

**ANALISIS KEMAMPUAN *STOCK SELECTION* DAN *MARKET TIMING*
PADA REKSA DANA SAHAM DI INDONESIA
PERIODE JANUARI 2008-JULI 2013**

Deasy Amalia
Universitas Trisakti

Pardomuan Sihombing
Universitas Trisakti

ABSTRACT

This research attempt to evaluate the performance of the Equity Mutual Fund in Indonesia and analyze the ability of the Investment Manager in the stock selection and market timing on Equity Mutual Fund in Indonesia. To answer the target, the data used in this research are Net Asset Value (NAV) Monthly of Equity Mutual Fund, Jakarta Composite Index (JCI), and the interest rate of Bank Indonesia from January 2008 to July 2013. Performance of the Equity Mutual Fund in Indonesia in this research were measured using a model that has been developed by Jensen (1968). While the Investment Manager's ability to see in terms of stock selection and market timing models used have been developed by Henriksson and Merton (1981). The sample of this study using the winners of Mutual Fund Award by Investor magazine in March 2013 edition. The results of this research indicate that in the Equity Mutual Fund in Indonesia during the study period had a better performance than the performance of the market as its comparator. While in terms of stock selection and market timing ability during the study period in the Investment Manager of Equity Mutual Fund in Indonesia is considered to not have the ability to choose the right stock (stock selection ability), but on the other hand are considered to have the ability to sell/buy stock at the right time (market timing ability).

Keywords: equity mutual fund, performance of mutual fund, market timing, stock selection.

PENDAHULUAN

Kegiatan investasi mempunyai peranan strategis dalam pertumbuhan perekonomian suatu negara, sebab tanpa adanya investasi maka laju perekonomian suatu negara akan *stagnan* atau jalan di tempat. Pasar modal merupakan alternatif tempat investasi bagi investor yang akan menanamkan dananya untuk memperoleh *return* berupa dividen maupun *capital gain* serta mendapatkan hak kepemilikan atas perusahaan.

Reksa Dana merupakan salah satu bentuk instrumen investasi yang dirancang guna menghimpun dana dari masyarakat yang hanya memiliki waktu dan pengetahuan yang terbatas, namun memiliki kecukupan modal serta keinginan untuk melakukan investasi. Industri Reksa Dana berkembang dengan pesat di Indonesia. Hal ini dapat dilihat dari peningkatan jumlah Reksa Dana di Indonesia setiap tahunnya.

Reksa Dana Saham dapat memberikan potensi pertumbuhan nilai investasi yang lebih tinggi, jika dibandingkan dengan ketiga jenis instrumen Reksa Dana lainnya, yaitu Reksa Dana Pasar Uang, Reksa Dana Pendapatan Tetap, maupun Reksa Dana Campuran. Namun demikian, hal itu sebanding dengan tingkat risiko yang akan didapat.

Hal penting yang perlu diketahui oleh investor dalam berinvestasi di Reksa Dana adalah manajemen portofolio yang dilakukan oleh Manajer Investasi dalam mengelola produknya. Terdapat dua strategi yang dapat dilakukan oleh Manajer Investasi dalam mengelola portofolionya, yaitu strategi portofolio aktif dan strategi portofolio pasif. Portofolio yang dikelola secara aktif memiliki tingkat risiko dan tingkat harapan pengembalian yang selalu berubah. Cara pendekatan terhadap strategi aktif adalah melalui pengukuran kemampuan pemilihan sekuritas (*stock selection ability*) untuk pembentukan portofolio yang optimal, dan kemampuan *market timing* (Tandelilin 2010).

Kemampuan pemilihan sekuritas (*stock selection ability*) adalah kemampuan Manajer Investasi dalam memilih efek sekuritas yang tepat untuk dimasukkan atau dikeluarkan dari portofolio Reksa Dana dengan tujuan memberikan tingkat pengembalian yang lebih baik daripada tingkat pengembalian normal. Sedangkan kemampuan *market timing* adalah kemampuan Manajer Investasi dalam memilih waktu kapan untuk membeli efek sekuritas, kapan untuk menukar atau menjual efek sekuritas yang dikelolanya (Manurung, 2008).

