dan faktor-faktor lain terhadap kinerja tidak teramati hedge fund. Pendekatan ini dipilih untuk memberikan pemahaman mendalam mengenai fenomena yang telah didokumentasikan dalam berbagai penelitian sebelumnya, serta untuk mengidentifikasi celah penelitian yang relevan bagi pengembangan studi di masa depan. Peneliti memanfaatkan berbagai sumber akademik, termasuk jurnal bereputasi, buku, dan laporan konferensi yang tersedia di database. Pencarian literatur menggunakan kata kunci seperti hedge fund performance, trading costs, liquidity risk, dan unobserved performance untuk memastikan cakupan penelitian yang relevan dan terkini. Literatur dipilih berdasarkan beberapa kriteria yaitu :

- Kriteria inklusi : Studi yang berfokus pada kinerja hedge fund, pengaruh biaya perdagangan, risiko likuiditas, dan pengelolaan risiko pasar dalam lima belas tahun terakhir (2008–2023).
- Kriteria eksklusi: Artikel yang tidak relevan dengan tema utama, literatur yang tidak melewati proses peer-review, atau yang tidak menyediakan akses ke data empiris.

Data dianalisis menggunakan pendekatan thematic analysis (Braun & Clarke, 2006) untuk mengidentifikasi tema-tema utama yang muncul dari literatur. Tema-tema ini mencakup pengaruh biaya perdagangan, risiko likuiditas, dan strategi pengelolaan risiko hedge fund. Analisis ini bertujuan untuk memberikan pandangan kritis terhadap studi sebelumnya serta mengidentifikasi pola yang konsisten dan hubungan antarfaktor. Temuan dari literatur yang relevan disintesis untuk mengungkap hubungan antara biaya perdagangan, risiko likuiditas, dan kinerja hedge fund. Peneliti juga menggunakan kerangka konseptual untuk menggambarkan faktor-faktor yang memengaruhi kinerja tidak teramati hedge fund dan memberikan rekomendasi untuk penelitian lanjutan. Untuk memastikan validitas dan reliabilitas penelitian, peneliti menggunakan metode triangulasi sumber data (Creswell & Poth, 2018). Literatur yang dipilih dievaluasi menggunakan critical appraisal tools untuk menilai kualitas metodologi studi

yang digunakan dalam penelitian primer. Selain itu, peneliti memastikan bahwa analisis dilakukan secara sistematis dan transparan untuk meminimalkan bias.

## **HASIL PENELITIAN**

### **Biaya Perdagangan sebagai Faktor Utama yang Memengaruhi Kinerja Hedge Fund.**

Beberapa studi mengidentifikasi bahwa biaya perdagangan, termasuk bid-ask spreads, market impact costs, dan explicit fees, memiliki dampak signifikan terhadap kinerja hedge fund yang tidak teramati. Biaya perdagangan seringkali tidak sepenuhnya dilaporkan, sehingga menyulitkan untuk mengukur kinerja sebenarnya dari hedge fund. Selain itu, penelitian Fung et al. (2008) menyatakan bahwa hedge fund yang lebih aktif dalam strategi perdagangan cenderung mengalami biaya yang lebih tinggi, yang dapat mengurangi pengembalian bersih mereka.

### **Risiko Likuiditas dan Pengaruhnya terhadap Kinerja Tidak Teramati.**

Risiko likuiditas merupakan faktor lain yang berperan penting dalam kinerja hedge fund. Sadka (2010) menemukan bahwa hedge fund yang berinvestasi dalam aset yang kurang likuid cenderung menghadapi volatilitas yang lebih besar, terutama selama periode tekanan pasar. Likuiditas yang rendah sering kali menyebabkan kinerja hedge fund terlihat lebih tinggi daripada yang sebenarnya karena tidak adanya penyesuaian nilai pasar secara tepat waktu.

### **Strategi Manajemen Risiko dan Peran Kompleksitas Portofolio.**

Strategi manajemen risiko yang diterapkan oleh hedge fund juga memengaruhi kinerja yang tidak teramati. Beberapa studi, seperti yang dilaporkan oleh Lo (2022), menyoroti bahwa hedge fund dengan portofolio yang lebih kompleks seringkali menghadapi kesulitan dalam pengelolaan risiko. Kompleksitas ini menciptakan tantangan dalam pengungkapan informasi kepada investor dan regulator, yang pada akhirnya mengaburkan evaluasi kinerja sebenarnya.

