

MARKET TIMING, SELEKTIVITAS SAHAM SERTA KINERJA DARI PRODUK REKSA DANA SAHAM DI INDONESIA

Benny Kurniawan^{*1}, Hermanto Siregar^{}, dan Trias Andati^{***}**

^{*}) Program Studi Magister Manajemen Bisnis, Sekolah Bisnis, Institut Pertanian Bogor
Jl. Raya Pajajaran, Bogor 16151

^{**}) Departemen Ilmu Ekonomi, Fakultas Ekonomi dan Manajemen, Institut Pertanian Bogor
Jl. Kamper, Wing 4 Level 5 Kampus IPB Darmaga, Bogor 16680

^{***}) PT Adhimix Precast Indonesia
Jl. Raya Pasar Minggu, No. 17 A, Pancoran, Jakarta, 12780

ABSTRACT

Mutual fund share is one of the attractive instruments in investment. This product is able to offer high returns with lower risk than investing directly into equities. However, the results found in the period of 2009-2014 were not the case. The return generated by equity funds was smaller than that of JCI. Because of this, the research on mutual funds was performed to measure the actual capability of mutual fund shares in Indonesia. This study used daily data of 44 stock mutual fund products in Indonesia. In this study, (1) Adjustment risk-return performance, (2) Selectivity of shares and, (3) Market timing were measured; furthermore, in market timing, the data were processed by the econometric models to determine the error model so that an appropriate regression model (OLS or ARCH / GARCH) could be selected. The result revealed that the ability of mutual fund shares in Indonesia is very low. Although the risk-return adjustment performance shown only produced one underperformed product, the selectivity stock is very low in which only 22% showed a positive result in Fama testing; in addition, the portfolio showed a similar composition. For market timing, only about 30% of products are able to apply it appropriately. From these results, it can be concluded that the capability of equity funds in Indonesia in the period of 2009-2014 was still low, both on the selectivity stocks and market timing.

Keywords: econometrics, performance, market timing, stock mutual funds, stock selectivity

ABSTRAK

Reksa dana saham adalah salah satu instrumen dalam berinvestasi yang menarik. Produk ini mampu menawarkan return tinggi dengan risiko yang lebih rendah daripada investasi langsung ke saham. Namun, hasil yang ditemukan pada periode 2009–2014 tidak demikian. Return yang dihasilkan oleh produk reksa dana saham lebih kecil dari IHSG. Oleh karena ini, penelitian mengenai reksa dana dilakukan untuk mengukur kemampuan sebenarnya dari reksa dana saham di Indonesia. Penelitian ini menggunakan data harian dari 44 produk reksa dana saham di Indonesia. Di dalam penelitian ini, akan dilakukan pengukuran: (1) Penyesuaian kinerja risk-return, (2) Selektivitas saham serta, (3) Market timing, yang mana pada market timing, data akan diolah dengan kaedah ekonometrika guna mengetahui model error sehingga mampu memilih model regresi yang tepat (OLS atau ARCH/GARCH). Hasilnya, kemampuan reksa dana saham di Indonesia sangat rendah. Walaupun kinerja penyesuaian risk-return yang ditunjukkan menghasilkan hanya 1 produk yang underperformed, namun selektivitas saham sangat rendah. Hanya 22% yang menunjukkan positif dalam pengujian Fama. Selain itu, portofolio menunjukkan komposisi yang hampir serupa. Untuk market timing, hanya sekitar 30% produk yang mampu menerapkannya dengan tepat. Dari hasil ini dapat disimpulkan minimnya kemampuan produk reksa dana saham di Indonesia pada periode 2009–2014, baik dari selektivitas saham maupun market timing.

Kata kunci: ekonometrika, kinerja, market timing, reksa dana saham, stock selectivity

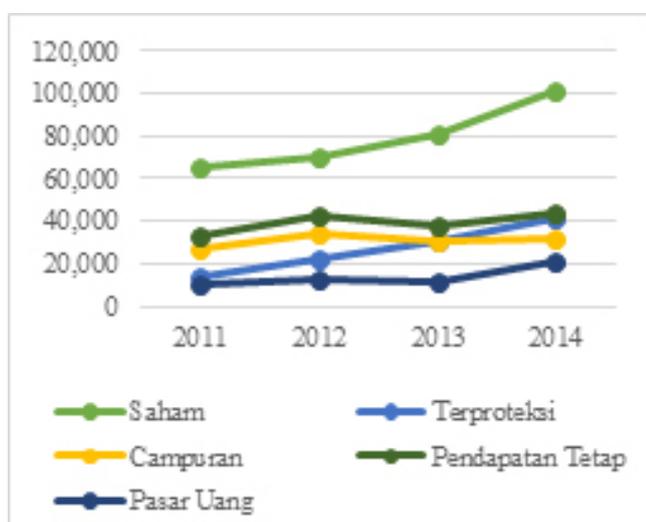
¹ Alamat Korespondensi:

Email: benny_tjia91@yahoo.com

PENDAHULUAN

Produk reksa dana saham sebagai salah satu instrumen dalam berinvestasi semakin meningkat dari tahun ke tahun. Hal ini terjadi karena meningkatnya kesadaran berinvestasi di dalam masyarakat sangat tinggi, namun ada keterbatasan di dalamnya. Keterbatasan yang dimaksud antara lain: minim dana, minim informasi ataupun kemampuan yang kurang memadai. Terlihat pada nilai aset kelolaan (AUM) reksa dana, nilai AUM pada akhir tahun 2014 mencapai 238 Miliar, dengan nilai kelolaan aset dari reksa dana saham yang mencapai setengahnya, yakni 100 Miliar (Gambar 1). Namun, pada Gambar 2 terlihat *return* yang ditunjukkan kurang baik, sehingga tidak dapat mengimbangi *return* yang diberikan oleh IHSB.

