

Kemampuan Pemilihan Saham dan Penetapan Waktu Pada Manajer investasi Reksa Dana Saham di Indonesia

Tariza Putri Ramayanti¹, Keti Purnamasari²

Universitas Islam Negeri Raden Fatah, Universitas Palembang

¹tariza.irfani@gmail.com, ²ketipurnamasari@rocketmail.com

Abstract

There are two aspects to examining whether mutual fund managers perform well and enable high return from mutual funds; these are selectivity and market timing ability. The purpose of this paper is to examine selectivity and market timing ability of Indonesia Mutual Funds from January 2009 to December 2016 using monthly returns. Treynor & Mazuy and Henriksson & Merton models applied to a sample size of 33 mutual funds. Both models show that the investment managers of mutual funds in Indonesia have no selectivity ability. The result also found that 11 mutual funds have positive statistically significant market timing coefficient using Treynor & Mazuy models and 10 mutual funds have positive statistically significant market timing coefficient using Henriksson & Merton Models.

Keywords: *mutual fund, fund manager, selectivity, market timing.*

Abstrak

Terdapat dua aspek yang dapat dijadikan ukuran keberhasilan kinerja manajer investasi yaitu kemampuan pemilihan saham (selectivity ability) dan kemampuan penetapan waktu (market timing ability). Penelitian ini bertujuan untuk menganalisa kinerja manajer investasi yang meliputi kemampuan pemilihan saham dan penetapan waktu pada reksa dana saham di Indonesia periode Januari 2009 s.d. Desember 2016 dengan menggunakan data return bulanan. Model Treynor & Mazuy dan Henriksson & Merton digunakan pada sampel sebanyak 33 reksa dana. Penelitian ini mendapatkan hasil bahwa secara keseluruhan dari reksa dana yang dijadikan sampel penelitian tidak ada satupun reksa dana yang memiliki kemampuan selectivity baik dengan metode Treynor & Mazuy maupun Henriksson & Merton. Reksa dana yang manajer investasinya memiliki market timing ability sebanyak 11 reksa dana yang menunjukkan nilai koefisien market timing positif dan signifikan berdasarkan model Treynor & Mazuy dan terdapat 10 reksa dana yang menunjukkan nilai koefisien market timing positif dan signifikan berdasarkan model Henriksson & Merton.

Kata Kunci: *reksa dana, manajer investasi, selektivitas, penentuan waktu*

Cara Mengutip:

Ramayanti, T. P. & Purnamasari, K. (2018). Kemampuan Pemilihan Saham dan Penetapan Waktu Pada Manajer Investasi Reksa Dana Saham di Indonesia. *Esensi: Jurnal Bisnis dan Manajemen*. Vol. 8 (1): 29 – 40. doi: 10.15408/ess.v8i1.6552.

PENDAHULUAN

Reksa dana merupakan produk investasi yang diminati oleh investor karena memiliki berbagai keuntungan. Keuntungan utama adalah investor tidak harus memilih saham dan mengelola investasi. Sebagai gantinya, manajer investasi profesional menangani semua ini dengan menggunakan riset yang cermat dan keahlian yang dimilikinya. Investor membeli reksa dana karena mereka sering tidak memiliki waktu atau keahlian untuk mengelola portofolio mereka sendiri, atau mereka tidak memiliki akses informasi yang sama dengan manajer investasi. Reksadana adalah cara yang relatif murah bagi investor kecil untuk mendapatkan manajer yang secara penuh dapat memantau investasi. Investor yang berinvestasi pada reksadana telah menyebarkan investasi ke sejumlah besar aset beragam sehingga kerugian dalam investasi tertentu dapat diminimalkan.

Reksadana di Indonesia dibagi ke dalam empat jenis kategori yakni reksadana pasar uang, reksadana pendapatan tetap, reksadana saham, dan reksadana campuran. Penelitian ini akan membahas reksa dana saham karena berdasarkan data pada Tabel 1 menunjukkan reksa dana saham memiliki Nilai Aktiva Bersih (NAB) tertinggi dibandingkan jenis reksa dana lain sehingga dapat dikatakan bahwa reksa dana saham lebih diminati oleh investor.

Tabel 1. Jenis dan Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana

No.	Jenis Reksa Dana	NAB (dalam rupiah)
1.	ETF - <i>Fixed Income</i>	4,212,718,044,926.14
2.	ETF – Saham	3,220,597,258,437.50
3.	Fixed Income	68,901,889,633,479.80
4.	Indeks	819,509,661,367.18
5.	Mixed	21,365,951,791,135.70
6.	Pasar Uang	37,711,852,644,719.00
7.	Saham	108,169,120,803,485.00
8.	Syariah - Efek Luar Negeri	92,672,247.12
9.	Syariah - <i>Fixed Income</i>	1,788,130,930,047.88
6.	Syariah – Indeks	230,802,273,339.72
7.	Syariah – <i>Mixed</i>	1,110,900,019,757.13
8.	Syariah - Pasar Uang	1,290,360,964,077.76
9.	Syariah – Saham	8,030,345,456,423.25
10.	Syariah – Sukuk	236,222,204,534.71
11.	Syariah – Terproteksi	2,249,029,542,888.49
12.	Syariah – Terproteksi	2,249,029,542,888.49
13.	Reksa Dana Terproteksi	86,321,887,906,546.80
	Total	347,908,441,350,302.00