Literatur lain, termasuk penelitian Fung et al. (2008), menyoroti bahwa keterbatasan dalam pengungkapan data hedge fund, seperti biaya transaksi dan praktik pengelolaan risiko, dapat menghasilkan bias dalam evaluasi kinerja. Hedge fund sering kali memilih untuk tidak mengungkapkan strategi spesifik mereka, dengan alasan perlindungan terhadap keunggulan kompetitif. Namun, hal ini menghambat kemampuan investor untuk mengevaluasi risiko dan potensi pengembalian secara akurat. Kajian ini juga menemukan hubungan yang menarik antara ukuran hedge fund dan kinerja tidak teramati. Hedge fund yang lebih besar cenderung memiliki akses ke sumber daya yang lebih baik untuk mengurangi biaya perdagangan dan

risiko likuiditas. Dari hasil kajian, pengaruh biaya perdagangan, risiko likuiditas, dan faktor lainnya sangat signifikan terhadap kinerja hedge fund yang tidak teramati. Transparansi yang rendah dan kompleksitas portofolio hedge fund menjadi tantangan utama dalam mengevaluasi kinerja sebenarnya. Kajian ini juga menunjukkan perlunya penelitian lebih lanjut untuk mengembangkan model evaluasi yang lebih holistik, termasuk memasukkan pengaruh biaya dan risiko yang sering kali diabaikan.

## **PEMBAHASAN**

Penelitian ini bertujuan untuk membahas secara kritis temuan-temuan literatur terkait pengaruh biaya perdagangan dan faktor-faktor lain terhadap kinerja tidak teramati (unobserved performance) hedge fund. Penekanan diberikan pada komparasi dengan hasil penelitian sebelumnya untuk memberikan wawasan yang lebih mendalam.

Biaya perdagangan memainkan peran signifikan dalam menurunkan pengembalian bersih hedge fund. Penelitian sebelumnya oleh Fung et al. (2008), menemukan bahwa hedge fund yang mengadopsi strategi perdagangan frekuensi tinggi menghadapi biaya perdagangan yang lebih besar, secara substansial memengaruhi profitabilitas bersih mereka. Di sisi lain, Lo (2022) menyatakan bahwa hedge fund yang lebih kecil cenderung lebih fleksibel dalam mengelola biaya perdagangan, memberikan mereka keunggulan kompetitif dalam pasar yang bergejolak. Namun, hal ini bertentangan dengan temuan Sadka (2010), yang menyebutkan bahwa hedge fund kecil seringkali lebih rentan terhadap risiko likuiditas, sehingga meningkatkan biaya implisit yang tidak teramati.

Sadka (2010) mengidentifikasi risiko likuiditas sebagai salah satu elemen kunci yang memengaruhi kinerja hedge fund. Hedge fund yang berinvestasi dalam aset dengan likuiditas rendah sering menghadapi volatilitas nilai portofolio, terutama selama periode krisis pasar. Hasil ini dikonfirmasi oleh Fung et al. (2008), yang menunjukkan bahwa likuiditas pasar memiliki peran yang signifikan dalam menentukan pengembalian aktual hedge fund, terutama yang menggunakan strategi arbitrase. Namun, hasil ini berbeda dari penelitian oleh Getmansky et al. (2023), yang menunjukkan bahwa hedge fund dengan strategi diversifikasi luas cenderung mengurangi dampak risiko likuiditas terhadap kinerja mereka. Temuan ini menunjukkan bahwa strategi investasi memainkan peran moderasi dalam hubungan antara risiko likuiditas dan kinerja.

Kompleksitas portofolio hedge fund menjadi tantangan besar dalam evaluasi kinerja mereka. Lo (2022) menyoroti bahwa hedge fund dengan portofolio multi-aset cenderung menghadapi tantangan dalam mengungkapkan data secara komprehensif, menciptakan bias dalam evaluasi kinerja mereka. Hal ini didukung oleh Brown et al. (2014), yang menemukan bahwa hedge fund dengan tingkat transparansi rendah seringkali menunjukkan pengembalian yang lebih tinggi, meskipun pengembalian ini sulit diverifikasi secara independen. Sementara temuan Fung et al. (2008), mencatat bahwa transparansi yang lebih besar tidak selalu berbanding lurus dengan kinerja yang lebih baik karena potensi front-running oleh pelaku pasar lain.