Penelitian akan kemampuan Manajer Investasi dalam memilih saham yang tepat (*stock selection ability*) dan kemampuan dalam menentukan saat yang tepat (*market timing ability*) penting bagi investor guna mengukur kemampuan dari masing-masing Manajer Investasi dalam mengelola portofolionya. Jensen (1968) melakukan penelitian dan menyimpulkan bahwa Reksa Dana Saham yang diteliti pada umumnya tidak menunjukkan kinerja yang baik dengan melihat lebih rendahnya tingkat pengembalian Reksa Dana dibandingkan dengan tingkat pengembalian pasar. Kinerja Reksa Dana yang kurang memuaskan tersebut disebabkan oleh ketidakmampuan Manajer Investasi dalam memilih saham yang dapat meningkatkan kinerja Reksa Dana. Treynor dan Mazuy (1966) dan Henriksson dan Merton (1981) mengembangkan model untuk menguji *stock selection ability* dan *market timing ability* yang merupakan ukuran kemampuan dari Manajer Investasi dalam mengelola Reksa Dana. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Manajer Investasi dari Reksa Dana tidak berhasil mengalahkan kinerja pasar. Sebaliknya penelitian yang dilakukan oleh Grinblatt dan Titman (1992), Hendricks *et al.* (1993), serta Goetzmann dan Ibbotson (1994) justru menunjukkan keadaan sebaliknya, yaitu adanya kinerja yang baik pada Reksa Dana yang ditelitinya.

Di Indonesia beberapa penelitian mengenai kinerja Reksa Dana sudah dilakukan. Wardhani (2003) dengan data bulanan pada periode 1998-2001 melakukan pengujian dengan model Henriksson Merton dikombinasikan dengan model *Carhart* menemukan dari 18 Reksa Dana saham yang diobservasi memiliki kinerja yang lebih buruk daripada kinerja pasar dan tidak ditemukan satu pun yang memiliki *positive significant stock selection ability* dan hanya satu saja yang memiliki *significant market timing ability*.

Dennis *et al.* (2004) dalam penelitiannya pada 15 Reksa Dana pendapatan tetap menunjukkan kemampuan Manajer Investasi dalam mengelola portofolionya justru memberikan kontribusi negatif terhadap pengembalian portofolionya, karena ketidakmampuan dari *stock selection ability* dan *market timing ability* dari masing-masing Reksa Dana.

Pardomuan (2005) dengan menggunakan model *Henriksson Merton* pada Reksa Dana pendapatan tetap periode 2001-2004 menemukan 6 dari 12 Reksa Dana yang memiliki *bond selection ability*, sedangkan untuk *market timing ability* terdapat 6 Reksa Dana yang positif.

Rezkyka (2009) meneliti tentang analisis kinerja Reksa Dana tahun 2005-2008 dengan menggunakan 19 Reksa Dana Saham, menyimpulkan bahwa terdapat korelasi antara kemampuan *stock selection* dan *market timing* pada Manajer Investasi di Indonesia. Gunawan (2010) melakukan penelitian tentang evaluasi kinerja Reksa Dana tahun 2006-2009 dengan menggunakan sampel 24 Reksa Dana saham, yang menyimpulkan manajer investasi di Indonesia memiliki kinerja yang baik, namun dapat dipengaruhi oleh kondisi pasar dan volatilitas harga saham. Rachmadini (2012) meneliti tentang kinerja Reksa Dana Saham periode Januari 2006-Juni 2011, menyimpulkan bahwa berdasarkan model *Henriksson Merton* terdapat tiga dari enam belas Reksa Dana Saham yang memiliki kemampuan *market timing*.

Dengan menggunakan model yang telah dikembangkan oleh Jensen (1968) dan Henriksson dan Merton (1981), penelitian ini ingin menjawab beberapa pertanyaan berkaitan dengan kinerja Reksa Dana Saham di Indonesia dan kemampuan Manajer Investasi dalam melakukan *stock selection* dan *market timing*. Pertama, apakah kinerja Reksa Dana Saham di Indonesia periode Januari 2008-Juli 2013 dapat memberikan pengembalian yang lebih besar daripada pengembalian pasar sebagai pembandingnya? Kedua, adakah kemampuan Manajer Investasi dalam memilih saham yang tepat (*stock selection ability*) pada Reksa Dana Saham di Indonesia periode Januari 2008 hingga Juli 2013? Ketiga, adakah kemampuan Manajer Investasi dalam menentukan saat yang tepat (*market timing ability*) pada Reksa Dana Saham di Indonesia periode Januari 2008 hingga Juli 2013?

KAJIAN TEORITIS

Reksa Dana merupakan salah satu bentuk instrumen investasi yang dirancang guna menghimpun dana dari masyarakat yang hanya memiliki waktu dan pengetahuan yang terbatas, namun memiliki kecukupan modal serta keinginan untuk melakukan investasi. Reksa Dana berdasarkan jenis investasinya dibagi menjadi empat kategori, yaitu: Reksa Dana Pasar Uang, Reksa Dana Pendapatan Tetap, Reksa Dana Saham, dan Reksa Dana Campuran. Kemudian, Bapepam dan LK melalui peraturan No.IV.C.4, menambah jenis Reksa Dana dengan Reksa Dana Terproteksi, Reksa Dana Indeks, dan Reksa Dana dengan penjamin.

