

KINERJA REKSA DANA DI INDONESIA DITINJAU DARI PEMILIHAN SAHAM, DAN TINGKAT RISIKO

Diyan Lestari

Institut Teknologi dan Bisnis Kalbis
diyan.lestari@kalbis.ac.id

ABSTRACT

Mutual fund is a pool investment which combines many investment products. It is managed by investment manager. It can be stock, bond, and other investment products. Currently, there is positive trend of mutual fund performance in Indonesia. It can be concluded that Indonesian tend to realize the positive impact of mutual fund investment which has relatively fix returns compare to other investment products. However, the stability of economic and political condition in Indonesia also drive the positive trend of mutual fund investment. Every investors want to gain optimal return. They will observe the mutual fund which has the maximum return. To predict mutual fund performance, many studies consider three measurement which is Sharpe, Tryenor and Jensen. This study aims to examine the mutual fund performance based on stock selection, and risk consideration.. This study use pool regression to analyze the data. The result shows that risk level do not effect the mutual fund performance, while stock selection effect the mutual fund performance.

Key words: mutual fund, performance, stock selection, risk level

PENDAHULUAN

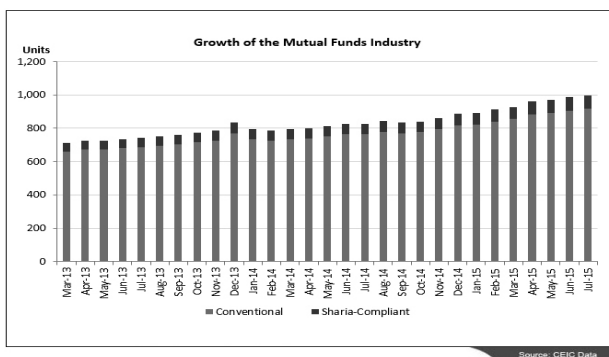
Reksa dana merupakan gabungan dana yang diinvestasikan pada saham, obligasi maupun instrumen – instrumen lain yang dikelola oleh *fund manager* yang independen untuk memaksimalkan tingkat pengembalian dan meminimalkan risiko bagi para investor. Di Indonesia, dengan adanya pertumbuhan ekonomi yang cukup baik merupakan kondisi yang sesuai untuk mengembangkan reksa dana. Meskipun terdapat peningkatan pendapatan per kapita, akan tetapi hanya sedikit yang merupakan investor aktif dan rata – rata masyarakat Indonesia lebih menyukai menyimpan uang mereka di bank. Akan tetapi, secara jangka panjang reksa dana di Indonesia diprediksi akan terjadi peningkatan,

baik pada investor individu maupun institusi (Global Business Guide Indonesia, 2014). Terlebih dengan adanya perubahan generasi, terutama yang didominasi oleh *digital native* dan sangat adaptif terhadap perubahan teknologi dan informasi, akan mendorong meningkatkan perilaku untuk mengadopsi sesuatu yang baru, termasuk di dalamnya hal-hal terkait dengan kegiatan investasi (Lestari, 2019).

Terdapat peningkatan perhatian oleh publik terhadap reksa dana di Amerika Serikat, Kanada dan juga berbagai belahan dunia, meskipun terdapat beberapa perbedaan struktur reksa dana dari satu negara dengan negara lainnya. Sebagai contoh, pada tahun 2002, *asset-weighted average expense ratio* untuk *equity fund* di dunia sekitar 1,29% dengan 1,05% di

Belgia; 1,11% di Amerika Serikat; 1.92% di Italia dan 2,56% di Kanada (Khorana, Seraves, dan Tufano, 2008). Di Indonesia sendiri, saat ini jumlah reksa dana terus mengalami peningkatan. Secara keseluruhan, berdasarkan data Otoritas Jasa Keuangan (OJK), *Net Asset Value* (NAV) reksa dana di Indonesia mengalami peningkatan dari Rp 192,54 triliun pada akhir tahun 2013 menjadi Rp 209,51 triliun pada Juni 2014. Akan tetapi, industri reksa dana di Indonesia relatif kecil jika dibandingkan dengan negara – negara lainnya dan juga jika dibandingkan dengan sektor perbankan yang merepresentasikan sekitar 80% dari *financial system assets* di bulan Desember 2013 (Global Business Guide Indonesia, 2014).

Reksa dana di Indonesia, dibagi ke dalam *conventional funds* dan *sharia-compliant funds* dan mengalami pertumbuhan yang cukup tinggi, mencapai *double digit*, dengan tingkat pertumbuhan lebih dari 20% pada tahun 2014, khususnya jika dihitung dengan NAV. Selanjutnya diikuti dengan peningkatan jumlah reksa dana yang tumbuh 20,4% pada Juli 2015 dengan 997 reksa dana dan NAV Rp 261,6 triliun pada pertengahan 2015 (CEIC, 2015). Adanya tren yang cenderung meningkat akan pertumbuhan reksa dana tersebut, sangat penting untuk dilakukan analisa mengenai kinerja reksa dana.