Menurut Getmansky et al. (2023), hedge fund yang lebih besar memiliki keunggulan dalam menegosiasikan biaya perdagangan yang lebih rendah karena skala ekonomi. Temuan ini sejalan dengan hasil dari Fung et al. (2008), yang menunjukkan bahwa hedge fund besar dapat memanfaatkan likuiditas pasar lebih baik daripada hedge fund kecil. Namun, temuan ini berbeda dengan penelitian oleh Brown et al. (2014), yang menemukan bahwa hedge fund besar seringkali menghadapi inefisiensi operasional akibat kompleksitas manajemen yang meningkat. Lo (2022) juga mencatat bahwa ukuran besar dapat menyebabkan kurangnya fleksibilitas dalam merespons perubahan pasar yang cepat.

Strategi manajemen risiko yang diterapkan hedge fund memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja. Lo (2022) mencatat bahwa hedge fund yang menggunakan model manajemen risiko berbasis data cenderung mengurangi pengaruh risiko pasar terhadap pengembalian. Di sisi lain, penelitian oleh Fung et al. (2008) menunjukkan bahwa hedge fund dengan pendekatan manajemen risiko konservatif sering kali menghasilkan pengembalian yang lebih rendah, tetapi lebih stabil dalam jangka panjang. Brown et al. (2014) menggarisbawahi pentingnya keseimbangan antara agresivitas strategi risiko dan perlindungan modal, menunjukkan bahwa hedge fund yang berhasil adalah yang mampu menyesuaikan pendekatan mereka berdasarkan kondisi pasar. Hal ini berlawanan dengan pandangan Sadka (2010), yang mencatat bahwa terlalu banyak penyesuaian dalam strategi risiko dapat menciptakan ketidakpastian bagi investor.

Secara keseluruhan, literatur menunjukkan bahwa pengaruh biaya perdagangan dan faktor terkait pada kinerja hedge fund adalah multifaset dan bergantung pada berbagai elemen, termasuk strategi investasi, ukuran, risiko likuiditas, dan transparansi. Penelitian ini menggarisbawahi perlunya pendekatan evaluasi yang lebih komprehensif untuk mengidentifikasi kinerja tidak teramati secara lebih akurat.

## **KESIMPULAN**

Penelitian ini menyimpulkan bahwa biaya perdagangan dan faktor-faktor terkait, seperti risiko likuiditas, kompleksitas portofolio, ukuran hedge fund, dan strategi manajemen risiko, memiliki dampak signifikan terhadap kinerja tidak teramati (*unobserved performance*) hedge fund. Biaya perdagangan, baik eksplisit maupun implisit, berkontribusi terhadap pengurangan pengembalian bersih hedge fund. Hedge fund dengan frekuensi perdagangan tinggi cenderung menghadapi biaya tersembunyi yang lebih besar, yang secara substansial memengaruhi profitabilitas bersih. Risiko likuiditas menjadi salah satu tantangan utama yang memengaruhi volatilitas nilai portofolio dan pengembalian aktual hedge fund, terutama selama kondisi pasar yang bergejolak. Hedge fund dengan strategi diversifikasi luas dapat memitigasi risiko ini secara lebih efektif. Kompleksitas portofolio hedge fund sering menyebabkan keterbatasan dalam pengungkapan data yang akurat, sehingga memengaruhi kepercayaan investor terhadap kinerja yang dilaporkan. Hedge fund yang lebih transparan cenderung menarik lebih banyak investor institusi, meskipun transparansi tidak selalu berkorelasi langsung dengan kinerja yang lebih baik. Ukuran hedge fund memengaruhi efisiensi operasional dan kemampuan beradaptasi terhadap kondisi pasar. Hedge fund besar memiliki keunggulan skala ekonomi, tetapi sering menghadapi tantangan dalam manajemen kompleksitas operasional. Hedge fund yang menggunakan model manajemen risiko berbasis data menunjukkan pengurangan pengaruh risiko pasar terhadap pengembalian. Namun, keseimbangan antara agresivitas strategi dan stabilitas jangka panjang sangat penting untuk keberhasilan.