Perbandingan *return* antara Danareksa Mawar, Schroeder 90 Plus Equity Fund serta IHSB (dalam %) Oleh karena adanya ketidaksesuaian antara peningkatan total aset kelolaan terhadap *return*, maka dirasa perlu dilakukan pengujian dari kinerja reksa dana saham. Selain dari kinerja *risk-return*, salah satu komponen penting dalam reksa dana saham adalah selektivitas saham serta *market timing*. Selektivitas saham, secara sederhana dapat digambarkan seperti memilih komposisi yang tepat dari menu yang sudah tersedia, sedangkan *market timing* adalah strategi keluar-masuk atau perubahan antara keseimbangan komposisi portofolio sesuai dengan keadaan pasar. Kedua hal ini dapat menjadi tolak ukur untuk mengetahui apakah *return* yang dihasilkan benar dari kemampuan yang hebat atukah hanya disebabkan faktor keberuntungan (*luck factor*) semata.



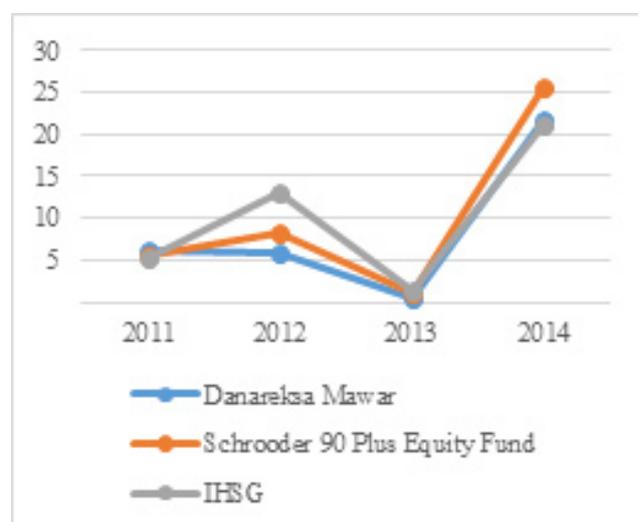
Gambar 1. Perkembangan aset kelolaan (dalam miliar (aria.bapepam.go.id/reksa dana/))

Drew *et al.* (2005) melakukan penelitian di Australia pada 1991–2000 dengan menggunakan model Henriksson-Merton serta *Treynor-Mazuy*, tidak menemukan adanya kemampuan selektivitas saham ataupun *market timing*. Mereka menyimpulkan selektivitas dan *market timing* tidaklah berkorelasi.

Cuthbertson *et al.* (2010) menerapkan metode non-parametris untuk menilai *market timing*. Penilaian dilakukan untuk mengukur agresi manajer investasi berdasarkan dari sinyal untuk melakukan *market timing*. Hasilnya, hanya sebagian kecil dari manajer investasi yang mampu menempatkan diri pada *market timing* yang tepat.

Murhardi (2010) meneliti kinerja reksa dana di Indonesia dengan menggunakan model Henriksson-Merton serta *Treynor-Mazuy* untuk mengetahui kemampuan dalam selektivitas dan *market timing* masing-masing produk. Dengan menggunakan 55 produk, dengan periode 17 bulan, dimulai dari Februari 2008 sampai dengan Juni 2009, Murhardi mendapatkan bahwa hanya 4 dari 55 produk yang memiliki kinerja baik, selain itu, dia menyimpulkan bahwa metode Henriksson-Merton dan *Treynor-Mazuy* memiliki kemampuan untuk mengukur kinerja reksa dana di Indonesia.

Koulis *et al.* (2011) dengan menggunakan data bulanan reksa dana saham pada periode 2000–2008 di Athena, dengan didasarkan pada perhitungan *Sharpe ratio* serta *Treynor ratio* dan *Treynor-Mazuy*, tidak menemukan adanya selektivitas saham, tetapi *market timing* ada walaupun sedikit.



Gambar 2. Perbandingan *return* antara Danareksa Mawar, Schroeder 90 Plus Equity Fund serta IHSB (dalam %)

Olbrys (2011) melakukan evaluasi terhadap kinerja reksa dana saham periode Januari 2003 sampai Juni 2011 dengan model *Treynor-Mazuy* dan *Henriksson-Merton*. Hasilnya, tidak ditemukan nilai signifikan pada selektivitas maupun *market timing*.

Kumar (2012) melakukan penelitian di India dengan menggunakan 28 produk reksa dana saham pada periode Januari 2007–Juni 2011. Dengan *Sharpe ratio* dan *Treynor ratio* untuk mengukur diversifikasi, *Jensen's alpha* dan *Fama net selectivity* untuk mengukur selektivitas saham, serta *Treynor-Mazuy* dan *Henriksson-Merton* untuk mengukur *market timing*. Hasil dari penelitian, didapati 60% dari produk dapat mengalahkan kinerja market, dengan 58% diantaranya terbukti mampu menerapkan selektivitas saham, namun dalam penerapan *market timing*, tidak terlihat bukti nyatanya.

Prasad & Srinivas (2012), dengan 17 produk pada periode April 2000–Mei 2012 di India, dengan mempergunakan model *Treynor-Mazuy* serta *Henriksson-Merton*, menemukan hasil positif dari kemampuan *market timing*.

Kaur (2013) meneliti 10 ranking teratas reksa dana saham di India pada periode 2008–2010, dengan menggunakan *Sharpe*, *Treynor* serta *Jensen's alpha* untuk mengukur kinerja, *Fama net selectivity* untuk mengukur selektivitas dan *Treynor-Mazuy* untuk mengukur *market timing*. Hasilnya, ia menemukan alpha positif yang signifikan, tetapi nilai yang kecil untuk *market timing* serta selektivitas. Dia menyatakan bahwa dengan data yang berfrekuensi tinggi, alpha positif pasti akan didapat.