Gambar 1. Pertumbuhan Reksa Dana di Indonesia

Sumber: CEIC (2015)

Reksa dana, secara umum terbagi menjadi reksa dana saham, pendapatan tetap, dan reksa dana campuran. Pemilihan produk reksa dana pada dasarnya didasarkan pada preferensi risiko oleh masing-masing investor. Jika investor lebih memilih untuk memperoleh tingkat return yang cenderung rendah dengan risiko yang lebih rendah tentunya sangat disarankan untuk berinvestasi di reksa dana pendapatan tetap. Akan tetapi sebaliknya, jika investor lebih menyukai tingkat pengembalian yang tinggi dengan risiko yang tinggi pula, sebaiknya memilih untuk berinvestasi di reksa dana saham. Sedangkan jika tingkat risiko dan pengembalian yang diharapkan bersifat moderat, maka sebaiknya berinvestasi di reksa dana campuran. Penelitian ini fokus pada kinerja reksa dana saham, di mana reksa dana saham merupakan reksa dana dengan komposisi alokasi aset minimal 80% pada ekuitas/ saham. Selain itu, berinvestasi pada reksa dana saham, memiliki tingkat ketidakpastian dan fluktuasi yang lebih tinggi dibandingkan dengan produk reksa dana lainnya (Gunawan, 2014).

Terdapat berbagai perdebatan mengenai kinerja reksa dana sejak tahun 1960an, terkait dengan apakah reksa dana memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan dengan pasar dan apakah reksa dana memiliki kinerja yang persisten. Berbagai studi berusaha untuk melakukan evaluasi terhadap kinerja reksa dana menggunakan berbagai pengukuran teknik kinerja dan penyesuaian risiko (Chen, 2013). Evaluasi terhadap kinerja reksa dana dan prediksi terhadap kinerja di masa yang akan datang merupakan hal yang penting, karena setiap investor menginginkan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasinya, termasuk pada kinerja investasi reksa dana. Berbagai pengukuran digunakan untuk memperhitungkan kinerja reksa dana. Dua metode dengan menggunakan *Risk Adjusted Return* yang sering digunakan dalam mengukur kinerja portofolio dan berstandar internasional adalah Sharpe dan Treynor (Paranita, Dzulkirom dan Hidayat, 2015).

Beberapa penelitian menunjukkan bahwa manajer investasi perlu memperhatikan secara detail terkait dengan pemilihan saham atau *stock selection* dalam membentuk portofolio yang optimal (Prince & Bacon, 2012). Selain itu, dalam melakukan pengukuran kinerja reksa dana, penting untuk memperhitungkan tingkat risiko. Tingkat risiko pada reksa dana, pada dasarnya sering diukur dengan menggunakan nilai beta yang mencerminkan tingkat volatilitas suatu ekuitas terhadap pasar. Penelitian yang dilakukan oleh (Nurchaya & Bandi, 2010), menunjukkan bahwa tingkat risiko berpengaruh terhadap kinerja reksa dana.

REVIEW LITERATUR DAN HIPOTESIS

Reksa Dana

Salah satu fenomena *finance* yang paling menarik pada tahun 1990an adalah tingginya pertumbuhan reksa dana. Hal tersebut terbukti bahwa di Amerika Serikat dimana total *net asset* reksa dana tumbuh dari \$ 1,6 triliun pada tahun 1992 menjadi \$5,5 triliun di tahun 1998, dengan pertumbuhan rata – rata sekitar 22,4%. Dengan pengecualian negara – negara Asia (termasuk Jepang), pertumbuhan tersebut juga terjadi di berbagai negara di dunia. Negara – negara Uni Eropa juga menunjukkan hal yang sama, yang direpresentasikan dengan adanya peningkatan aset reksa dana dari \$ 1 triliun di tahun 1992 menjadi \$ 2,6 triliun di tahun 1998 (dengan pertumbuhan rata – rata per tahun 17,7%) (Klapper, Sulla dan Vittas, 2002).

Berdasarkan Undang – Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal menyebutkan bahwa reksa dana adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi. Menurut Alexandri (2011), pada dasarnya reksa dana bertujuan untuk mempermudah para investor dalam melakukan investasi, karena:

1. Memudahkan dalam mengakses instrumen investasi
2. Pengelolaannya dilakukan oleh manajer investasi yang profesional dan administrasi investasinya dijalankan oleh Bank Kustodian
3. Diversifikasi dilakukan dengan lebih mudah, karena dana yang dimiliki relatif besar dan banyak investor yang berkumpul dalam satu wadah
4. Likuiditas yang tinggi, karena dapat dicairkan sewaktu – waktu melalui manajer investasi
5. Dapat dilakukan pembelian dengan dana yang relatif kecil

Portofolio Analysis Theory

Dalam teori analisis portofolio yang secara esensial normatif, menjelaskan teknik yang efisien dalam memilih portofolio sebagai dasar prediksi mengenai kinerja sekuritas individual. Elemen kunci pada analisis portofolio menekankan pada tingkat pengembalian dan risiko. Pemilihan berbagai kombinasi antara risiko, dan *expected return* tergantung pada preferensi para investor dan tidak dapat dilakukan dengan menggunakan teknologi. Menurut Sharpe (1966), tugas *analyst portfolio* antara lain:

1. Menerjemahkan prediksi mengenai kinerja sekuritas ke dalam prediksi kinerja portofolio
2. Memilih dari berbagai portofolio yang mungkin dan efisien

Tugas analisis sekuritas adalah untuk menyediakan prediksi kinerja sekuritas yang diperlukan (termasuk *interrelationship* antara kinerja dari sekuritas – sekuritas). Sedangkan tugas para investor adalah untuk memilih portofolio – portofolio yang efisien yang paling sesuai, berdasarkan pada preferensi antara risiko dan *expected return*. Apa implikasi bagi reksa dana atas proses investasi? Penekanan pada reksa dana adalah pada diversifikasi dan pencarian harga sekuritas yang mencerminkan berbagai aspek proses. *Portofolio analysis theory*, sayangnya tidak memberikan penjelasan yang

jelas mengenai hal yang harus dilakukan. Reksa dana pada dasarnya tidak dapat merepresentasikan pola preferensi para investor secara langsung.