Sumber: Data BAPEPAMLK per Januari 2017

Nilai Aktiva Bersih (NAB) sendiri dapat dijadikan acuan dalam menilai keberhasilan manajer investasi dalam mengelola portofolio. Nilai Aktiva Bersih (NAB) merupakan nilai hak pemegang unit penyertaan dalam reksadana. Manajer investasi mengelola reksa dana secara profesional menggunakan riset yang cermat dan keahlian yang dimilikinya. Fama (1972) mengemukakan bahwa kemampuan peramalan manajer dapat dibagi menjadi dua bagian yaitu kemampuan pemilihan saham (*selectivity ability*) dan kemampuan penetapan waktu (*market timing ability*). *Selectivity ability* dinamakan sebagai peramalan mikro, melibatkan identifikasi saham yang dinilai *undervalued* atau *overvalued*. *Market timing ability* sebagai peramalan makro, yang melibatkan perkiraan *return* pasar masa depan. Dengan kata lain, *selectivity* dan *market timing ability* merupakan kemampuan manajer investasi dipandang sebagai faktor penting yang menentukan keseluruhan kinerja reksa dana.

Deb dkk (2007) mendefinisikan *market timing* sebagai keterampilan dalam melakukan penilaian dengan benar arah pasar, apakah *bullish* atau *bearish* dan memposisikan portofolio dengan sesuai sedangkan *stock selection skills (selectivity)* merupakan proses peramalan mikro yang pada umumnya memperkirakan pergerakan harga yang berada di bawah atau dinilai terlalu tinggi terhadap identifikasi saham dari saham individual yang berada di bawah atau dinilai terlalu tinggi terhadap ekuitas pada umumnya. Oueslati dkk (2014) menjelaskan *selectivity ability* sebagai kemampuan manajer investasi untuk mengambil aset yang bernilai *undervalued* sedangkan *market timing ability* untuk memprediksi fluktuasi pasar di masa depan. Das & Rao (2015) mendefinisikan *selectivity* mengukur kemampuan manajer investasi untuk memilih aset-aset *undervalued* sedangkan *market timing* merupakan peramalan pasar ekuitas dalam mengalihkan aset ke dalam atau ke luar pasar untuk mengantisipasi pergerakan pasar.

Tolak ukur kinerja manajer investasi reksa dana dapat diuraikan menjadi dua komponen yaitu kemampuan untuk mengidentifikasi kelas aset mana yang memiliki kinerja lebih baik dan kemampuan untuk mengidentifikasi sekuritas di masing-masing kelas aset yang memiliki kinerja lebih baik dari pada sekuritas lainnya pada kelas aset yang sama. Dekomposisi tersebut membantu setidaknya dalam tiga cara. Pertama, ini memfasilitasi penilaian sejauh mana kinerja masa lalu dapat terbawa ke dalam masa depan dengan memberikan pemahaman yang lebih baik tentang sifat keahlian manajer dan prediktabilitas kinerja. Kedua, seorang manajer dengan *timing skill* menyediakan investor dengan asuransi portofolio yang berharga. Ketiga, mencoba menambahkan nilai melalui pemilihan dan penetapan waktu sekuritas dengan mengekspos investor untuk berbagai sumber risiko. Sebuah dekomposisi yang tepat membantu investor dalam memahami eksposur yang diperoleh melalui portofolio terkelola. Sebuah dekomposisi yang tepat membantu investor dalam memahami eksposur yang diperoleh melalui portofolio terkelola (Jagannathan & Korajczyk, 2017).

Penelitian tentang kinerja reksa dana pada awalnya hanya menggunakan ukuran kinerja yang dikembangkan oleh Treynor, Sharpe, dan Jensen yang terdiri atas *risk adjusted indicator* atau *reward to volatility ratio*. Namun memiliki keterbatasan karena asumsi tingkat risiko stasioner dari waktu ke waktu dan hanya fokus pada keterampilan seleksi sekuritas (*security selection skills*) manajer. Asumsi seperti itu mengabaikan kemungkinan

manajer menyesuaikan tingkat risiko portofolio sebagai antisipasi pergerakan pasar. Oleh karena itu, berdasarkan konteks ini, para peneliti mengembangkan model baru untuk memisahkan ukuran kinerja menjadi dua komponen yaitu kemampuan pemilihan saham (*selectivity ability*) dan kemampuan penetapan waktu (*market timing ability*) (Neto dkk 2017).

Treynor & Mazuy (1966) adalah orang pertama yang mengembangkan model untuk menilai *market timing ability*. Ia berpendapat bahwa jika pengelola dana bisa mengantisipasi pergerakan pasar maka dia harus memegang porsi yang lebih besar dari portofolio pasar ketika *return* pasar diperkirakan akan meningkat dan memegang porsi yang lebih sedikit saat *return* pasar diperkirakan akan menurun. Henriksson & Merton (1981) mengajukan sebuah model yang memungkinkan untuk membedakan kemampuan pemilihan saham (*selectivity ability*) dan kemampuan penetapan waktu (*market timing ability*) dengan menerapkan uji parametrik dan uji nonparametrik untuk menyelidiki *market timing ability*.