Lee & Lee (2012) melakukan penelitian terhadap reksa dana obligasi di Taiwan dengan menggunakan model *Treynor-Mazuy*, *Henriksson-Merton*. Hasilnya tidak

menemukan selektivitas saham, namun diperoleh nilai signifikan dalam risiko sistematis serta *market timing*. Hal ini disimpulkan karena rendahnya likuidasi. Oleh karena itu, tujuan dari penelitian ini adalah 1) menganalisis kinerja dari produk reksa dana saham yang diukur dari kemampuan penyesuaian *risk-return*; 2) menganalisis selektivitas saham dari reksa dana saham. 3) menganalisis kemampuan *market timing* dari reksa dana saham.

METODE PENELITIAN

Data yang dipergunakan dalam penelitian ini akan dipilih berdasarkan pada metode *purposive sampling*. Kriteria dari data yang dipilih, yakni 1) sampel yang dipilih adalah reksa dana saham yang tanggal efektifnya sebelum Januari 2011 dan masih aktif sampai dengan Desember 2014; 2) sampel yang dipilih adalah reksa dana saham non-syariah, karena cakupan dari reksa dana saham non-syariah lebih kecil dibanding dengan yang konvensional; 3) ketersediaan data sesuai dengan periode pengamatan penelitian. Rincian dari variabel yang dipergunakan dapat dilihat pada Tabel 1.

Perhitungan Kinerja Reksa Dana

Perhitungan kinerja reksa dana yang dilakukan adalah dengan *Treynor ratio* (Treynor, 1966) serta *Sharpe ratio* (Sharpe, 1966).

Treynor ratio dirumuskan $T_i = (R_{pi} - R_{SBI}) / \beta_i$

Sharpe ratio dirumuskan $S_i = (R_{pi} - R_{SBI}) / \sigma_i$

Keterangan:

T_i : *Treynor ratio* dari reksa dana i

S_i : *Sharpe ratio* dari reksa dana i

R_{pi} : *Return* rata-rata dari reksa dana i

Tabel 1. Definisi operasional variabel

Variabel	Definisi	Sat.	Sumber Data
Produk Reksa Dana	Nama dari produk reksa dana	-	aria.bapepam.go.id
AUM (<i>Asset Under Management</i>)	Jumlah aset kelolaan dari produk	Rp	aria.bapepam.go.id
NAB (<i>Net Aktiva Bersih</i>)	Data harian harga unit penyertaan (terdapat 5 hari dalam 1 minggu)	Rp	pusatdata.kontan.co.id/reksa dana/
IHSG (<i>Indeks Harga Saham Gabungan</i>)	Data harian IHSG sebagai Indikator pasar (<i>benchmark</i>)	Rp	Finance.yahoo.com/q?s=^JKSE
SBI (<i>Suku Bunga bank Indonesia</i>)	Nilai dari BI rate sebagai <i>risk-free rate</i>	%	bi.go.id/id/moneter/bi-rate/data/default.aspx

- R_{SBI} : Rata-rata dari BI Rate
 β_i : Beta dari reksa dana i
 σ_i : Standar deviasi dari reksa dana i

Pengukuran Selektivitas

Perhitungan kinerja reksa dana yang dilakukan adalah dengan Jensen's Alpha (Jensen, 1967) serta *Fama net selectivity* (Fama, 1972). Jensen's Alpha dan *Fama net selectivity* dihitung sebagai berikut:

$$\alpha_i = R_{pi} - [R_{SBI} + \beta_i (R_{IHSG} - R_{SBI})]$$

$$Net\ Selectivity = (R_{pi} - R_{SBI}) - \sigma_i / \sigma_{IHSG} (R_{IHSG} - R_{SBI})$$

Keterangan:

- α_i : Jensen's Alpha dari reksa dana i
 β_i : Nilai beta dari reksa dana i
 R_{pi} : Return rata-rata dari reksa dana i
 R_{SBI} : Rata-rata dari BI Rate
 σ_i : Standar deviasi dari reksa dana i
 σ_i : Standar deviasi dari IHSG

Uji Stasioneritas Data

Pengujian akar unit dilakukan untuk mengetahui adanya data deret waktu yang tidak stasioner. Yang dimaksud dengan data stasioner ialah data yang tidak mengandung tren di dalamnya, serta memiliki nilai *mean* atau *variance* yang tidak beragam (konstan) dari waktu ke waktu (Gujarati & Porter, 2009). Pengujian ini dilakukan, agar data yang diperoleh dipastikan stasioner sehingga tidak akan menghasilkan regresi lancung (*spurious regression*). Pengujian dilakukan dengan metode ADF untuk mengetahui stasioneritas data. Data terlebih dahulu diuji pada tingkat level dengan menggunakan persamaan tren serta *intercept* dengan jumlah lag yang ditentukan dengan aturan Schwert. Kemudian, nilai t dibandingkan dengan nilai kritis;

H_0 : $\delta = 0$, terdapat unit *root* yang menunjukkan bahwa data belum stasioner (nilai t < nilai kritik).

H_1 : $\delta \neq 0$, tidak terdapat unit *root* yang menunjukkan bahwa data sudah stasioner (nilai t > nilai kritik).

Jika hasil yang didapatkan masih berupa hipotesis nol, maka pengujian dilakukan lagi pada tingkat 1st *difference*. Kemudian dilihat lagi apakah data telah stasioner atau belum.