Pemilihan Saham (*Stock Selection*)

Stock selection merupakan kemampuan manajer investasi untuk memilih saham yang tepat dalam portofolionya sehingga mampu memberikan imbal hasil yang tinggi. Penelitian yang dilakukan oleh Markowitz menunjukkan perlunya membentuk sebuah model portofolio untuk menentukan produk investasi yang paling tepat dalam komposisi portofolio, sehingga pemilihan saham menjadi sangat penting (Sekreter, 2017). Pemilihan saham yang tepat menjadi sebuah kunci dalam pembentukan portofolio, khususnya untuk memperoleh *abnormal return*. Zakaria & Hashim (2017) menunjukkan bahwa, dengan model yang tepat dan berbagai analisa mengenai karakteristik saham yang digunakan dalam membentuk sebuah portofolio, akan membantu investor dalam memperoleh tingkat pengembalian yang optimal.

Biglari & Nazari pour (2016) menyatakan bahwa terdapat berbagai metode yang digunakan untuk membentuk portofolio yang optimal. Metode tersebut, secara umum diterjemahkan ke dalam empat langkah antara lain: melakukan perhitungan/ estimasi *expected return*, melakukan valuasi saham untuk melakukan pemilihan ekuitas, memilih portofolio, dan mengestimasi tingkat risiko dan return semua bentuk portofolio. Oleh karena itu, pemilihan ekuitas yang tepat menjadi sangat penting sebagai salah satu determinan portofolio yang optimal.

Risiko dan *Return* Reksa Dana

Dalam berinvestasi di reksa dana, setiap investor mengharapkan *return* yang tinggi dan risiko yang kecil. Reksa dana terus dicari oleh para investor untuk mengganti investasi dari instrumen lain. Reksa dana memberikan tingkat pengembalian yang lebih tinggi dari deposito.

Di dalam Reksa dana terdapat risiko dan tidak terjaminnya tingkat pengembalian.

1. Risiko Reksa Dana

Risiko Reksa dana merupakan suatu ketidakpastian atas konsekuensi hasil yang akan diperoleh dari suatu investasi pada akhir periode tertentu. Risiko terjadi apabila adanya perbedaan antara tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) dengan tingkat pengembalian aktual (*actual return*). Ada beberapa aspek yang menyebabkan Reksa dana berisiko: dana yang diperoleh dari masyarakat diinvestasikan kepada portofolio efek; dengan adanya instrumen yang bervariasi maka mempunyai tingkat pengembalian yang berbeda-beda, reksa dana mempunyai arus kas yang berubah-ubah setiap saat, serta risiko reksa dana juga dipengaruhi oleh keahlian manajer investasi dalam mengelola reksa dana (Manurung, 2002).

2. *Return* Reksa Dana

Dalam berinvestasi pasti setiap investor mengharapkan tingkat pengembalian (*return*) yang tinggi. *Return* Reksa Dana merupakan suatu nilai lebih yang diharapkan oleh setiap investor yang akan diperoleh pada akhir periode tertentu. *Return* yang diharapkan oleh investor dengan *return actual* mungkin saja berbeda, perbedaan tersebut yang akan menimbulkan sebuah risiko. *Return* yang diharapkan merupakan *return* yang ditargetkan oleh investor dimasa yang akan datang, sedangkan *return actual* merupakan tingkat *return* yang telah didapatkan oleh investor dimasa yang lampau. *Return* reksa dapat berupa *capital gain* dan dividen. *Capital gain* merupakan hasil pengembalian yang diperoleh para unit penyertaan yang diperoleh dari perubahan nilai aktiva bersih. Nilai aktiva bersih bernilai positif maka dikatakan *capital gain* dan apabila nilai aktiva bersih bernilai

negatif dikatakan *capital loss*. Sedangkan dividen merupakan pembagian laba yang diberikan pengelola Reksa dana kepada para pemegang unit penyertaan (Manurung, 2002).

Hipotesis

Terdapat berbagai pertimbangan dalam keputusan investasi. Salah satunya adalah *security selection*. Cuthbertson dan Nitzsche (2012) menyatakan bahwa dengan menggunakan FDR dalam *model selection* dan pengukuran kinerja untuk menaksir keseluruhan kinerja baik dari *market timing* dan *security selection* pada *equity mutual fund industry* di German, bahwa *security selection* berpengaruh terhadap kinerja *mutual fund*. *Security selection* dalam hal ini berpengaruh positif terhadap kinerja reksa dana. Pada dasarnya, *security selection* atau pemilihan sekuritas mengukur kemampuan para manajer investasi untuk menimbang tingkat pengembalian yang lebih tinggi dalam sebuah portofolio (Hsu, Kalesnik, dan Myers, 2010). Banyak kegiatan atas keputusan pemilihan sekuritas dan alokasi aset untuk reksa dana tidak dibuat oleh *individual managers*, akan tetapi oleh *groups* atau *teams managers*. Beberapa penelitian menyatakan bahwa pemilihan saham berpengaruh terhadap kinerja reksa dana (Prather, Middleton, dan Cusack, 2001).