Penelitian Neto dkk (2017) pada 51 reksa dana di Portugis, penelitian Chen dkk (2013) pada 77 reksa dana di Taiwan, penelitian Anita (2013) pada reksa dana syariah di Indonesia, dan penelitian Amalia & Sihombing (2014) pada 15 reksa dana saham di Indonesia pada umumnya mendapatkan hasil bahwa manajer investasi memiliki kinerja yang buruk dan tidak memiliki kemampuan pemilihan saham maupun penetapan waktu. Penelitian ini menggunakan sampel reksa dana saham konvensional di Indonesia dengan menggunakan data *return* bulanan untuk periode penelitian yaitu Januari 2009 s.d. Desember 2016 sehingga sampel yang digunakan adalah 33 reksa dana yang berarti lebih banyak bila dibandingkan dengan penelitian yang telah dilakukan di Indonesia sebelumnya. Hal ini dilakukan agar didapatkan hasil yang lebih spesifik dan dapat diambil kesimpulan secara umum bila dibandingkan dengan hasil penelitian sebelumnya. Penelitian ini juga menggunakan model Treynor & Mazuy (1966) dan Henriksson & Merton (1981) dalam mengukur kemampuan pemilihan saham (*selectivity ability*) dan kemampuan penetapan waktu (*market timing ability*).

METODE

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh reksa dana yang bersifat terbuka (*open-end fund*) dan berbentuk Kontrak Investasi Kolektif (KIK) yang telah dipublikasikan di Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK) dan diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2009 s.d. 2016. Pemilihan sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut: *Pertama*, reksa Dana Saham Konvensional yang terdaftar di OJK dan Bapepam-LK periode 2009 s.d. 2016. *Kedua*, reksa Dana Saham Konvensional yang aktif dan efektif serta dipublikasikan di OJK dan Bapepam-LK selama periode 2009 s.d. 2016. *Ketiga*, reksa Dana Saham Konvensional yang melaporkan NAB setiap bulan ke Bapepam-LK untuk periode 2009 s.d. 2016 dan dipublikasikan di *website* Bapepam-LK.

Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan, maka jumlah sampel yang diperoleh adalah sebanyak 33 Reksa Dana Saham Konvensional. Penelitian ini melakukan pengukuran

kinerja manajer investasi yang meliputi kemampuan pemilihan saham (*selectivity ability*) dan kemampuan penetapan waktu (*market timing ability*) dengan menggunakan model Treynor & Mazuy (1966) dan Henriksson & Merton (1981).

Langkah awal yang dapat dilakukan dalam mengukur kemampuan tersebut adalah dengan menghitung *return* portofolio reksa dana, *return* aset bebas risiko, dan *return* pasar.

Return portofolio reksa dana dapat dicari dengan rumus:

$$R_p = \frac{NAB_t + NAB_{t-1}}{NAB_{t-1}} \quad (1)$$

Dimana R_p adalah *actual return* dari reksa dana t ; NAB_t adalah nilai aktiva bersih pada waktu t ; dan NAB_{t-1} adalah nilai aktiva bersih reksa dana pada waktu sebelumnya. Mencari rata-rata *return* reksa dana perbulan dari masing-masing reksa dana dengan menggunakan *microsoft excel* melalui fungsi *average* atau rata-rata dari masing-masing Reksa Dana

Return aset bebas risiko dapat dicari dengan rumus:

$$R_f = \frac{R_{1t} + R_{2t} + R_{nt}}{n} \quad (2)$$

Dimana R_f adalah investasi bebas risiko; R_{nt} adalah suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) periode t ; dan n = jumlah periode pengamatan.

Return pasar dapat dicari dengan rumus:

$$R_m = \frac{IHSG_t + IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \quad (3)$$

Dimana $KIHSG$ adalah *return* IHSG; $IHSG_t$ adalah *return* pasar IHSG akhir bulan; dan $IHSG_{t-1}$ = *return* pasar IHSG akhir bulan sebelumnya. Mencari *return benchmark* perbulan dari masing-masing reksa dana dengan menggunakan *microsoft excel* melalui fungsi *average*.

Treynor & Mazuy (1966) menegaskan bahwa jika manajer reksa dana memiliki *market timing ability*, mereka akan mampu untuk mengantisipasi *return* pasar dengan menyesuaikan portofolio mereka. Pada saat pasar turun, manajer reksa dana harus mengelola portofolio dengan beralih dari porsi yang banyak menjadi porsi yang lebih sedikit (porsi yang sedikit menjadi lebih banyak bila pasar naik), volatilitas saham melalui pengurangan (peningkatan) risiko sistematis portofolio. Ini dapat dianggap sebagai instrumen lindung nilai utama portofolio. Berdasarkan asumsi tersebut, Treynor & Mazuy (1966) mengembangkan analisis regresi yang mencakup istilah kuadrat *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Karena itu, *return* portofolio adalah fungsi nonlinier dari *return* pasar yang ditentukan sebagai berikut:

$$R_{p,t} = \alpha_p + \beta x_t + \gamma(x_t)^2 + e_{p,t} \quad (4)$$

Dimana $R_{p,t}$ adalah *excess return* portofolio p pada periode t ; x_t adalah *excess return* indeks pasar periode t ; α adalah Jensen alfa dan menunjukkan *selectivity ability*; β adalah risiko sistematis sebagai perkiraan kepekaan terhadap portofolio pasar; γ adalah ukuran *market timing ability* dan $e_{p,t}$ adalah residual variabel. Gamma (γ) positif mewakili positif *market timing ability*, gamma (γ) nol menunjukkan tidak ada *selectivity ability* dan gamma (γ) negatif menunjukkan *market timing ability* yang tidak tepat.