Regresi dengan OLS (*Ordinary Least Square*)

OLS adalah metode regresi sederhana yang dapat dipergunakan. OLS dikembangkan dengan didasarkan pada beberapa asumsi, yakni 1) Model regresi adalah linear, parameter harus linear, tetapi tidak untuk variabel; 2) Nilai X adalah tetap atau independen terhadap *error*; 3) Memiliki *zero mean* dari gangguan u_i ; 4) *Homoscedasticity* atau memiliki u_i dengan varian yang konstan; 5) Tidak ada auto-korelasi antara gangguan; 6) Jumlah observasi haruslah lebih besar dibandingkan dengan jumlah parameter yang akan diestimasi; 7) Nilai X dalam sample tidak boleh sama, merupakan angka positif, serta tidak boleh terdapat *outlier* (terlalu besar atau kecil) (Gujarati & Porter, 2009).

Market timing

Perhitungan kinerja reksa dana yang dilakukan adalah dengan Model *Treynor-Mazuy* (Treynor & Mazuy, 1966) serta Model Henriksson-Merton (Henriksson & Merton, 1981).

Treynor-Mazuy dirumuskan:

$$(R_{pi} - R_{SBI}) = \alpha + \beta (R_{IHSG} - R_{SBI}) + \gamma (R_{IHSG} - R_{SBI})^2 + \varepsilon_i$$

Henriksson-Merton diformulasikan:

$$(R_{pi} - R_{SBI}) = \alpha + \beta (R_{IHSG} - R_{SBI}) + \gamma [D (R_{IHSG} - R_{SBI})] + \varepsilon_i$$

Keterangan:

- α, β, γ : Parameter dari model yang dapat dihasilkan dengan teknik standar OLS
 ε_i : Error dari reksa dana i
 R_{pi} : Return rata-rata dari reksa dana i
 R_{SBI} : Rata-rata dari BI Rate
 R_{IHSG} : Return rata-rata dari IHSG
D : Variabel *dummy* yang bernilai 0 pada saat *up-market* ($R_{IHSG} > R_{SBI}$) dan -1 pada saat *down-market* ($R_{IHSG} < R_{SBI}$)

Uji White *Heteroscedasticity*

Uji White ditujukan untuk mengetahui ada tidaknya *heteroscedasticity* pada data. Hipotesis dari uji White adalah H_0 (Tidak *heteroscedasticity*). Jika $n \times R^2 < x^2_{df}$ atau $\text{prob} (n \times R^2) > \alpha = 5\%$ dan H_1 : *Heteroscedasticity*. Jika $n \times R^2 > x^2_{df}$ atau $\text{prob} (n \times R^2) < \alpha = 5\%$. (Greene, 2012).

ARCH/ GARCH

Sebelum masuk ke dalam ARCH/GARCH, terlebih dahulu dilakukan uji Engle's ARCH untuk menduga signifikansi yang dapat dihasilkan oleh ARCH *effect*. GARCH dipilih jika probability pengujian tersebut yang dihasilkan bernilai kecil (kurang dari α) dalam lag yang cukup panjang. ARCH dipilih jika hasilnya signifikan di lag awal. Analisis dengan ARCH/ GARCH dilakukan untuk menghindari terjadinya kesalahan yang disebabkan oleh keadaan heteroscedastic. Keadaan heteroscedastic terjadi pada saat *variance* dari *error* u pada waktu t yang berbeda dengan *variance* dari *error* pada waktu sebelumnya ($t-1$) (Gujarati & Porter, 2009). Prosedur analisis GARCH dengan ARCH tidaklah berbeda. Yang menjadi perbedaan hanyalah penentuan ordo p dan q pada GARCH yang tidak dapat ditentukan secara langsung, tidak seperti pada penentuan ordo q di ARCH.

Penelitian ini dilakukan karena adanya peningkatan AUM yang konstan dan pesat hingga 50% dari tahun 2011 hingga tahun 2014. Padahal *return* yang dihasilkan oleh reksa dana saham pada periode tersebut terlihat kurang optimal. Oleh karena itu, akan dilakukan pengukuran faktor lainnya, yakni meliputi:

1. Pengukuran kinerja, yang lihat dari kemampuan penyesuaian *risk-return* dari produk reksa dana, dengan *Treynor ratio* serta *Sharpe ratio*.
2. Pengukuran selektivitas saham dengan Jensen's alpha dan *Fama net selectivity*.
3. Pengukuran *market timing* dengan *Treynor-Mazuy* serta Henriksson-Merton, yang dilihat nilai γ . Sebelum diregresikan, data terlebih dahulu diuji stasioneritas dan diuji *error* yang terkandung, apakah memiliki masalah *heteroscedasticity* atau tidak.

HASIL

Analisis Reksa Dana Saham

Berdasarkan pada metode pemilihan sampel *purposive sampling*, ditemukan 44 produk yang sesuai dengan kriteria. Dari sampel yang telah terkumpul, dipilih lima produk yang memiliki nilai *return* tertinggi, dan lima produk yang memiliki nilai AUM tertinggi. Produk tersebut nantinya akan dibandingkan dengan rerata *return* keseluruhan 44 produk serta nilai *benchmark*.

Grafik *return* dari kelompok produk reksa dana saham yang memiliki AUM tertinggi (Gambar 4). Reksa dana yang termasuk dalam kelompok ini merupakan reksa dana yang terkenal di pasar, contohnya Schroder. Kelompok ini memiliki pergerakan *return* yang sama seperti pergerakan IHSG ataupun nilai rerata dari keseluruhan 44 produk reksa dana saham. Hal ini mengindikasikan adanya prediksi yang cukup baik dari produk. Grafik *return* dari kelompok produk reksa dana saham yang memiliki *return* tertinggi di gambarkan pada Gambar 5.

Produk-produk reksa dana semacam ini biasanya memiliki rentang AUM menengah, yakni kurang dari 1 Triliun dan memiliki umur produk kurang lebih 10 tahun. Terlihat pergerakan yang ditunjukkan oleh kelompok ini, hanya 2 produk yang bergerak menyerupai IHSG sebagai *benchmark* maupun rerata *return* dari 44 produk reksa dana saham. Sisanya bergerak dengan arah yang bervariasi dan bahkan ada yang bergerak berlawanan dengan pergerakan *benchmark* ataupun rerata *return* keseluruhan produk reksa dana saham.