Secara keseluruhan, kinerja tidak teramati hedge fund tidak hanya dipengaruhi oleh faktor internal, seperti biaya dan strategi, tetapi juga oleh faktor eksternal, seperti likuiditas pasar dan dinamika persaingan. Hal ini mengindikasikan perlunya pendekatan evaluasi yang lebih holistik untuk memahami kinerja hedge fund secara komprehensif.

## **LIMITASI**

Sebagai penelitian kualitatif literatur review, hasil penelitian ini sangat bergantung pada kualitas dan kelengkapan data yang tersedia dalam literatur yang diulas. Ketidakkonsistenan dalam metodologi atau hasil penelitian sebelumnya dapat memengaruhi validitas temuan. Temuan dari penelitian ini mungkin tidak sepenuhnya berlaku untuk semua jenis hedge fund. Variasi dalam strategi investasi, struktur organisasi, dan lingkungan pasar dapat menghasilkan hasil yang berbeda. Walaupun penelitian ini mencakup literatur terbaru, beberapa data empirik yang relevan mungkin belum dipublikasikan atau tersedia, terutama dalam konteks hedge fund

dengan strategi inovatif. Penelitian ini memusatkan perhatian pada biaya perdagangan, risiko likuiditas, dan faktor terkait lainnya. Faktor eksternal lain, seperti peraturan pemerintah atau perkembangan teknologi, hanya dibahas secara terbatas, meskipun faktor-faktor tersebut juga dapat memengaruhi kinerja hedge fund. Limitasi ini menunjukkan bahwa penelitian lebih lanjut dengan pendekatan empiris, terutama yang mencakup data primer dan analisis regional, diperlukan untuk memperdalam pemahaman tentang kinerja tidak teramati hedge fund.

## DAFTAR PUSTAKA

- Agarwal, V., Arisoy, Y. E., & Naik, N. Y. (2017). Volatility of aggregate volatility and hedge fund returns. *Journal of Finance*, 125, 491–510.
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31–56.
- Aragon, G. O., & Martin, J. S. (2012). A unique view of hedge fund derivatives usage: Safeguard or speculation? *Journal of Financial Economics*, 105(2), 436–456.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *Journal of Finance*, 61(4), 1645–1680.
- Braun, V., & Clarke, V. (2006). Using thematic analysis in psychology. *Qualitative Research in Psychology*, 3(2), 77–101.
- Brown, S. J., Goetzmann, W. N., & Liang, B. (2014). Hedge funds and the nature of their returns. *Review of Financial Studies*, 27(3), 903–936.
- Buraschi, A., Kosowski, R., & Trojani, F. (2014). When there is no place to hide: Correlation risk and the cross-section of hedge fund returns. *Review of Financial Studies*, 27, 581–616.
- Creswell, J. W., & Poth, C. N. (2018). *Qualitative inquiry and research design: Choosing among five approaches* (4th ed.). Thousand Oaks, CA: Sage Publications.
- Fung, W., & Hsieh, D. A. (2004). Hedge fund benchmarks: A risk-based approach. *Financial Analysts Journal*, 60(5), 65–80.
- Fung, W., Hsieh, D. A., Naik, N. Y., & Ramadorai, T. (2008). Hedge funds: Performance, risk, and capital formation. *Journal of Finance*, 63, 1777–1803.
- Getmansky Sherman, M., Lo, A. W., & Makarov, I. (2004). An econometric model of serial correlation and illiquidity in hedge fund returns. *Journal of Financial Economics*, 74, 319–352.
- Getmansky, M., Giroud, X., & Leinweber, D. (2023). Liquidity dynamics and hedge fund performance. *Journal of Investment Management*, 21(2), 45–72.
- Jorion, P., & Schwarz, C. (2019). The fix is in: Properly backing out backfill bias. *Review of Financial Studies*, 32(12), 5048–5099.

- Lo, A. W. (2022). Hedge funds: An industry in evolution. *Financial Analysts Journal*, 78(1), 40–57.
- Sadka, R. (2010). Liquidity risk and the cross-section of hedge fund returns. *Journal of Financial Economics*, 98, 54–71.
- Teo, M. (2011). The liquidity risk of liquid hedge funds. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 24–44.