Model kedua yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan Henriksson &

Merton (1981) yang berasal dari struktur teoritis dari pola *return* dari strategi penetapan waktu yang berhasil dan diderivasi dari teori ekuilibrium untuk peramalan *market timing ability* mengikuti pola *return* dari strategi opsi protektif (*protective put option strategy*). Henriksson & Merton (1981) mengembangkan prosedur statistik, parametrik, dan nonparametrik untuk menguji *market timing* dan *selectivity ability*. Uji nonparametrik didasarkan pada model perkiraan yang dapat dijelaskan dalam syarat kondisional probabilitas perkiraan akurat atau tidak akurat.

$$R_p - R_f = \alpha + \beta(R_m - R_f) + \gamma[D(R_m - R_f)] + \varepsilon_p \tag{5}$$

Dimana merupakan *return* portofolio reksa dana, merupakan *return* untuk aset bebas risiko, merupakan *return* pasar saham, adalah *intercept* yang merupakan indikasi *selectivity ability*, β adalah koefisien regresi *excess market return* atau *slope* pada waktu pasar turun (*bearish*), adalah koefisien regresi yang merupakan indikasi *market timing ability*, D adalah *dummy* untuk melakukan peramalan *market timing* dengan ketentuan D = 1, jika $(R_m - R_f) > 0$ *up market (bullish)* dan D = 0, jika $(R_m - R_f) < 0$ *down market (bearish)*, dan merupakan *error term*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pada Tabel 2 dapat memberikan gambaran statistik deskriptif yang meliputi nilai minimum, maksimum dan nilai rata-rata dari *selectivity* dan *market timing ability* yang diukur dengan menggunakan model Treynor & Mazuy (1966) dan Henriksson & Merton (1981). Nilai minimum pada tabel 2 menunjukkan nilai terendah, nilai maksimum merupakan nilai tertinggi, dan nilai *mean* merupakan nilai rata-rata.

Tabel 2. Statistik Deskriptif *Selectivity* dan *Market Timing Ability* pada Reksa Dana yang Dijadikan Sampel

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean
<i>Selectivity</i> (Treynor & Mazuy)	33	-0.03600	0.40600	0.01030
<i>Timing</i> (Treynor & Mazuy)	33	-32.47200	7.69500	0.80294
<i>Selectivity</i> (Henriksson & Merton)	33	-0.05400	7.01700	0.31079
<i>Timing</i> (Henriksson & Merton)	33	-12.02300	2.36700	0.30852

Sumber: data diolah

Berdasarkan Tabel 2, rata-rata *selectivity ability* yang diukur menggunakan model Treynor & Mazuy pada 33 reksa dana yang dijadikan sampel adalah sebesar 0.01030 dengan nilai minimum sebesar -0.03600 yaitu Reksa Dana *First State Indoequity Value Select Fund (FSIVSF)*. Nilai maksimum sebesar 0.40600 yaitu Reksa Dana *Millenium Equity (RDME)*. RDME memiliki nilai α terbesar namun tidak signifikan sehingga dapat dikatakan bahwa manajer investasi RDME tidak memiliki *selectivity ability*. Rata-rata *market timing ability* yang diukur menggunakan model Treynor Mazuy adalah sebesar 0.80294 dengan nilai minimum sebesar -32.47200 yaitu Reksa Dana *Millenium Equity (RDME)* dan nilai maksimum sebesar 7.69500 yaitu Panin Dana Prima (PDP). PDP memiliki nilai γ positif dan

signifikan tertinggi bila dibandingkan dengan reksa dana lain dan diindikasikan memiliki *market timing ability*.

Rata-rata *selectivity ability* yang diukur menggunakan model Henriksson & Merton adalah sebesar 0.31079 dengan nilai minimum sebesar -0.05400 yaitu Maybank Dana Ekuitas (MDE) dan nilai maksimum sebesar 7.01700 yaitu Batavia Dana Saham Optimal (BDSO). Reksa dana BDSO memiliki nilai α tertinggi namun tidak signifikan sehingga dapat dikatakan bahwa manajer investasi BDSO tidak memiliki *selectivity ability*. Rata-rata *market timing ability* yang diukur menggunakan model Treynor Mazuy adalah sebesar 0.30852 dengan nilai minimum sebesar -12.02300 yaitu Reksa Dana Millenium Equity (RDME) dan nilai maksimum sebesar 2.36700 yaitu Panin Dana Prima (PDP). PDP memiliki nilai γ positif signifikan tertinggi dan diindikasikan memiliki *market timing ability*.