H2 : Pemilihan saham berpengaruh terhadap kinerja reksa dana.

Pengumuman risiko dan kinerja merupakan topik penting pada penelitian – penelitian akademis dan merupakan hal yang sangat diperhatikan oleh para investor yang membutuhkan informasi untuk mengambil keputusan dan juga bagi para *fund managers* yang kompensasinya didasarkan pada kinerja reksa dana (Simons, 1998). Risiko berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja reksa dana

campuran pada tahun 2006 – 2008. Hal tersebut dikarenakan, semakin tinggi risiko maka semakin tinggi pula tingkat pengembalian (Arifiani, 2009). Menggunakan data dari 2006 sampai dengan 2008, Nurcahya dan Bandi (2010) menyatakan bahwa tingkat risiko berpengaruh positif terhadap kinerja reksa dana, setiap kenaikan risiko 1 satuan, maka kinerja reksa dana saham juga akan mengalami kenaikan sebesar 0,038 satuan.

H3 : Tingkat risiko berpengaruh terhadap kinerja reksa dana.

METODE PENELITIAN

Data dan Sampel Penelitian

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini termasuk jenis data sekunder dengan populasi semua reksa dana saham di Indonesia yang terdaftar dan diawasi oleh Otoritas Jasa Keuangan dalam periode tahun pengamatan 2005 - 2017 secara berturut-turut. Sumber informasi diperoleh dari berbagai kajian literatur dan sumber data dari internet seperti www.bi.go.id, www.portalreksadana.com, www.ojk.go.id, dan www.bareksa.com. Penentuan sampel pada penelitian ini dilakukan dengan menggunakan teknik *purposive sampling* yang bertipe *judgement sampling*, yang artinya sampel *nonprobability* yang mengikuti kriteria-kriteria khusus. Kriteria-kriteria tersebut antara lain:

1. Sampel yang dipilih harus memiliki tanggal efektif sebelum periode penelitian, yaitu Januari 2005
2. Sampel yang dipilih beroperasi selama periode penelitian, yaitu dari Januari 2005 sampai dengan Desember 2017
3. Sampel masih aktif mengelola dananya dalam bentuk reksa dana saham
4. Ketersediaan data sesuai dengan periode pengamatan penelitian

Definisi Operasional Variabel**Variabel Dependen****Kinerja Reksa Dana**

Dalam penelitian ini, kinerja reksa dana diukur dengan menggunakan metode Sharpe

Metode Sharpe

$$S_p = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

Di mana S_p adalah *Sharpe Ratio*, R_p = rata – rata pengembalian/kinerja yang diharapkan dari portofolio (reksa dana) dalam suatu periode, R_f = kinerja investasi bebas risiko dalam suatu periode, dan σ_p = standar deviasi dari *return* portofolio suatu periode (Nurchaya dan Bandi, 2010).

Variabel Independen**Pemilihan Saham (*Stock Selection*)**

Metode ini digunakan untuk melihat pengaruh *stock selection* dan *market timing*. Alat ukur ini digunakan model Treynor dan Mazuy (1966). Jika manajer investasi memiliki ($\alpha > 0$) berarti terdapat kemampuan *stock selection* yang baik, dan sebaliknya jika ($\alpha < 0$), artinya kemampuan *stock selection*-nya tidak baik. Berikut formula untuk perhitungan tersebut (Nurchaya dan Bandi, 2010):

$$R_p - R_f = \alpha + \beta (R_m - R_f) + \gamma (R_m - R_f)^2 + \varepsilon_p$$

Di mana R_p adalah *return* portofolio reksa dana, R_f adalah *return* untuk aset bebas risiko, R_m adalah *return* pasar saham, α adalah *intercept* yang merupakan indikator *stock selection* dari manajer investasi, β adalah koefisien regresi *excess market return* atau *slope* pada waktu pasar turun (*bearish*), γ adalah koefisien regresi yang merupakan indikasi kemampuan *market timing* dari manajer investasi dan ε_p merupakan *error term*.

Tingkat Risiko

Beta portofolio (β) merupakan risiko pasar yang memberikan gambaran hubungan antara *return* portofolio dengan *return* pembanding. Pengukuran ini dilakukan dengan metode indeks tunggal (*Single Index Method*) yang dikembangkan oleh William Sharpe yang merupakan bentuk hubungan antara tingkat keuntungan aset individual dengan tingkat keuntungan rata – rata pasar (indeks pasar). Adapun formulanya adalah sebagai berikut:

$$R_{p,t} = \alpha + \beta_p R_{m,t} + \varepsilon$$

Dimana $R_{p,t}$ merupakan *return* portofolio reksa dana pada periode t, dan $R_{m,t}$ = *return* pasar pada periode t, α = bagian dari tingkat keuntungan portofolio reksa dana yang tidak dipengaruhi oleh perubahan pasar. β_p adalah beta portofolio reksa dana dan ε adalah *error term*.

Variabel Kontrol**Kondisi Ekonomi**

Diukur dengan menggunakan tingkat pertumbuhan GDP pada suatu periode.