Model yang telah dikembangkan oleh Jensen (1968) akan digunakan untuk mengukur kinerja Reksa Dana Saham di Indonesia. Dimana bila nilai α positif maka dapat dikatakan bahwa Reksa Dana Saham tersebut memiliki kinerja yang lebih baik dari *benchmark* atau kinerja pasar. Sedangkan apabila nilai koefisien alfa negatif berarti Reksa Dana Saham tersebut tidak memiliki

nilai yang lebih baik dari kinerja pasar sebagai pembandingnya. Model Alfa Jensen adalah sebagai berikut :

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{pt}$$

dimana :

α_p = ukuran kinerja Reksa Dana *Jensen*

R_{pt} = pengembalian Reksa Dana pada periode t

R_{ft} = pengembalian sekuritas bebas risiko pada periode t

R_{mt} = pengembalian pasar pada periode t

ε_{pt} = *error term* Reksa Dana pada periode t

Model yang telah dikembangkan oleh Henriksson dan Merton (1981) digunakan untuk mengukur kemampuan Manajer Investasi dalam memilih saham yang tepat (menguntungkan) atau *stock selection ability* dan dalam merubah-ubah portofolionya sehingga memberikan pengembalian yang lebih baik dibandingkan dengan pengembalian pasar sebagai pembandingnya tanpa mempertimbangkan biaya transaksi atau *market timing ability*, dengan mengasumsikan variabel lain konstan. Adapun model *Henriksson Merton* adalah sebagai berikut :

$$R_p - R_f = \alpha + \beta(R_m - R_f) + \delta(R_m - R_f) D + \varepsilon_p$$

dimana :

R_{pt} = pengembalian Reksa Dana pada periode t

R_{ft} = pengembalian sekuritas bebas risiko pada periode t

R_{mt} = pengembalian pasar pada periode t

D = variabel *dummy* dengan nilai 1 untuk $R_m > R_f$ dan nilai 0 untuk lainnya

ε_{pt} = *error term* Reksa Dana periode t

Dalam model Henriksson Merton kemampuan Manajer Investasi dalam memilih saham yang tepat (*stock selection ability*) ditunjukkan oleh konstanta α yang bernilai positif. Sedangkan untuk menilai kemampuan Manajer Investasi dalam mengubah-ubah portofolionya pada saat yang tepat (*market timing ability*) dapat ditunjukkan oleh nilai δ positif, begitu pula sebaliknya bila nilai δ bertanda negatif, dapat diartikan bahwa Manajer Investasi tidak memiliki kemampuan dalam mengubah-ubah portofolionya pada saat yang tepat (*market timing ability*).

METODE PENELITIAN

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh Reksa Dana saham yang terdaftar di Bapepam-LK selama periode penelitian Januari 2008 hingga Juli 2013 yang berjumlah 117 Reksa Dana Saham. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah Reksa Dana saham Terbaik 2013 Periode 5 tahun versi majalah Investor edisi Maret 2013 yang telah terbagi menjadi tiga klasifikasi berdasarkan jumlah *Asset Under Management* (AUM) yaitu untuk kelas aset > 1 triliun rupiah, kelas aset > 100 miliar rupiah - 1 triliun rupiah, serta kelas aset > 25 miliar - 100 miliar rupiah. Adapun dalam penelitian ini dipilih lima Reksa Dana saham peringkat teratas untuk setiap kelas asetnya.

Data yang digunakan dalam menunjang penelitian ini adalah data sekunder yang berupa Nilai Aktiva Bersih (NAB) bulanan Reksa Dana yang terdiri dari 15 Reksa Dana saham dan telah terdaftar di Bapepam-LK, yang telah efektif sebelum 1 Januari 2008 dan aktif diperdagangkan sampai dengan 31 Juli 2013. Data sekunder tersebut diperoleh dari Infovesta, dengan terlebih dahulu melihat pemeringkatan Reksa Dana saham terbaik 2013 Periode 5 Tahun versi Majalah Investor edisi Maret dengan kriteria tertentu. Daftar Reksa Dana saham yang menjadi *sample* penelitian dapat dilihat pada Tabel 1.

Data sekunder lainnya yang dikumpulkan untuk membantu memecahkan permasalahan dalam penelitian ini antara lain data tingkat Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan data suku bunga Bank Indonesia.