Hasil pada Tabel 3 merupakan angka dari penilaian *selectivity* dan *market timing ability* dengan menggunakan model Treynor & Mazuy (1966) dapat dilihat pada tabel di bawah ini. Nilai (*intercept*) dan gamma (γ) diperoleh dengan meregresi variabel selisih antara *return* pasar dan *return* portofolio dengan variabel hasil kuadrat dari selisih tersebut sebagai variabel independen. Variabel dependen merupakan selisih antara *return* portofolio dengan *return* SBI.

Menurut Treynor & Mazuy (1966) bahwa nilai *alpha* (α) positif menunjukkan adanya kemampuan *selectivity* dan ketika gamma (γ) positif menunjukkan adanya kemampuan *market timing*, maka hal ini mengindikasikan bahwa manajer investasi menghasilkan *excess return* portofolio reksa dana yang lebih besar dibandingkan dengan *excess return market* (Gumilang & Subiyantoro, 2008).

Penelitian ini mendapatkan hasil bahwa tidak ada satupun reksa dana yang dijadikan sampel penelitian yang manajer investasinya memiliki *selectivity ability* sekalipun terdapat nilai *alpha* (α) positif namun tidak signifikan. Penilaian *market timing ability* mendapatkan hasil bahwa terdapat 11 (sebelas) reksa dana yang memiliki nilai *gamma* (γ) positif. Hal ini berarti reksa dana yang manajer investasinya memiliki *market timing ability* sebanyak 33,33% dari keseluruhan reksa dana yang dijadikan sampel. Reksa dana tersebut meliputi Batavia Dana Saham (BDS), BNP Paribas Ekuitas (BNP-PE), Danareksa Mawar (DRM), Maybank Dana Ekuitas (MDE), Manulife Dana Saham (MDS), Panin Dana Prima (PDP), Pratama Saham (PS), Reksa Dana Emco Mantap (RDEM), Reksa Dana Trim Kapital Plus (RDTKP), Reksa Dana Simas Danamas Saham (RDSDH), dan Schroder Dana Prestasi Plus (SDPS). Penelitian juga mendapatkan hasil bahwa terdapat 14 reksa dana memiliki nilai positif namun tidak signifikan dan terdapat 8 reksa dana yang memiliki nilai negatif dan tidak signifikan.

Tabel 4. merupakan hasil dari penilaian *selectivity* dan *market timing ability*. Nilai (*intercept*) dan gamma (γ) diperoleh dengan meregresi antara selisih rata-rata *return* pasar dan rata-rata *return* SBI dan perkalian antara variabel *dummy* dan selisih rata-rata *return* pasar dan rata-rata *return* SBI sebagai variabel independen, sedangkan variabel dependen merupakan selisih antara rata-rata *return* reksa dana dan rata-rata *return* SBI.

Tabel 3. *Selectivity dan Market Timing Ability*

No.	Kode	Treynor & Mazuy			
		α	p-value	γ	p-value
1	Batavia Dana Saham (BDS)	-0.015	0.436	5.810	0.074**
2	Batavia Dana Saham Optimal (BDSO)	0.005	0.831	-0.944	0.811
3	BNI Reksadana Berkembang (BNI-RB)	0	0.991	1.791	0.837
4	BNP Paribas Infrastruktur Plus (BNP-IP)	-0.009	0.431	-0.713	0.727
5	BNP Paribas Ekuitas (BNP-PE)	-0.031	0.001*	3.807	0.010*
6	BNP Paribas Pesona (BNP-PP)	-0.026	0.011*	2.618	0.132
7	BNP Paribas Solaris (BNP-PS)	0	0.979	4.398	0.142
8	CIMB-Principal <i>Equity</i> (CIMB-PE)	-0.002	0.905	-1.528	0.595
9	Danareksa Mawar (DRM)	-0.036	0.000*	2.440	0.080**
10	FS <i>Indoequity Dividend Yield Fund</i> (FSIDYF)	-0.007	0.892	2.206	0.804
11	First State <i>Indoequity Sectoral Fund</i> (FSISF)	-0.021	0.033*	0.808	0.590
12	First State <i>Indoequity Value Select Fund</i> (FSIVSF)	-0.036	0.225	-1.648	0.746
13	Maybank Dana Ekuitas (MDE)	-0.033	0.004*	5.936	0.002*
14	Manulife Dana Saham (MDS)	-0.031	0.000*	2.943	0.035*
15	Mandiri Investa Cerdas Bangsa (MICB)	0.133	0.169	-6.865	0.675
16	MNC Dana Ekuitas (MNC-DE)	0.133	0.115	2.88	0.840
17	Manulife Saham Andalan (MSA)	-0.024	0.024*	1.869	0.302
18	Panin Dana Prima (PDP)	-0.003	0.814	7.695	0.002*
19	Pratama Ekuitas (PE)	0.010	0.526	0.915	0.720
20	Pratama Saham (PS)	0.003	0.779	3.500	0.075**
21	Rencana Cerdas (RC)	-0.015	0.304	2.036	0.424
22	Reksadana Dana Ekuitas Andalan (RDEA)	0.019	0.607	-3.093	0.632
23	Reksa Dana Emco <i>Growth Fund</i> (RDEGF)	0.080	0.209	-10.185	0.347
24	Reksa Dana Emco Mantap (RDEM)	-0.018	0.157	3.674	0.087**
25	Reksa Dana Dana Ekuitas Prima (RDEP)	-0.018	0.529	4.637	0.329
26	Reksa Dana Millenium <i>Equity</i> (RDME)	0.406	0.225	-32.472	0.568
27	Reksa Dana Mandiri Investa Atraktif (RDMIA)	-0.030	0.015*	1.075	0.609
28	Reksa Dana Simas Danamas Saham (RDS DH)	-0.009	0.573	1.907	0.474
29	Reksa Dana Trim Kapital Plus (RDTKP)	-0.004	0.746	6.503	0.001*
30	Schroder Dana Istimewa (SDI)	-0.020	0.043*	3.826	0.024*
31	Schroder Dana Prestasi Plus (SDPS)	-0.023	0.000*	2.208	0.030*
32	Syailendra <i>Equity Opportunity Fund</i> (SEOF)	-0.006	0.812	7.284	0.116
33	Trim Kapital (TK)	-0.032	0.015*	1.179	0.590