Market Return

Diukur dengan menggunakan tingkat return IHSG sebagai berikut:

$$R_m = (IHSG_t - IHSG_{t-1}) / IHSG_{t-1}$$

Metode Penelitian

Metode analisis data yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah analisis Regresi Panel. Regresi panel tersebut digunakan karena pemilihan sampel mengharuskan satu per satu reksa dana diamati selama tiga belas tahun berturut-turut, yaitu dari tahun 2005-2017. Regresi panel, pada dasarnya menggunakan data panel yang merupakan gabungan dari data *cross section* dan *time series*, sehingga jumlah pengamatan menjadi sangat banyak.

Persamaan Regresi

Untuk melihat pengaruh pemilihan saham dan tingkat risiko terhadap kinerja reksa dana, berikut merupakan model penelitian untuk melihat pengaruh tersebut:

$$R = \alpha_i + \beta_1 \text{Stock} + \beta_2 \text{Risk} + \beta_3 \text{Control} + \varepsilon$$

Dimana R merupakan kinerja reksa dana saham, *Stock* adalah pemilihan saham, *Risk* adalah tingkat risiko, dan *Control* adalah untuk variabel kontrol, yaitu *market return* dan kondisi ekonomi.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif

Statistik deskriptif yang akan ditampilkan dalam penelitian ini antara lain, nilai rata-rata data dari variabel (*mean*), nilai tengah (*median*), nilai tertinggi (*maximum*), nilai terendah (*minimum*), standar deviasi (*standard deviation*) dan juga karakteristik sampel penelitian.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.
RETURN	0.813914	0.5921	6.3155	-3.0744	1.607606
STOCK	0.101082	0.0766	1.0819	-1.1414	0.312138
RISK	1.037912	1.05	1.86	0	0.209917
ECO	0.0555	0.0556	0.0635	0.0463	0.005575
MARKET	0.201126	0.178764	0.959073	-0.49275	0.325014

Sumber: Data sekunder diolah dengan *software* E-Views 9.0

Dapat kita lihat pada tabel 1 merupakan tabel statistik deskriptif yang menjelaskan masing – masing variabel. *Return* yang mencerminkan tingkat pengembalian reksa dana dan diukur dengan menggunakan indeks Sharpe memiliki nilai rata-rata sebesar 0.813914, dengan nilai median 0.5921, nilai maximum 6.3155, dan nilai minimum sebesar -3.0744; serta memiliki standar deviasi sebesar 1.607606. Sedangkan variabel *Stock* yang menjelaskan mengenai kebijakan pemilihan saham memiliki nilai *mean*

sebesar 0.101082, nilai median sebesar 0.0766; nilai maximum 1.0819, nilai minimum sebesar -1.1414, dan standar deviasi sebesar 0.312138. Nilai *mean* tingkat risiko sebesar 1.037912, nilai median sebesar 1.05, nilai maximum sebesar 1.86; nilai minimum 0, dan standar deviasi sebesar 0.209917.

Variabel kondisi ekonomi memiliki nilai *mean* sebesar 0.0555; nilai *median* sebesar 0.0556, nilai maximum sebesar 0.0635, nilai minimum sebesar 0.0463, dan standar deviasi sebesar 0.005575. Sedangkan variabel *market return* memiliki nilai *mean* 0.201126; nilai median sebesar 0.178764; nilai maximum sebesar 0.959073; nilai minimum sebesar -0.49275; dan standar deviasi sebesar 0.325014.

Uji Asumsi Klasik

Multikolinearitas

Multikolinearitas artinya adanya hubungan antar variabel–variabel independen. Model harus memenuhi asumsi bahwa tidak ada hubungan antara variabel tersebut artinya tidak ada multikolinearitas.

Tabel 2. Hasil Uji Multikolinearitas

	RISK	STOCK	ECO	MARKET
RISK	1			
STOCK	0.000032	1		
ECO	-0.184066	-0.164384	1	
MARKET	0.007048	0.885405	-0.239324	1

Sumber: Data sekunder diolah dengan *software* E-Views 9.0

Tabel 2 menunjukkan hasil uji multikolinearitas dengan menggunakan matriks korelasi dan menjelaskan bahwa korelasi atau hubungan masing-masing variabel independen dalam penelitian ini kurang dari 0.8 sehingga dapat disimpulkan tidak ada multikolinearitas.

Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas diartikan sebagai adanya varian yang berbeda dari unsur gangguan/

disturbance, sedangkan asumsi klasik yang harus dipenuhi adalah homoskedastis, varian dari unsur gangguan tersebut harus konstan.

Tabel 3. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.644274	Prob. F(1,609)	0.4229
Obs*R-squared	0.647501	Prob. Chi-Square(1)	0.421

Sumber: Data sekunder diolah dengan *software* E-Views 9.0

Tabel 3 menjelaskan mengenai hasil uji heteroskedastisitas dengan menggunakan metode ARCH dan diketahui bahwa nilai prob OBS*R-squared sebesar 0,421, di atas 5%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa model terbebas dari heteroskedastisitas.