Beberapa produk dalam kelompok ini mampu menunjukkan superioritas jika dibandingkan dengan IHSG ataupun rerata dari keseluruhan produk reksa dana pada periode krisis, namun anehnya pada tahun 2014, saat keadaan mulai membaik, terlihat malah dalam kelompok ini, *return* produk malah bergerak turun, dan banyak yang berada di bawah *return* IHSG ataupun rerata keseluruhan produk. Pergerakan yang cukup baik ditunjukkan oleh 2 produk kelolaan PT Pratama Capital Assets Management. Prata Equity dan Prata Saham menunjukkan pergerakan yang stabil dalam pengembalian (*return*). Pergerakan yang dihasilkan oleh kelompok reksa dana ini mungkin disebabkan karena kurangnya analisis, sehingga *luck factor* sangat diandalkan.

Pengukuran Kinerja Reksa Dana Saham

Setelah sebelumnya analisis sederhana dengan mengamati *return* serta AUM dilakukan, selanjutnya untuk mendapatkan gambaran lebih jelas dari bagaimana sebenarnya kinerja reksa dana dalam penelitian ini, maka dilakukan pengukuran kinerja dari reksa dana dengan menghitung kemampuan penyesuaian *risk-return*. Pengujian ini akan dilakukan dengan mempergunakan data NAB yang telah diolah dengan menggunakan *Treynor ratio* serta *Sharpe ratio*. Pengujian dengan *Treynor ratio* serta *Sharpe ratio*

akan dilakukan untuk menilai kemampuan penyesuaian antara kenaikan *return* terhadap kenaikan dari risiko produk reksa dana saham. Nilai yang positif dan besar dari *Treynor ratio* dan *Sharpe ratio* menunjukkan kinerja penyesuaian *risk-return* yang dimiliki lebih baik.

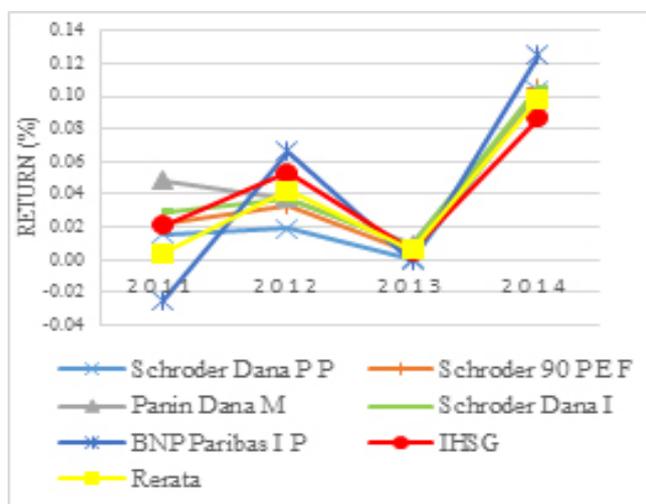
Hasil dari perhitungan *Treynor ratio* serta *Sharpe ratio* yang dilakukan ditemukan 1 produk reksa dana saham yang *underperformed*, yakni Batavia Dana Saham Agro. Nilai *underperformed* ini disebabkan oleh nilai *return* yang dihasilkan produk berada dibawah *return* dari *risk-free rate* (SBI) pada periode penelitian. Perbedaan nilai yang dihasilkan oleh *Treynor ratio* dan *Sharpe ratio* disebabkan karena adanya perbedaan penggunaan risiko dalam perhitungannya. *Treynor ratio* menggunakan pembagi dari risiko sistematis atau risiko dari pasar (beta), sedangkan *Sharpe ratio* menggunakan risiko total (standar deviasi). Perbedaan pada peringkat nilai *Treynor ratio* serta *Sharpe ratio* menunjukkan bahwa produk reksa dana saham di Indonesia kurang optimal dalam melakukan diversifikasi. Pasar saham di Indonesia juga menunjukkan risiko pasar yang cukup tinggi sehingga manajer investasi lebih memilih untuk menghindari risiko, yang terlihat dari beta (< 1).

Pengukuran Kemampuan Selektivitas Saham

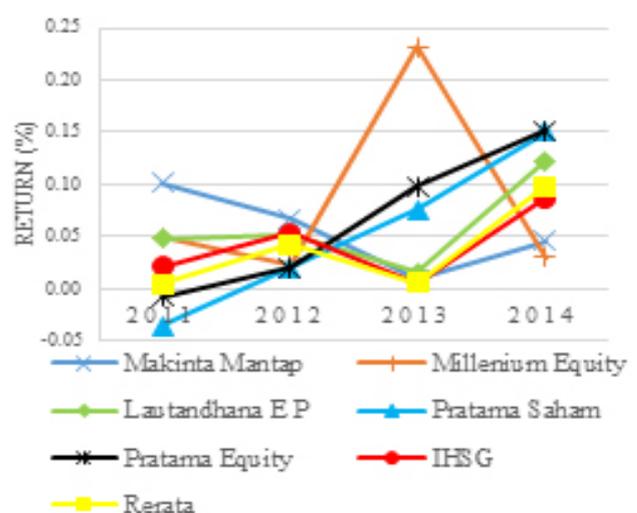
Setelah mengukur kinerja penyesuaian dari reksa dana saham dengan menggunakan *Treynor ratio* serta *Sharpe ratio*, agar pengukuran kinerja menjadi lebih jelas maka selanjutnya akan dilakukan pengukuran terhadap kemampuan *stock selectivity* atau selektivitas saham. Pengukuran terhadap kemampuan selektivitas

saham dilakukan karena selektivitas saham merupakan hal yang penting agar dapat memberikan hasil yang optimal dalam diversifikasi portofolio. Portofolio yang terdiversifikasi dengan baik akan mampu memberikan *unique risky* yang lebih baik, sehingga mampu mengurangi risiko yang diberikan oleh portofolio. Diversifikasi juga merupakan salah satu fitur yang ditawarkan oleh reksa dana dan diincar oleh para investor dengan dana minim yang ingin bermain di pasar modal. Pengukuran kemampuan selektivitas saham dalam penelitian ini akan dilakukan dengan menghitung nilai Jensen's alpha serta *Fama net selectivity*. Nilai positif yang besar dari kedua pengukuran tersebut akan mengindikasikan bahwa ada bukti nyata dari selektivitas saham, sehingga berarti para investor dapat menerima keuntungan dari diversifikasi portofolio yang optimal.