Keterangan:

* = signifikan pada level 5%; ** = signifikan pada level 10%
 Indikasi adanya market *timing ability*

Penelitian ini mendapatkan hasil bahwa terdapat 13 reksa dana atau sebanyak 39.39% reksa dana memiliki nilai α negatif dan signifikan sedangkan sisanya memiliki nilai yang tidak signifikan sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada satupun manajer investasi pada reksa dana saham sampel yang memiliki kemampuan dalam memilih saham (*selectivity ability*). Penelitian ini mendapatkan hasil bahwa terdapat 10 atau sebanyak 30.30% reksa dana yang manajer investasinya memiliki *market timing ability*. Reksa dana tersebut meliputi BNP Paribas Ekuitas (BNP-PE), BNP Paribas Pesona (BNP-PP), Danareksa Mawar (DRM), Maybank Dana Ekuitas (MDE), Manulife Dana Saham (MDS), Panin Dana Prima (PDP), Pratama Saham (PS), Reksa Dana Trim Kapital Plus (RDTKP), Schroder Dana Istimewa (SDI), dan Schroder Dana Prestasi Plus (SDPS). Penelitian ini juga mendapatkan hasil bahwa terdapat 17 atau sebanyak 51.52% reksa dana yang memiliki hasil positif dan tidak signifikan serta terdapat 6 atau sebanyak 18.18% reksa dana yang memiliki hasil negatif dan tidak signifikan.

Penelitian ini mendapatkan hasil bahwa secara keseluruhan dari reksa dana yang dijadikan sampel penelitian tidak ada satupun reksa dana yang memiliki kemampuan *selectivity* baik dengan metode Treynor & Mazuy maupun Henriksson & Merton. Reksa dana yang memiliki kemampuan *market timing* hanya 33.33% persen dari jumlah sampel bila diukur dengan metode Treynor & Mazuy (1966) sedangkan bila diukur dengan menggunakan metode Henriksson & Merton (1981) terdapat 30.30% reksa dana yang memiliki kemampuan *market timing*.

Hasil penelitian ini kurang mampu menjelaskan penilaian kinerja manajer investasi yang meliputi *selectivity* dan *market timing ability* dengan metode Treynor & Mazuy dan Henriksson & Merton. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Eleonora (2012), Škrinjarić (2013), Musah dkk (2014), Sherman dkk (2017), dan Weng & Wang (2017).

Eleonora (2012) dalam penelitiannya yang mengevaluasi kinerja 220 reksa dana *open end* di negara-negara Eropa untuk periode Januari sampai dengan Desember 2011. Penelitiannya menemukan bahwa manajer investasi tidak memiliki kemampuan *market timing*. Škrinjarić (2013) mencoba untuk menemukan bukti *market timing ability* pada reksa dana di Kroasia. Hasilnya menunjukkan kurangnya kemampuan *market timing* dari reksa dana yang telah dipilih. Hal ini dikarenakan kurangnya kemampuan peramalan yang baik dan adanya perilaku defensif.