Tabel 1. Daftar Reksa Dana Saham yang menjadi <i>sample</i> penelitian			
No.	Reksa Dana Saham	NAB per unit penyertaan	
		Des-2007	Juli-2013
KELAS ASET > 1 TRILIUN RUPIAH			
1	Panin Dana Maksima	16995.46	65814.93
2	Syailendra Equity Opportunity Fund	1613.81	3395.79
3	Schroder Dana Istimewa	2956.46	5944.43
4	BNP Paribas Pesona	12995.72	22343.97
5	Schroder Dana Prestasi Plus	13379.55	23319.35
KELAS ASET > 100 MILIAR – 1 TRILIUN RUPIAH			
6	Panin Dana Prima	1001.24	3163.41
7	Dana Ekuitas Prima	2564.52	4109.29
8	Rencana Cerdas	7203.42	10900.51
9	Batavia Dana Saham	24314.24	46087.15
10	Pratama Saham	2528.87	4621.34
KELAS ASET > 25 MILIAR – 100 MILIAR RUPIAH			
11	Grow-2-Prosper	1087.53	2261.6
12	GMT Dana Ekuitas	1471.4	3086.45
13	NISP Indeks Saham Progresif	1000.79	1653.34
14	AXA Citradinamis	3245.19	4210.62
15	Emco Mantap	4525.37	6878.95

Sumber : Majalah Investor Edisi Maret 2013 (data diolah)

PEMBAHASAN

I. Hasil Regresi Model Kinerja Reksa Dana Saham di Indonesia

Pada penelitian ini, kinerja Reksa Dana Saham di Indonesia dianalisis dengan menggunakan model Jensen yang akan meregresikan antara kelebihan pengembalian portofolio (EP) sebagai variabel tidak bebas dengan kelebihan pengembalian pasar (EM) sebagai variabel bebas. Kinerja Reksa Dana dalam penelitian ini akan dianalisis dengan meregresikan kinerja Reksa Dana per Individu dan kinerja Reksa Dana keseluruhan

Reksa Dana Saham	Model Jensen				Model Henriksson Merton					
	Intercept		$R_m - R_f$		Intercept		$R_m - R_f$		$(R_m - R_f)D$	
	Coeff.	p-value	Coeff.	p-value	Coeff.	p-value	Coeff.	p-value	Coeff.	p-value
Panin Dana Maksima	1.300473	0.0001	1.044882	0.0000	0.792217	0.1012	0.965905	0.0000	0.188755	0.1537
Syailendra Equity Opportunity Fund	0.391348	0.2419	1.172812	0.0000	-0.212873	0.6595	1.078923	0.0000	0.224395	0.0899
Schroder Dana Istimewa	0.280710	0.4011	0.987532	0.0000	0.129283	0.7890	0.964002	0.0000	0.056237	0.6706
BNP Paribas Pesona	0.041537	0.9011	1.034071	0.0000	-0.115191	0.8115	1.009718	0.0000	0.058206	0.6598

menggunakan model *fixed effect* pada data panel.

I.1. Kinerja Reksa Dana Saham di Indonesia Model Jensen Per Individu

Kinerja Reksa Dana Saham di Indonesia akan diregresikan untuk masing-masing Reksa Dana Saham secara individu untuk melihat Reksa Dana saham yang mampu memberikan kinerja yang lebih baik daripada kinerja pasar (*outperform the market*) dan Reksa Dana Saham yang memberikan kinerja yang tidak lebih baik dari kinerja pasar (*underperform the market*). Model Jensen akan meregresikan antara kelebihan pengembalian portofolio ($R_p - R_f$) sebagai variabel tidak bebas dengan kelebihan pengembalian pasar ($R_m - R_f$) sebagai variabel bebas. Ringkasan hasil regresi untuk masing-masing Kinerja Reksa Dana di Indonesia model Jensen dapat dilihat pada Tabel 2.

Hasil regresi kinerja per Reksa Dana Saham dengan model Jensen pada Tabel 2 menunjukkan bahwa terdapat 2 Reksa Dana yang memiliki kinerja lebih baik daripada kinerja pasar ($R_m - R_f$) yang terlihat dari nilai koefisien atau *alfa* yang positif signifikan pada tingkat kepercayaan 5%, yaitu Panin Dana Maksima (1.300473) dan Panin Dana Prima (1.002936). Dengan nilai *alfa* positif signifikan yang berarti tingkat pengembalian kinerja Reksa Dana tersebut memberikan pengembalian 130.05 basis poin sampai dengan 100.29 basis poin per bulan yang lebih tinggi daripada pengembalian pasar atau dapat dikatakan *outperform the market*, dengan asumsi tidak ada variabel yang mempengaruhinya.