Hasil Jensen's alpha menunjukkan 54% dari produk memiliki nilai alpha yang positif. Namun, pada perhitungan dengan *Fama net selectivity*, hanya menunjukkan hanya 22% dari produk reksa dana saham yang memiliki nilai positif. Jensen's alpha memiliki nilai yang lebih besar bila dibandingkan dengan nilai *Fama net selectivity*. Nilai negatif dari Jensen's alpha menunjukkan rendahnya kemampuan pengembalian *return* yang dihasilkan dari kemampuan selektivitas. Nilai negatif dalam *Fama net selectivity* menunjukkan lemahnya diversifikasi dari produk reksa dana saham dibandingkan dengan dengan besarnya market premium. Tidak aneh jika nilai di Jensen's alpha positif, tapi nilai di *Fama net selectivity* bernilai negatif. Namun, sebaliknya pada produk yang memiliki nilai *Fama net selectivity* positif, pasti memiliki nilai Jensen's alpha yang juga positif.



Gambar 4. Rerata *return* produk reksa dana saham, IHSIG serta produk reksa dana saham yang memiliki AUM tertinggi



Gambar 5. Rerata *return* produk reksa dana saham, IHSIG serta produk reksa dana saham yang memiliki *return* tertinggi

Pengukuran Kemampuan *Market Timing*

Pengujian selanjutnya yang akan dilakukan dalam penelitian ini adalah pengujian kemampuan *market timing* dari produk reksa dana saham. Secara mudah, *market timing* dapat dijelaskan sebagai kemampuan pengubahan komposisi yang tepat waktu dari komposisi portofolio. *Market timing* sangat diperlukan untuk dapat menghasilkan *return* yang optimal, baik dalam pasar yang *bullish* maupun *bearish*, karena adanya pengolahan yang aktif dilakukan oleh manajer investasi dalam mengubah komposisi portofolio. Dalam pengujian kemampuan *market timing*, pengolahan data akan melibatkan kaidah ekonometrika agar dapat memberikan hasil yang akurat.

Hasil dari pengujian akar unit menunjukkan NAB merupakan data yang stasioner. Data stasioner yang diperoleh ini terjadi karena NAB harian pada perhitungan sebelumnya telah diubah terlebih dahulu ke dalam nilai *return*. Karena telah stasioner, maka tidak perlu dilakukan *1st difference* pada NAB.

Berdasarkan hasil uji dengan White *heteroscedasticity*, hanya dua produk reksa dana, yakni Batavia Dana Saham Agro serta Millenium Equity yang memiliki hasil yang homoscedastic, baik di dalam model Henriksson-Merton maupun *Treynor-Mazuy*. Lautandhana Equity Progresif serta OSK Alpha Sector Rotation menunjukkan homoscedastic hanya pada model Henriksson-Merton. Selanjutnya produk-produk tersebut akan diregresikan dengan OLS sesuai dengan model yang mana menunjukkan homoscedastic. Hasil perbandingan menunjukkan Millenium Equity memiliki gamma yang signifikan negatif pada model *Treynor-Mazuy*, tetapi tidak terlihat signifikansi di dalam model Henriksson-Merton. Lautandhana Equity Progresif serta OSK Alpha Sector Rotation menunjukkan nilai alpha yang positif namun gamma negatif pada Henriksson-Merton.

Untuk produk yang memiliki *error* yang heteroscedastic akan dilakukan regresi dengan ARCH/ GARCH. Namun, NAB terlebih dahulu akan diuji signifikansi lagnya sebanyak 10 kali. Hasil yang diperoleh dari pengujian menunjukkan tidak adanya signifikansi lag di awal atau *short memory* pada seluruh produk yang ada. Karena adanya signifikan pada lag yang panjang atau *long memory*, maka model GARCH dipilih untuk regresi selanjutnya.

Pada perhitungan *Treynor-Mazuy*, ditemukan 36% produk reksa dana saham memiliki alpha positif, sebagai indikasi dari selektivitas saham, dengan 1 produk reksa dana saham yang memiliki nilai positif signifikan, yakni Milenium Equity. Untuk gamma yang mengindikasikan *market timing*, 50% dari produk reksa dana saham dalam penelitian ini memiliki nilai yang positif, dengan 13 diantaranya memiliki nilai positif yang signifikan.

Hasil dari Henriksson-Merton menunjukkan 45% dari produk memiliki nilai alpha yang positif sebagai indikasi dari kemampuan selektivitas saham, dengan 4 produk yang menunjukkan nilai positif yang signifikan. Untuk *market timing* yang dilihat dari nilai gamma, 41% produk reksa dana saham menunjukkan nilai yang positif, dengan 8 memiliki nilai positif yang signifikan. Perbedaan nilai dari kedua model ini, disebabkan karena pada *Treynor-Mazuy* dipergunakan market premium yang dikuadratkan yang menunjukkan *return* portofolio yang tidak akan linear. Sedangkan pada model Henriksson-Merton dipergunakan *dummy* yang akan bernilai -1 pada saat *down-market* (*bearish*) dan 0 pada saat *up-market* (*bullish*). Maka pada saat *down-market* (*bearish*) menjadi $\beta - \gamma$ dan menjadi β pada *up-market* (*bullish*).