Tabel 4. *Selectivity dan Market Timing Ability*

No.	Kode	Henriksson & Merton			
		α	p-value	γ	p-value
1	Batavia Dana Saham (BDS)	-0.031	0.190	1.450	0.145
2	Batavia Dana Saham Optimal (BDSO)	7.017	0.998	0.279	0.817
3	BNI Reksadana Berkembang (BNI-RB)	-0.046	0.750	1.438	0.587
4	BNP Paribas Infrastruktur Plus (BNP-IP)	-0.013	0.383	0.209	0.737
5	BNP Paribas Ekuitas (BNP-PE)	-0.046	0.000*	1.256	0.005*
6	BNP Paribas Pesona (BNP-PP)	-0.037	0.004*	0.896	0.091**
7	BNP Paribas Solaris (BNP-PS)	-0.012	0.583	1.033	0.260
8	CIMB-Principal Equity (CIMB-PE)	-0.004	0.852	0.047	0.957
9	Danareksa Mawar (DRM)	-0.046	0.000*	0.838	0.048*
10	FS Indoequity Dividend Yield Fund (FSIDYF)	-0.024	0.718	1.244	0.647
11	First State Indoequity Sectoral Fund (FSISF)	-0.019	0.110	-0.041	0.935
12	First State Indoequity Value Select Fund (FSIVSF)	0.037	0.325	-0.054	0.972
13	Maybank Dana Ekuitas (MDE)	-0.054	0.000*	1.79	0.002*
14	Manulife Dana Saham (MDS)	-0.042	0.000*	0.947	0.026*
15	Mandiri Investa Cerdas Bangsa (MICB)	0.155	0.199	-1.899	0.704
16	MNC Dana Ekuitas (MNC-DE)	0.145	0.168	-0.687	0.874
17	Manulife Saham Andalan (MSA)	-0.036	0.007*	0.898	0.102
18	Panin Dana Prima (PDP)	-0.032	0.078**	2.367	0.002*
19	Pratama Ekuitas (PE)	2.979	0.999	0.695	0.372
20	Pratama Saham (PS)	-0.013	0.374	1.272	0.033*
21	Rencana Cerdas (RC)	-0.025	0.188	0.744	0.338
22	Reksadana Dana Ekuitas Andalan (RDEA)	0.008	0.863	0.593	0.764
23	Reksa Dana Emco Growth Fund (RDEGF)	0.117	0.144	-3.063	0.354
24	Reksa Dana Emco Mantap (RDEM)	-0.029	0.072**	0.930	0.157
25	Reksa Dana Dana Ekuitas Prima (RDEP)	-0.040	0.251	1.784	0.218
26	Reksa Dana Millenium Equity (RDME)	0.557	0.184	-12.023	0.488
27	Reksa Dana Mandiri Investa Atraktif (RDMIA)	-0.042	0.007*	0.847	0.184
28	Reksa Dana Simas Danamas Saham (RDS DH)	-0.014	0.463	0.484	0.551
29	Reksa Dana Trim Kapital Plus (RDTKP)	-0.026	0.065**	1.899	0.002*
30	Schroder Dana Istimewa (SDI)	-0.032	0.011*	1.021	0.049*
31	Schroder Dana Prestasi Plus (SDPS)	-0.032	0.000*	0.765	0.013*
32	Syailendra Equity Opportunity Fund (SEOF)	-0.027	0.425	1.811	0.201
33	Trim Kapital (TK)	-0.037	0.024*	0.411	0.538

Keterangan:

* = signifikan pada level 5%; ** = signifikan pada level 10%;

Indikasi adanya *market timing ability*

Musah dkk (2014) dalam penelitiannya menggunakan data *return* reksa dana di Ghana. Hasilnya menunjukkan bahwa secara umum manajer reksadana di Ghana tidak dapat secara efektif memilih saham dan juga tidak mampu memprediksi besar dan arah *return* pasar di masa depan. Semua reksa dana yang dijadikan sampel *memiliki selectivity ability* negatif signifikan dan hampir sebagian besar *memiliki market timing ability* yang negatif dan tidak signifikan. Sherman dkk (2017) dalam penelitiannya pada 419 reksa dana *open-end* di Cina mendapatkan hasil bahwa secara keseluruhan reksa dana di Cina tidak memiliki kemampuan

market timing yang positif dan signifikan bila diukur dengan menggunakan model Treynor & Mazuy (1966) dan Henriksson & Merton (1981). Weng & Wang (2017) menguji kinerja *enhanced index funds* (EIFs) di Cina. Hasilnya menunjukkan bahwa manajer investasi memiliki kemampuan yang buruk pada pemilihan saham (*selectivity*) dan tidak ada satu pun reksa dana yang memiliki kemampuan *market timing*. Hasil ini konsisten baik dengan pengukuran menggunakan model Treynor & Mazuy (1966) maupun model Henriksson & Merton (1981).

SIMPULAN

Penelitian ini mendapatkan hasil bahwa secara keseluruhan dari reksa dana yang dijadikan sampel penelitian tidak ada satupun reksa dana yang memiliki kemampuan *selectivity* baik dengan metode Treynor & Mazuy maupun Henriksson & Merton. Hal ini berarti Manajer Investasi belum mampu memilih komposisi saham mana saja yang dapat memberikan tingkat keuntungan yang maksimal dan tidak memiliki kemampuan dalam mengambil aset yang bernilai *undervalued*.

Reksa dana yang manajer investasinya memiliki *market timing ability* sebanyak 11 (sebelas) reksa dana atau 33,33% dari keseluruhan reksa dana yang dijadikan sampel jika dinilai menggunakan metode Treynor & Mazuy. Penelitian ini juga mendapatkan hasil bahwa terdapat 10 atau sebanyak 30,30% reksa dana yang manajer investasinya memiliki *market timing ability* jika menggunakan metode Henriksson & Merton. Hal ini berarti bahwa sebagian besar manajer investasi pada 33 reksa dana sampel tidak dapat secara efektif memilih saham dan juga tidak mampu memprediksi besarnya dan arah *return* pasar di masa depan. Menurut Filippas & Psoma (2009) hal ini mungkin disebabkan oleh peramalan yang salah dari para manajer mengenai tren pasar atau adanya peningkatan arus kas masuk ketika pasar menunjukkan pergerakan ke atas dan arus kas keluar yang meningkat setiap kali pasar menunjukkan pergerakan ke bawah. Selain itu, seorang manajer investasi harus memenuhi karakteristik kualitatif pengelola reksa dana seperti usia, pendidikan, pengalaman, dll.

Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah model tradisional atau biasa disebut *unconditional model* yang berasumsi bahwa informasi yang berkorelasi dengan return pasar masa depan adalah informasi sempurna, informasi *market timing* lebih unggul dari informasi yang tersedia untuk umum. Penelitian selanjutnya dapat memperhitungkan variabel informasi lain seperti suku bunga, hasil dividen pasar (*market dividend yield*), dan lain-lain atau biasa disebut *conditional model* untuk mengukur kinerja reksa dana dan metode ini dapat mengendalikan bias dalam model tradisional.

PUSTAKA ACUAN

- Amalia, D., & Sihombing, P. (2014). Analisis Kemampuan Stock Selection Dan Market Timing Pada Reksa Dana Saham Di Indonesia. *Journal of Capital Market and Banking*. Vol. 2(2): 1-11.
- Anita. (2013). Pengukuran Pemilihan Saham Dan Penetapan Waktu Menggunakan Model Treynor-Mazuy Pada Reksadana Syariah Di Indonesia. *Etikonomi*, Vol. 12(1): 1-20.
- Chen, D. H., Chuang, C. L., Lin, J. R., & Lan, C. L. (2013). Market Timing and Stock Selection Ability of Mutual Fund Managers in Taiwan: Applying The Traditional and Conditional. *International Research Journal of Applied Finance*. Vol. IV (1): 75-98.

- Das, P. K., & Rao, S. P. U. (2015). Market Timing and Selectivity Performance of Socially Responsible Funds. *Social Responsibility Journal*. Vol. 11(2): 258–269. doi: <https://doi.org/10.1108/SRJ-07-2013-0088>.
- Deb, S. G., Banerjee, A., & Chakrabarti, B. B. (2007). Market Timing and Stock Selection Ability of Mutual Funds in India: An Empirical Investigation. *Vikalpa: The Journal for Decision Makers*. Vol. 32(2): 39–51. doi: <https://doi.org/10.1177/0256090920070204>
- Eleonora, G. (2012). Performance of Mutual Funds in European Countries. *Working Paper*. Greece: University of Piraeus.
- Fama, E. F. (1972). Components of Investment Performance. *The Journal of Finance*. Vol. 27(3): 551–567.
- Filippas, N. ., & Psoma, C. (2009). Equity Mutual Fund Managers Performance In Greece. *Managerial Finance*. Vol. 27(6): 68–75.
- Gumilang, T. F., & Subiyantoro, H. (2008). Reksadana Pendapatan Tetap di Indonesia: Analisis Market Timing dan Stock Selection - Periode 2006 - 2008. *Journal of Financial*. Vol. 3(1): 1–26.
- Henriksson, R. D., & Merton, R. C. (1981). On Market Timing and Investment Performance: Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills. *Journal of Business*. Vol. 54(4): 513–533. doi: <https://doi.org/10.1086/296144>
- Jagannathan, R., & Korajczyk, R. A. (2017). *Portfolio Construction , Measurement , and Efficiency*. In Guerard, J. B. (Eds.). *Capital Management*. Alaska, US: McKinley Capital Management. pp. 49-71.
- Musah, A., Senyo, D. B., & Nuhu, E. (2014). Market Timing and Selectivity Performance of Mutual Funds in Ghana. *Management Science Letters*. Vol. 4: 1361–1368. doi: <https://doi.org/10.5267/j.msl.2014.6.036>
- Neto, N. M. V., Lobão, J. F. S. S. da M., & Vieira, E. S. (2017). Do Portuguese Mutual Funds Display Forecasting Skills? A Study on Selectivity and Market Timing Ability. *Studies in Economics and Finance*. Vol. 34(4): 597–631. doi: <https://doi.org/10.1108/JHOM-09-2016-0165>
- Oueslati, A., Hammami, Y., & Jilani, F. (2014). The Timing Ability and Global Performance of Tunisian Mutual Fund Managers: A Multivariate GARCH Approach. *Research in International Business and Finance*. Vol. 31: 57–73. doi: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.11.003>
- Sherman, M., O’Sullivan, N., & Gao, J. (2017). The Market-Timing Ability of Chinese Equity Securities Investment Funds. *International Journal of Financial Studies*. Vol. 5(4): 22. doi: <https://doi.org/10.3390/ijfs5040022>
- Škrinjarić, T. (2013). Market Timing Ability of Mutual Funds with Tests Applied on Several Croatian Funds. *Croatian Operational Research Review*. Vol. 4: 176–186.
- Treynor, J. L., & Mazuy, K. K. (1966). Can Mutual Funds Outguess the Market? *Harvard Business Review*. Vol. 44: 131-136.
- Weng, Y. C., & Wang, R. (2017). Do Enhanced Index Funds Truly Have Enhanced Performance? Evidence from the Chinese Market. *Emerging Markets Finance and Trade*. Vol. 53(4): 819–834. doi: <https://doi.org/10.1080/1540496X.2015.1105637>