Schroder Dana Prestasi Plus	0.057283	0.8639	0.962583	0.0000	-0.234719	0.6271	0.917209	0.0000	0.108443	0.4122
Panin Dana Prima	1.002936	0.0028	1.095679	0.0000	0.633948	0.1896	1.038343	0.0000	0.137034	0.3002
Dana Ekuitas Prima	-0.035163	0.9162	1.142563	0.0000	0.025275	0.9583	1.151954	0.0000	-0.022445	0.8652
Rencana Cerdas	-0.137568	0.6807	1.042867	0.0000	-0.245365	0.6115	1.026116	0.0000	0.040034	0.7621
Batavia Dana Saham	0.198440	0.5528	1.076483	0.0000	-0.838350	0.0829	0.915377	0.0000	0.385043	0.0037
Pratama Saham	0.260368	0.4361	1.387391	0.0000	-0.613129	0.2045	1.251660	0.0000	0.324398	0.0143
Grow-2-Prosper	0.360401	0.2811	1.014413	0.0000	-1.286553	0.0078	0.758496	0.0000	0.611643	0.0000
GMT Dana Ekuitas	0.357366	0.2852	1.075627	0.0000	-0.497603	0.3031	0.942775	0.0000	0.317517	0.0165
NISP Indeks Saham Progresif	-0.017364	0.9586	0.983561	0.0000	-0.408915	0.3974	0.922718	0.0000	0.145413	0.2716
AXA Citradinamis	-0.367626	0.2716	1.042092	0.0000	-0.514748	0.2867	1.019231	0.0000	0.054638	0.6795
Emco Mantap	-0.020283	0.9516	1.233470	0.0000	-1.259988	0.0092	1.040836	0.0000	0.460399	0.0005

Sedangkan variabel kelebihan pengembalian pasar secara konsisten mempengaruhi kelebihan pengembalian portofolio secara positif signifikan. Variabel kelebihan pengembalian pasar memberikan kontribusi peningkatan kelebihan pengembalian portofolio dengan kisaran 96.25 basis poin (Schroder Dana Prestasi Plus) sampai dengan 138.74 basis poin (Pratama Saham) per bulan untuk setiap 100 basis poin peningkatan kelebihan pengembalian pasar dengan asumsi tidak ada variabel lain yang mempengaruhi.

I.2. Kinerja Reksa Dana Saham di Indonesia Model Jensen Keseluruhan dengan Panel Data

Dalam menilai kinerja Reksa Dana saham di Indonesia pada model Jensen secara keseluruhan ini akan diregresikan antara kelebihan portofolio ($R_p - R_f$) sebagai variabel dependen dengan kelebihan pengembalian pasar ($R_m - R_f$) sebagai variabel independen. Ringkasan hasil regresi ini dapat dilihat pada Tabel 3.

Model Jensen				Model Henriksson Merton					
Alpha		Beta		Alpha		Beta		Chi	
Coeff.	p-value	Coeff.	p-value	Coeff.	p-value	Coeff.	p-value	Coeff.	p-value
0.244857	0.0064	1.086402	0.0000	-0.309781	0.0178	1.000218	0.0000	0.205981	0.0000

Pada Tabel 3 di atas dapat dilihat bahwa nilai *alfa* atau koefisien intersep mencerminkan kinerja Reksa Dana saham di Indonesia periode Januari 2008 hingga Juli 2013, dimana dalam periode keseluruhan (*pool section*) mempunyai korelasi positif signifikan pada tingkat 5%. Hasil ini menunjukkan bahwa Manajer Investasi memiliki kinerja yang lebih baik daripada kinerja pasar. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa Manajer Investasi untuk Reksa Dana saham di Indonesia selama periode penelitian memiliki kinerja yang lebih baik daripada kinerja pasar sebagai pembandingnya.

Sedangkan untuk variabel pengembalian pasar ($R_m - R_f$) mempunyai korelasi positif signifikan dengan tingkat pengembalian kinerja Reksa Dana saham di Indonesia selama periode penelitian, yang berarti tingkat pengembalian kinerja Reksa Dana saham meningkat bila pengembalian pasar meningkat. Hasil tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi pengembalian pasar akan semakin tinggi pula kelebihan pengembalian portofolio. Nilai koefisien pada penelian Reksa Dana saham di Indonesia ini memiliki nilai sebesar 1.086402, yang berarti tingkat kinerja Reksa Dana meningkat sebesar nilai tersebut bila terjadi perubahan pengembalian pasar sebesar satu poin.

II. Hasil Regresi Model *Stock Selection Ability* dan *Market Timing Ability*

Salah satu faktor yang sangat menentukan kinerja suatu Reksa Dana adalah kemampuan Manajer Investasi dalam mengelola portofolionya. Kemampuan pengelolaan portofolio ini

berkaitan dengan pemilihan saham yang tepat (*stock selection ability*) dan melakukan jual beli pada saat yang tepat (*market timing ability*). Untuk menguji ada tidaknya *stock selection ability* dan *market timing ability* dari manajer portofolio suatu Reksa Dana maka diregresikan antara kelebihan pengembalian portofolio sebagai variabel tidak bebas dengan kelebihan pengembalian pasar dan variabel *dummy* (1 apabila $EM > 0$, dan 0 apabila lainnya) yang dikalikan dengan kelebihan pasar sebagai variabel bebas. Untuk mendapatkan analisis secara menyeluruh maka akan dilihat *stock selection* dan *market timing ability* baik untuk setiap Reksa Dana saham di Indonesia maupun secara keseluruhan.