Implikasi Manjerial

Untuk otoritas yang bersangkutan, dalam hal ini OJK, penelitian ini dapat menjadi salah satu sudut pandang untuk menunjukkan kinerja reksa dana di Indonesia. Pada penelitian ini, OJK diharapkan mampu untuk melakukan tugasnya, yakni memelihara sistem keuangan di Indonesia dengan menerapkan regulasi-regulasi baru yang dapat memberikan suasana kondusif dalam rangka memberikan keamanan bagi investor dalam pasar modal serta mampu menjaga mekanisme pasar, karena pada penelitian ini, terlihat pasar di Indonesia memiliki nilai market premium yang tinggi. Edukasi kepada para calon investor juga sangat perlu dilakukan. Seminar-seminar atau kuliah bagi calon investor dapat dijadikan salah satu sarana yang cukup baik, bukan hanya di pusat tapi juga di daerah. Hal ini sangat perlu untuk dilakukan, karena tidak dapat dipungkiri, salah satu alasan calon investor melakukan investasi ke reksa dana saham, salah satunya karena keterbatasan pengetahuan mereka dalam dunia saham atau pun investasi.

Untuk para calon investor, penelitian ini dapat menjadi salah satu bahan pertimbangan dalam melakukan investasi reksa dana saham. Dari penelitian ini, terlihat hasil cukup mengagetkan. Sekilas, jika hanya melihat *return* yang ditampilkan dalam *fund fact sheet*, memang terlihat *return* yang disajikan terlihat cukup mengiurkan jika dibandingkan dengan indeks dari *benchmark*. Namun, setelah diolah dan dipecah, terlihat performa dari reksa dana saham di Indonesia tidak terlalu optimal. Dilihat dari selektivitas saham, kebanyakan produk akan memiliki komposisi yang identik antar satu produk dengan produk lainnya sehingga jelas terlihat minimnya selektivitas saham yang diterapkan. Untuk *market timing*, walaupun nilai yang positif signifikan rendah, namun tidak separah dalam selektivitas saham. Hal ini terbukti dari beberapa produk dari Schroder yang mampu menunjukkan nilai positif yang signifikan. Lebih lanjut, disarankan untuk para calon investor reksa dana saham jika memang tertarik dalam melakukan investasi dalam reksa dana saham tertentu, diharapkan tidak hanya melihat perbandingan antara *return* produk dengan *return* IHSG yang biasanya disajikan dalam *fund fact sheet* saja, melainkan diharapkan juga untuk membaca dan mengerti prospektus serta kebijakan dari masing-masing produk reksa dana saham.

Untuk manajer investasi, pada periode penelitian, yakni Januari 2011–Desember 2014, terlihat kinerja keseluruhan yang ditunjukkan oleh reksa dana saham di Indonesia tidak terlalu baik. Kinerja yang ditunjukkan oleh rata-rata produk reksa dana saham hanya sebatas mengikuti pergerakan dari pasar (IHSG). Dinilai dari kemampuan selektivitas yang ditunjukkan, terlihat hanya sedikit produk yang memiliki nilai yang positif. Lebih lanjut, produk-produk yang cukup mengandalkan kemampuan selektivitas saham cenderung memiliki grafik *return* yang aneh dan tidak masuk akal, sehingga adanya indikasi *luck factor* cukup tinggi. Selain itu jika dilihat dari komposisi saham yang dipegang di akhir 2014, menunjukkan kemiripan antar 1 produk dengan produk yang lain. Untuk kemampuan *market timing*, hampir setengah produk dalam penelitian mampu menunjukkannya walaupun hanya sedikit yang signifikan. Untuk periode krisis seperti yang terjadi dalam penelitian, *market timing* sungguh dirasa perlu dilakukan untuk dapat tetap menghasilkan nilai yang optimal bagi investor. Manajer investasi diharapkan mampu memperbaiki kinerja, meningkatkan kemampuan selektivitas saham serta *market timing* agar

lebih menarik bagi investor untuk melakukan investasi ke dalam produk reksa dana masing-masing.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Kemampuan penyesuaian *return*-risiko selama periode penelitian yang terukur dengan *Treynor ratio* serta *Sharpe ratio* menunjukkan hanya ada 1 produk reksa dana saham yang *underperformed*, yakni Batavia Dana Saham Agro. Namun jika dibandingkan dengan nilai ratio dari IHSG, hanya sedikit produk reksa dana saham yang mampu melebihinya. Pada pengukuran Treynor, terlihat kinerja penyesuaian antara *return-risk* dari produk reksa dana saham yang tidak optimal. Hal ini diperkuat oleh hasil dari pengukuran Sharpe yang menunjukkan lemahnya diversifikasi produk.

Kemampuan selektivitas yang diukur dengan Jensen's Alpha menunjukkan ada 24 produk yang menunjukkan hasil alpha positif. Namun, pengujian selanjutnya yang dilakukan dengan *Fama net selectivity* menunjukkan hanya ada 10 produk yang memiliki alpha positif. Keseluruhan produk yang memiliki nilai positif di dalam *Fama net selectivity* pasti memiliki nilai alpha yang positif juga pada Jensen's alpha, sehingga dapat disimpulkan bahwa kemampuan selektivitas saham dari produk reksa dana sangat minim. Hal ini diperkuat oleh nilai alpha yang terekam pada model Henriksson-Merton serta *Treynor-Mazuy*. Dalam model *Treynor-Mazuy*, terdapat 16 model yang memiliki alpha yang positif dengan 1 yang signifikan, sedangkan pada model Henriksson-Merton, terdapat 20 produk reksa dana saham yang memiliki alpha positif, dengan 4 yang signifikan.