Uji Hipotesis

Tabel 4. Hasil Uji Regresi Panel

	Dependent variable: RETURN					
	Coeff	1	Coeff	2 FE	Coeff	3 RE
Explanatory variables						
STOCK	2.833517	0	2.822492	0	2.833517	0
RISK	-0.30099	0.3722	-0.26761	0.4617	-0.30099	0.3867
ECO	-25.3507	0.0546	-25.0764	0.0656	-25.3507	0.0622
MARKET	0.737469	0.1175	0.747817	0.1317	0.737469	0.1289
C	2.098537	0.0181	2.047708	0.0273	2.098537	0.0219
Observations	273		273		273	
Number of Companies	21		21		21	
R-squared	0.500257		0.508413		0.500257	
Adjusted R-squared		0.492798		0.46084		0.492798
F-test		67.069 (0)		10.687 (0)		67.069 (0)
Chow Test				0.999		
Hausman Test						0.9919
LM Test		0.0078				

Sumber: Data sekunder diolah dengan *software* E-Views 9.0

Uji Chow digunakan untuk memilih model yang sesuai antara *Common Effect* dan

Fixed Effect. Dari hasil uji Chow pada tabel 4 menunjukkan bahwa nilai Prob F-test sebesar 99,99%, yang artinya memiliki nilai yang lebih tinggi dari 5%. Sehingga model yang sesuai adalah *Common Effect*. Sedangkan pada Uji Hausman, digunakan untuk memilih model yang sesuai antara *Fixed Effect* dan *Random Effect*. Berdasarkan tabel 4, dari uji Hausman tersebut, nilai Prob. Cross-section Random adalah sebesar 99.19%, atau dapat dikatakan lebih dari 0.05 (5%), maka model yang dipilih adalah *Random effect*. Hasil uji LM test yang mengukur model *Random Effect* dan *Common Effect* menunjukkan nilai 0.78% yang lebih kecil dari 0.05 atau 5%. Berdasarkan kedua pengujian tersebut, maka model yang paling sesuai adalah *Random Effect*.

Pada hasil uji *Random Effect*, dapat dilihat bahwa nilai koefisien alfa, sebesar 2.098537 yang berarti jika nilai semua variable independen adalah sama dengan 0, maka *return* portofolio reksa dana saham akan bernilai sebesar 2.098537. Variabel pemilihan saham memiliki koefisien sebesar 2.833517 yang berarti variabel pemilihan saham memiliki koefisien yang positif, dan jika nilai pemilihan saham adalah 1 maka tingkat pengembalian (*return*) portofolio reksa dana saham akan naik sebesar 2.833517. Sedangkan pada nilai prob, variabel kebijakan aset memiliki nilai sebesar 0 atau 0% yang nilainya kurang dari 5%. Sehingga hipotesis bahwa variable pemilihan saham berpengaruh terhadap kinerja reksa dana saham diterima.

Sedangkan nilai koefisien pada variabel tingkat risiko yang mencerminkan adanya besarnya risiko portofolio reksa dana saham adalah sebesar -0.30099 dengan koefisien alfa sebesar 2.098537 yang artinya jika nilai variabel tingkat risiko adalah 0 atau tidak terdapat kenaikan atau penurunan, maka *return* portofolio reksa dana saham akan sama dengan 2.098537. Sebaiknya, jika nilai tingkat risiko adalah 1, maka akan menurunkan *return* reksa dana saham sebesar -0.30099. Nilai negatif pada variabel

tingkat risiko reksa dana saham menunjukkan bahwa setiap kenaikan tingkat risiko akan diikuti dengan penurunan tingkat pengembalian atau penurunan kinerja. Akan tetapi nilai prob pada variabel tingkat lebih dari 5%, yaitu sebesar 0.3867 atau sebesar 38.67%. Sehingga hipotesis yang mengatakan bahwa tingkat risiko berpengaruh terhadap kinerja reksa dana saham ditolak.

Pada penelitian ini, variabel kontrol yang digunakan adalah kondisi ekonomi dan *market return*, dengan nilai koefisien alfa sebesar 2.098537 yang artinya jika nilai variabel kondisi ekonomi dan *market return* adalah 0 atau tidak terdapat kenaikan atau penurunan, maka *return* portofolio reksa dana saham akan sama dengan 2.098537. Variabel kondisi ekonomi memiliki koefisien sebesar -25.3507 yang berarti jika variabel kondisi ekonomi memiliki nilai 1, maka akan terjadi penurunan pada *return* atau kinerja reksa dana saham sebesar 25.3507. Variabel *market return* memiliki koefisien sebesar 0.737469 yang menunjukkan bahwa jika variabel *market return* memiliki nilai 1, maka akan meningkatkan nilai kinerja reksa dana sebesar 0.737469.

Berdasarkan tabel 4 yang menjelaskan mengenai hasil uji regresi panel mengenai kinerja reksa dana, dapat dilihat nilai koefisien determinasi (R^2) yaitu sebesar 0.500257, maka model ini mampu menjelaskan hubungan variasi terhadap tingkat pengembalian reksa dana saham sebesar 50.03% dan sisanya dijelaskan oleh variabel-variabel di luar penelitian ini. Uji F digunakan untuk uji ketepatan model, apakah nilai prediksi mampu menggambarkan kondisi yang sesungguhnya atau bisa disebut sebagai uji kelayakan model. Berdasarkan tabel 4, pada uji F menunjukkan nilai prob sebesar 0% atau kurang dari 5%. Maka dapat dikatakan bahwa model yang digunakan dalam penelitian ini adalah sesuai.