II.1. Stock Selection dan Market Timing Ability Reksa Dana Saham per Individu

Untuk mengetahui kemampuan Manajer Investasi dalam melakukan *stock selection* dan *market timing* pada masing-masing Reksa Dana Saham di Indonesia maka dilakukan regresi antara kelebihan pengembalian portofolio sebagai variabel dependen dengan kelebihan pengembalian pasar dan variabel *dummy* (1 apabila $Rm-Rf > 0$, dan 0 apabila lainnya) yang dikalikan dengan kelebihan pasar sebagai variabel independen. Ringkasan hasil regresi model *stock selection* dan *market timing ability* pada masing-masing Reksa Dana saham di Indonesia dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2 di atas menunjukkan kemampuan *stock selection* untuk masing-masing Reksa Dana Saham selama periode penelitian. Dari lima belas Reksa Dana Saham yang dijadikan sampel, hanya terdapat 4 Reksa Dana Saham yang memiliki nilai positif pada intersepnya (walaupun nilai positif tersebut tidak signifikan pada tingkat 5%). Adapun keempat Reksa Dana saham tersebut adalah Panin Dana Maksima, Schroder Dana Istimewa, Panin Dana Prima dan Dana Ekuitas Prima. Hal ini menunjukkan bahwa 4 Reksa Dana saham tersebut memiliki kemampuan *stock selection* dari Manajer Investasi yang mengelola portofolionya, walaupun hal tersebut tidak dapat dibuktikan secara statistik. Nilai α positif yang menunjukkan adanya kemampuan Manajer Investasi dalam melakukan *stock selection* ini berkisar antara 0,025275 (Dana Ekuitas Prima) sampai dengan 0,792217 (Panin Dana Maksima). Dengan nilai tersebut, maka dapat dikatakan bahwa *stock selection ability* memberikan kontribusi peningkatan tingkat pengembalian portofolio dengan kisaran 2,52 basis poin sampai dengan 79,22 basis poin per bulan untuk keempat Reksa Dana Saham tersebut, dengan asumsi tidak ada variabel lain yang mempengaruhinya.

Sebelas Reksa Dana Saham lainnya, yaitu Syailendra Equity Opportunity Fund, BNP Paribas Pesona, Schroder Dana Prestasi Plus, Rencana Cerdas, Batavia Dana Saham, Pratama Saham, Grow-2-Prosper, GMT Dana Ekuitas, NISP Indeks Saham Progresif, Axa Citradinamis dan Emco Mantap, menunjukkan nilai α yang negatif (ada dua Reksa Dana Saham yang menunjukkan nilai negatif signifikan pada tingkat 5%, yaitu Grow-2-Prosper dan Emco Mantap, sedangkan lainnya tidak signifikan pada tingkat 5%). Nilai α negatif yang tidak menunjukkan adanya kemampuan Manajer Investasi dalam melakukan *stock selection* ini berkisar antara -0,11519 (BNP Paribas Pesona) sampai dengan -1,286553 (Grow-2-Prosper). Dengan nilai tersebut, maka dapat dikatakan bahwa *stock selection ability* memberikan kontribusi penurunan tingkat pengembalian portofolio dengan kisaran -11.51 basis poin sampai dengan -128.65 basis poin per bulan untuk kesebelas Reksa Dana Saham tersebut, dengan asumsi tidak ada variabel lain yang mempengaruhinya.

Untuk variabel pengembalian pasar ($Rm-Rf$) mempunyai korelasi positif signifikan dengan tingkat pengembalian kinerja Reksa Dana Saham ($Rp-Rf$) pada ke lima belas Reksa Dana yang diteliti, yang berarti tingkat pengembalian kinerja Reksa Dana meningkat bila pengembalian pasar meningkat. Hasil ini menunjukkan semakin tinggi kelebihan pengembalian pasar akan semakin tinggi pula pengembalian portofolio. Nilai koefisien pada penelitian Reksa Dana Saham di Indonesia berkisar antara 0,915377 sampai 1,251660, yang berarti tingkat pengembalian kinerja Reksa Dana Saham meningkat sebesar nilai tersebut bila terjadi perubahan pengembalian pasar sebesar satu poin.