Kemampuan *market timing* yang diukur dengan model *Treynor-Mazuy* menunjukkan 22 produk reksa dana saham memiliki gamma positif, dengan 13 menunjukkan nilai yang signifikan. Untuk model Henriksson-Merton, terdapat 18 produk reksa dana saham yang memiliki gamma positif, dengan delapan produk yang signifikan. Selain mengukur kemampuan *market timing*. Perbedaan pengelolaan nilai *market timing* antara *Treynor-Mazuy* dan Henriksson-Merton menyebabkan perbedaan dalam hasil. Namun produk yang memiliki nilai signifikan dalam Henriksson-

Merton, pasti memiliki nilai positif yang signifikan pada model *Treynor-Mazuy*. Berdasarkan dari dua pengukuran model Henriksson-Merton serta *Treynor-Mazuy*, hanya sedikit produk yang menunjukkan adanya *market timing*.

Pada model *Treynor-Mazuy* serta Henriksson-Merton, ditemukan adanya korelasi negatif yang kuat antara kemampuan selektivitas saham dengan kemampuan *market timing*, hal ini serupa dengan penelitian oleh Coggin *et al.* (1993), Ekandini (2008), dan berbeda dengan penelitian Drew *et al.* (2005). Nilai beta menunjukkan korelasi negatif yang kuat dengan kemampuan selektivitas saham, namun positif kuat dengan kemampuan *market timing*. Nilai AUM tidak ditemukan korelasi dengan selektivitas saham maupun *market timing*, berbeda dengan pernyataan Low (2012). Selain itu AUM dan *return* juga tidak menunjukkan adanya korelasi.

Saran

Untuk penelitian selanjutnya, penelitian sebaiknya dibagi menjadi per tahun dengan periode yang lebih panjang, sebelum dan setelah krisis terjadi, agar dapat terlihat lebih jelas kinerja pada saat pasar bullish ataupun bearish. Selain itu, komposisi dari efek yang dipegang setiap bulan juga sangat diperlukan agar dapat memberikan gambaran lebih jelas dari kemampuan selektivitas saham. Terakhir, pengujian terhadap hubungan antara *market timing* dengan aliran informasi yang tersedia di pasar seperti yang dilakukan oleh Jiang (2003) serta Cutbertson *et al.* (2010), dilakukan untuk menilai lebih lanjut kinerja *market timing*, sehingga penelitian selanjutnya dapat memberikan kontribusi yang lebih akurat sebagai tolak ukur kinerja produk reksa dana saham di Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Coggin TD, Fabozzi FJ, Rahman S. 1993. The investment performance of us equity pension fund managers - an empirical investigation. *The Journal of Finance* 48(3):1039-1055. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04029.x>.
- Cuthbertson K, Nitzsche D, Sullivan N. 2010. The market timing ability of uk mutual funds. *Journal of Business, Finance and Accounting* 37(1):270-289. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-5957.2009.02157.x>.
- Drew ME, Veeraraghavan M, Wilson V. 2005. Market timing, selectivity and alpha generation: evidence from australian equity superannuation funds. *Investment Management and Financial Innovations* 2:111-127.
- Ekandini AI. 2008. Market timing and stock selection performance analysis on equity mutual fund in Indonesia: GARCH Model Application [tesis]. Bogor: Institut Pertanian Bogor.
- Gujarati DN, Porter DC. 2009. *Basic Econometrics. Ed ke-5*. Singapore: Mcgraw Hill.
- Greene WH. 2012. *Econometrics Analysis. Ed ke-7*. USA: Pearson.
- Henriksson RD, Merton RC. 1981. On market timing and investment performance II statistical procedures for evaluating forecasting skills. *The Journal of Business* 54(4):513-533. <http://dx.doi.org/10.1086/296144>.
- Jensen MC. 1967. The performance of mutual funds in the period 1945-1964. *Journal of Finance* 23(2):389-416. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00815.x>.
- Jiang W. 2003. A nonparametric test of market timing. *Journal of Empirical Finance* 10:399-425. [http://dx.doi.org/10.1016/S0927-5398\(02\)00065-8](http://dx.doi.org/10.1016/S0927-5398(02)00065-8).
- Kaur I. 2013. Performance, timing and selectivity skills of indian equity mutual funds - an empirical approach. *Journal of Arts, Science & Commerce* 4(4):87-94.
- Koulis A, Beneki C, Adam M, Botsaris C. 2011. An assessment of the performance of greek mutual equity funds selectivity and market timing. *Applied Mathematical Sciences* 5(4):159-171.
- Kumar R. 2012. Market timing, selectivity and mutual fund performance: an empirical investigation of selective equity diversified schemes in India. *The IUP Journal of Financial Economics* 10(1):62-84.
- Lee WC, Lee JM. 2012. A study on taiwan's bond market integrity and market timing ability - based on the ARMAX-GARCH Model. *Asian Economic and Financial Review* 2(8):991-1000.
- Low SW. 2012. Market timing and selectivity performance - a cross sectional analysis of Malaysian unit trust funds. *Prague Economic Papers* 2:205-219. <http://dx.doi.org/10.18267/j.pep.419>.

- Murhadi WR. 2010. Performance evaluation of mutual funds in Indonesia. *Munich Personal RePEc Archive* 28(Sept):1-12. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1683777>.
- Olbrys J. 2011. ARCH effect in classical market-timing models with lagged market variable: the case of polish market. *Dynamic Econometric Models* 11:185-202. <http://dx.doi.org/10.12775/DEM.2011.013>.
- Prasad RS, Srinivas B. 2012. Market timing abilities of equity fund managers. *ZENITH International Journal of Business Economics & Management Research* 2(1):161-170.
- Treynor J, Mazuy K. 1966. Can mutual funds outguess the market? *Harvard Business Review* 44:131-136.