Pembahasan

Seperti yang telah diutarakan pada bab-bab sebelumnya, tujuan dari penelitian ini adalah untuk melihat pengaruh strategi pemilihan saham dan tingkat risiko terhadap kinerja atau *return* portofolio reksa dana saham dari tahun 2005 sampai dengan 2017. Reksa dana, pada dasarnya merupakan kumpulan dari berbagai produk investasi. Terdapat 3 produk reksa dana secara umum, yaitu reksa dana saham, reksa dana pendapatan tetap, dan reksa dana campuran. Setiap investor, pada dasarnya menginginkan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasinya dengan sedikit risiko. Oleh sebab itu, manajer investasi harus dapat membuat keputusan yang tepat dalam membentuk portofolio investasinya.

Dalam penelitian ini, nilai koefisien determinasi (R^2) adalah 0.500257 yang artinya 50.03% dari model ini dapat menjelaskan variasi yang terjadi pada variabel *return* reksa dana saham di Indonesia, dan sisanya sebesar 49.97% dijelaskan oleh variabel lain di luar penelitian ini atau dapat dikatakan terdapat sebanyak 49.97% faktor-faktor lain selain variabel-variabel yang diuji, yang berperan dalam menjelaskan variasi dan mempengaruhi kinerja tingkat pengembalian reksa dana.

Berdasarkan Tabel 4, variabel pemilihan saham yang memiliki koefisien sebesar 2.833517. Berdasarkan nilai prob, variabel tersebut memiliki nilai prob sebesar 0% yang berarti kurang dari 5%. Sehingga, hipotesis yang menyatakan bahwa pemilihan saham berpengaruh terhadap *return* reksa dana saham diterima. Hal tersebut mengindikasikan bahwa setiap kebijakan yang dilakukan oleh manajer investasi dalam melakukan pemilihan sahamnya dapat meningkatkan kinerja reksa dana saham. Sehingga, manajer investasi harus benar-benar cermat dalam melakukan pemilihan saham. Hal ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Nurcahya dan Bandi (2010) yang menyatakan bahwa pemilihan saham memiliki pengaruh positif terhadap *return*

reksa dana. Sehingga, bagi manajer investasi maupun para investor yang membentuk portofolio sahamnya, harus berhati-hati dalam menentukan saham yang dipilih. Demikian juga bagi investor individu yang membentuk portofolio sahamnya, harus bijak dalam mengambil keputusan dalam berinvestasi, terutama dalam memilih saham yang akan dijadikan proporsi dalam pembentukan portofolio. Juga, harus menggali informasi dengan lebih detail mengenai kinerja manajer investasi dalam melakukan pemilihan saham jika pembentukan portofolio dilakukan melalui reksa dana.

Berdasarkan hasil uji regresi panel, variabel independen tingkat risiko memiliki koefisien sebesar -0.30099 , dengan nilai prob sebesar $0,3867$ atau 38.67% dan lebih besar dari 5% yang berarti bahwa hipotesis yang menyatakan tingkat risiko reksa dana berpengaruh terhadap return reksa dana saham ditolak. Hal tersebut menunjukkan bahwa, pada dasarnya terdapat berbagai jenis risiko yang dihadapi dalam sebuah bisnis, termasuk kegiatan investasi. Terdapat banyak risiko, dan pada waktu tertentu, masing-masing reksa dana akan memiliki respon tertentu terhadap risiko yang dihadapi. Hal tersebut juga dapat dikaitkan dengan produk yang dipilih. Misalkan, jika dikaitkan dengan kinerja reksa dana saham, maka tidak semua saham memiliki respon yang sama. Terdapat saham-saham yang memiliki harga stabil atau cenderung meningkat, bahkan ketika kondisi ekonomi memburuk, dan sebaliknya juga terdapat saham-saham yang turun jika kondisi ekonomi memburuk. Sehingga tingkat risiko tidak berpengaruh terhadap kinerja reksa dana.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Kalyan & Gautami (2018) yang menyatakan bahwa tingkat risiko akan sejalan dengan tingkat pengembalian yang diperoleh atas sebuah investasi, yang berarti tingkat risiko berpengaruh positif terhadap kinerja portofolio. Risiko, pada dasarnya merupakan hal

yang tidak dapat dihindari dan akan dikaitkan dengan kinerja sebuah investasi. Lebih lanjut, kinerja suatu reksa dana yang merupakan kumpulan dari berbagai produk investasi di mana pembentukan portofolio sebuah reksa dana ditujukan untuk meminimalkan risiko. Sehingga beberapa produk reksa dana cenderung memiliki tingkat risiko yang berbanding lurus dengan kinerja reksa dananya.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan dalam penelitian ini setelah dilakukan pengujian yang dilakukan oleh peneliti adalah:

Pemilihan saham berpengaruh terhadap kinerja reksa dana, sehingga hipotesis yang menyatakan bahwa pemilihan saham berpengaruh terhadap kinerja reksa dana diterima.