Sedangkan untuk melihat kemampuan Manajer Investasi dalam menentukan waktu yang tepat dalam membeli dan menjual Reksa Dana Saham (*market timing ability*) ditunjukkan dengan nilai koefisien $(R_m - R_f) * D$ yang positif. Dari lima belas Reksa Dana Saham yang diteliti, terdapat 5 Reksa Dana Saham yang memiliki nilai koefisien bertanda positif signifikan, yaitu Batavia Dana Saham, Pratama Saham, Grow-2-Prosper, GMT Dana Ekuitas, dan Emco Mantap. Hal ini menjelaskan bahwa kelima Reksa Dana tersebut menunjukkan dimilikinya *market timing ability* dari Manajer Investasi, sehingga dapat dikatakan bahwa Manajer Investasi dari 5 Reksa Dana Saham tersebut memiliki kemampuan dalam menentukan saat yang tepat ketika membeli atau menjual saham yang dimilikinya sehingga keuntungan yang didapat maksimal. Nilai koefisien positif yang menunjukkan adanya kemampuan Manajer Investasi dalam melakukan *market timing* ini berkisar antara 0,040034 (Rencana Cerdas) sampai dengan 0,611643 (Grow-2-Prosper). Dengan nilai tersebut, maka dapat dikatakan bahwa *market timing ability* memberikan kontribusi peningkatan tingkat pengembalian portofolio dengan kisaran 4,01 basis poin sampai dengan 61,16 basis poin per bulan untuk kelima Reksa Dana Saham tersebut, dengan asumsi tidak ada variabel lain yang mempengaruhinya.

II.2. Stock Selection dan Market Timing Ability Reksa Dana Saham Dengan Data Panel

Dalam menilai kemampuan *stock selection* dan *market timing* pada Reksa Dana saham di Indonesia secara keseluruhan ini akan diregresikan antara kelebihan pengembalian portofolio sebagai variabel dependen dengan kelebihan pengembalian pasar dan variabel *dummy* (1 apabila $R_m - R_f > 0$, dan 0 apabila lainnya) yang dikalikan dengan kelebihan pasar sebagai variabel independen. Ringkasan hasil regresi ini dapat dilihat pada Tabel 3.

Model ini bertujuan untuk menilai kemampuan *stock selection* dan *market timing* dari Manajer Investasi Reksa Dana Saham di Indonesia. Dimana bila nilai intersep positif signifikan maka dapat dikatakan Manajer Investasi memiliki *stock selection ability*. Sedangkan bila koefisien regresi *dummy* variabel pada model ini signifikan positif maka dapat dikatakan bahwa Manajer Investasi memiliki *market timing ability*.

Dari hasil regresi pada Tabel dapat dilihat bahwa nilai *alfa* atau koefisien intersep untuk periode keseluruhan (*pool section*) adalah negatif signifikan yaitu sebesar -0,309781 atau dapat dikatakan *stock selection ability* memberikan kontribusi penurunan tingkat pengembalian portofolio sebesar 30,97 basis poin per bulan. Hasil ini menunjukkan bahwa Manajer Investasi pada Reksa Dana saham di Indonesia selama periode penelitian tidak memiliki kemampuan dalam memilih saham yang tepat (*stock selection ability*).

Sedangkan koefisien regresi untuk variabel *dummy* dari hasil tersebut diatas adalah positif signifikan dalam periode keseluruhan (*pool section*) dengan nilai koefisien 0,205981 yang berarti bahwa *market timing ability* pada Reksa Dana Saham dapat memberikan kontribusi tingkat pengembalian portofolio sebesar 20,59 basis poin per bulan, dengan asumsi tidak ada variabel lain yang mempengaruhinya. Hasil regresi ini menjelaskan bahwa Manajer Investasi pada Reksa Dana saham di Indonesia memiliki kemampuan yang baik dalam membeli atau menjual saham pada saat yang tepat (*market timing ability*).

KESIMPULAN

Hasil penelitian kinerja Reksa Dana Saham di Indonesia periode Januari 2008-Juli 2013 dengan menggunakan model yang telah dikembangkan oleh Jensen (1968) dan Henriksson dan Merton (1981), menemukan Reksa Dana Saham di Indonesia selama periode penelitian memiliki kinerja yang lebih baik daripada kinerja pasar. Hal ini dapat dilihat dari nilai koefisien *alfa* yang positif signifikan. Terdapat 10 Reksa Dana Saham yang memiliki nilai *alfa* positif (2 diantaranya memiliki nilai positif signifikan). Tingkat pengembalian portofolio Reksa Dana saham di Indonesia dipengaruhi oleh kinerja pasar.