Tingkat risiko tidak berpengaruh terhadap kinerja reksa dana saham, sehingga hipotesis yang menyatakan bahwa tingkat risiko berpengaruh terhadap kinerja reksa dana saham ditolak.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan, maka penelitian ini memiliki beberapa implikasi. Penelitian ini memberikan kontribusi kepada para pengambil kebijakan, antara lain investor individu, investor institusi, dan para manajer investasi serta bagi penelitian selanjutnya. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan data dan informasi empiris, sehingga dapat membantu para pengambil keputusan dalam hal yang berkaitan dengan keputusan investasi ditinjau dari tingkat risiko, dan pemilihan saham. Para pengambil kebijakan sebaiknya berhati-hati dan cermat dalam melakukan pemilihan saham dalam membentuk portofolionya, karena pemilihan saham yang tepat akan memberikan dampak yang penting pada *return* portofolio mereka. Bagi penelitian selanjutnya, dapat dilakukan sebagai berikut:

1. Penelitian ini hanya meneliti pada reksa dana saham, sehingga hasilnya tidak dapat digeneralisasikan untuk semua jenis produk reksa dana. Akan sangat bagus jika dilakukan penambahan sampel atau reksa dana yang lain untuk menggali lebih jauh informasi yang dapat diperoleh dari masing-masing produk reksa dana.
2. Penelitian ini hanya menggunakan fokus pada variabel tingkat risiko, dan pemilihan saham. Sehingga dapat juga dilakukan dengan menambahkan variabel lainnya.
3. Periode observasi yang digunakan pada sampel penelitian hanya sepanjang 13 tahun. Penelitian selanjutnya juga dapat melakukan kombinasi antara data *time series*, *cross section*, dan data panel serta menambahkan periode penelitian untuk memberikan hasil yang lebih komprehensif.

DAFTAR PUSTAKA

- Alexandri, M. B. (2011). *Analisis Karakteristik, Kinerja dan Persistensi Reksa Dana Saham di Indonesia*. Working Paper.
- Arifiani, I. (2009). *Analisis Pengaruh Kompensasi Manajemen, Ukuran Reksa Dana, dan Tingkat Risiko terhadap Kinerja Reksa Dana Campuran di Indonesia Tahun 2006 – 2008*. Skripsi. Universitas Sebelas Maret, Surakarta.
- Biglari, B., & Nazaripour, M. (2016). The Method of Stock Selection with the Intention of Portfolio Formation. *Problems and Perspectives in Management* 14(3-si), 429-438.
- CEIC. (2015). Additional of Mutual Fund Datasets. <https://www.ceicdata.com/en/press/addition-mutual-fund-datasets> diakses pada 14 Desember 2016.
- Chen, D. (2013). *An Empirical Study on Mutual Funds Performance and Performace Persistence in China*. Thesis. Lincoln University.
- Cuthbertson, K. & Nitzsche, D. (2012). *Performance, Stock Selection and Market Timing of the German Equity Mutual Fund Industry*. Working Paper.
- Global Business Guide Indonesia. (2014). Overview of Indonesia's Mutual Fund Industry. http://www.gbgingonesia.com/en/finance/article/2014/overview_of_indonesia_s_mutual_fund_industry.php diakses pada 14 Desember 2016.
- Gunawan, R. A. (2014). Investasi Reksadana Saham Secara Jangka Panjang di Indonesia Berdasarkan Keputusan Ketua BAPEPAM - LK. *Jurnal Manajemen*, Vol. 11, No.2, 73-83.
- Hsu, J., Kalesnik, V., & Myers, B. (2010). "Performance Attribution: Measuring Dynamic Allocation Skill", *Financial Analysts Journal*, Vol. 66, No. 6, pp.
- Kalyan, N. B., & Gautami, S. (2018). A Study on Risk & Return Analysis of the Selected Mutual Funds Schemes In India. *International Journal of Research in Social Sciences*, Vol. 8 Issue 5.
- Klapper, L., Sulla, V. & Vittas, D. (2002). *The Development of Mutual Funds Around the World*. Working Paper.
- Lestari, D. (2019). Measuring e-commerce adoption behaviour among gen-Z in Jakarta, Indonesia. *Economic Analysis and Policy*, Vol. 64, 103-115.
- Manurung, A. H. (2002). *Lima Bintang untuk Agen Penjual Reksa Dana*. Jakarta: Ghalia Indonesia.
- Nurchaya, G. P., & Bandi. (2010). Reksa Dana di Indonesia: Analisis Kebijakan Alokasi Aset, Pemilihan Saham, dan Tingkat Risiko. *Simposium Akuntansi XIII, Purwokerto 2010*.

- Paranita, C., Dzulkirom, M. & Hidayat, R. R. (2015). "Analisis Kinerja Investasi dalam Reksadana Saham (Equity Funds) dengan Metode Sharpe dan Treynor". *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, Vol 27, No. 1.
- Prather, L., Middleton, K. & Cusack, A. (2001). "Are N + 1 Heads Better than One? The Timing and Selectivity of Australian-Managed Investment Funds", *Pacific-Basin Finance Journal* 9, pp.379-400.
- Prince, T., & Bacon, F. (2012). Analyzing Mutual Fund Performance Against Established Performance Benchmarks: A Test of Market Efficiency. *Research in Business and Economics Journal*.
- Sekreter, A. (2017). An Analysis of Theories on Stock Returns. *International Journal of Social Sciences & Educational Studies*, Vol. 3, No.3, 149-154.
- Sharpe, W. (1966). "Mutual Fund Performance". *The Journal of Business*, Vol. 39, No. 1, Part. 2: Supplement on Security Prices, pp. 119-138.
- Simons, K. (1998). *Risk-Adjusted Performance of Mutual Funds*. New England Economic Review.
- Treynor, J. L. & Mazuy, K. (1966). "Can Mutual Funds Outguess the Market?", *Harvard Business Review*, Vol. 44, pp.131-136.
- Zakaria, N., & Hashim, F. (2017). Emerging Markets: Evaluating Graham's Stock Selection Criteria on Portfolio Return in Saudi Arabia Stock Market. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(2) , 453-459.