Manajer Investasi pada Reksa Dana Saham di Indonesia tidak memiliki kemampuan dalam memilih saham yang tepat (*stock selection ability*). Terdapat hanya 4 dari 15 Reksa Dana saham selama periode penelitian yang memiliki *stock selection ability* (walaupun tidak signifikan).

Manajer Investasi pada Reksa Dana Saham di Indonesia memiliki kemampuan dalam menjual/membeli saham pada saat yang tepat (*market timing ability*). Terdapat 14 Reksa Dana saham selama periode penelitian yang memiliki *market timing ability* (5 diantaranya memiliki nilai signifikan).

IMPLIKASI MANAJERIAL

Bagi Investor yang ingin melakukan investasi di Reksa Dana hendaknya mempertimbangkan terlebih dahulu kemampuan dari Manajer Investasi dalam mengelola portofolionya. Karena sekalipun Manajer Investasi melakukan investasi yang mengikuti indeks pasar (seperti Reksa Dana Indeks) yang menerapkan strategi portofolio pasif, tetap diperlukan *skill* atau kemampuan dalam memilih saham yang tepat (*stock selection ability*) dan menentukan saat yang tepat dalam mengeksekusi saham yang akan dibeli atau dijualnya (*market timing ability*).

Bagi Manajer Investasi, untuk dapat lebih meningkatkan kemampuan saat menentukan saham-saham dalam portofolio investasinya agar dapat meningkatkan kinerja Reksa Dana. Saat dilakukan pemilihan terhadap saham-saham yang akan dimasukkan ke dalam portofolio investasinya, sebaiknya Manajer Investasi melakukan analisis lebih mendalam mengenai kinerja saham yang bersangkutan, tidak hanya menggunakan strategi momentum sederhana atau hanya berdasarkan intuisi Manajer Investasi.

Peran regulator dalam hal ini Otoritas Jasa Keuangan (OJK) adalah dengan menyelenggarakan pelatihan secara rutin bagi para Manajer Investasi, maupun dengan menerbitkan sertifikasi baru khusus untuk para Manajer Investasi dengan meningkatkan standar kompetensi dibanding sebelumnya. Dengan hal tersebut, diharapkan Manajer Investasi dapat meningkatkan kemampuan dalam melakukan *stock selection* dan *market timing* dalam mengelola Reksa Dana di Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Dennis J, Manurung AH, Nachrowi DN. 2004. Analisis Determinasi Kinerja Reksa Dana Pendapatan Tetap di Indonesia Periode 1999-2003 (Penggunaan Model Jensen dan Model Gudikunst). *The Indonesian Journal of Accounting Research*, 7(2): 224-250.
- Goetzmann WN, Ibbotson RG. 1994. Do Winners Repeat? Patterns In Mutual Fund Behaviour. *Journal of Portfolio Management*, 20: 9-18.
- Grinblatt M, Titman S. 1992. The Persistence of Mutual Fund Performance. *Journal of Finance*, 47(5): 1977-1984.
- Hendricks D, Pattel J, Zeckhauser R. 1993. Hot Hands in Mutual Funds: Short Run Persistence of Performance. *Journal of Finance*, 48(1): 93-130.

- Henriksson DR, Merton RC. 1981. On Market Timing and Investment Performance II, Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills. *Journal of Business*, 54(4): 513-533.
- Jensen MC. 1968. The Performance and Mutual Funds in the Period 1945-1964. *Journal of Finance*, 23: 389-416.
- Manurung AH. 2008. *Reksa Dana Investasiku*. Jakarta: Kompas.
- Pardomuan. 2005. *Pengaruh Makro dan Total Aktiva Bersih Terhadap Kinerja Reksa Dana Pendapatan Tetap di Indonesia Periode 2001-2004*. Tesis S2 yang Tidak Dipublikasikan. Fakultas Pascasarjana Universitas Indonesia.
- Putri RA. 2012. *Pengukuran Kemampuan Stock Selection dan Market Timing Reksa Dana Saham di Indonesia*. Tesis S2 yang Tidak Dipublikasikan. Program Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Rezkyka N. 2009. *Analisis Kinerja Reksa Dana Saham dan Hubungan Antara Kemampuan Stock Selection dan Market Timing*. Tesis S2 yang Tidak Dipublikasikan. Program Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Tandelilin E. 2010. *Portofolio dan Investasi Teori*. Ed ke-1. Yogyakarta (ID): Percetakan Kanisius.
- Treynor J, Mazuy K. 1966. Can Mutual Funds Outguess The Market?. *Harvard Business Review*, 44: 131-136.
- Wardhani R. 2003. *Analisis Faktor-Faktor Determinasi Kinerja Reksa Dana Saham di Indonesia Periode 1998-2001*. Tesis S2 yang Tidak Dipublikasikan. Fakultas Pascasarjana Universitas Indonesia.