

ANALISIS KEMAMPUAN STOCK SELECTION DAN MARKET TIMING MANAJER INVESTASI PADA REKSADANA SAHAM DI INDONESIA

MICHAEL VINCENTIUS PANJAITAN

Michael_panjaitan@yahoo.com

ABSTRACT

The purpose of this study is to analyze equity fund performance in Indonesia. Performance of mutual fund manager is measured by stock selection skill and market timing ability. This research was done to test the ability of investment manager to create portfolio that have outperform return market by stock selection skill and market timing determination. Sample uses in the research are 51 equity funds listing in Bursa Efek Indonesia BAPEPAM-LK during 2009-2012.

The results of stock selection showed that the majority of equity of fund manager Indonesia, have an inferior skill in stock selection. Because only 2 mutual fund that have positive and significant alpha. Beside the results show that majority of equity fund manager Indonesia, have an inferior skill in determining market timing. Using Treynor-Mazuy model it found that 6 that significant and using Henriksson-Merton it found that 9 have significant positive alpha

Key words: Mutual fund, Market Timing, Selectivity, portfolio return, market return

1. PENDAHULUAN

Investasi merupakan penanaman sejumlah dana dalam bentuk uang ataupun barang yang diharapkan akan memberikan hasil yang lebih dikemudian hari, yang lebih dikenal dengan return. Investasi terdiri dari investasi nyata (*real investment*) dan investasi keuangan (*financial investment*). Investasi nyata secara umum melibatkan asset berwujud seperti tanah, mesin-mesin, atau pabrik. Investasi dalam bentuk surat berharga (sekuritas) biasanya dapat dilakukan melalui pasar uang atau pasar modal. Ditinjau dari sisi investor, pada umumnya tujuan investor berinvestasi di pasar modal pasti mengharapkan tingkat keuntungan. Tingkat keuntungan yang diperoleh di pasar modal dalam bentuk surat berharga khususnya saham lebih besar dibandingkan tingkat keuntungan di pasar uang yang ditanamkan dalam bentuk deposito. Dalam investasi, investor selain mengharapkan hasil investasi akan selalu bertemu dengan resiko, resiko terbesar dalam berinvestasi adalah hilangnya seluruh nilai investasi yang ditanamkan.

Partisipasi pemodal domestik di Pasar Modal masih relatif kecil, Hal ini disebabkan industri efek di Indonesia kemungkinan belum melakukan investasi dalam jumlah yang cukup untuk mengembangkan prasarana pengembangan Pasar Modal domestik. Di sisi lain diduga adanya pengaruh psikologis (yang merupakan ciri khas negara berkembang) bahwa masyarakat lebih suka menghindari risiko yang timbul bila berinvestasi di Pasar Modal. Wahana investasi seperti tabungan atau deposito menjadi pilihan utama, karena risiko yang ditanggung relatif kecil tetapi memberikan hasil yang tetap dan pasti. Untuk menggairahkan pasar domestik, maka diperlukan produk Pasar Modal yang mempunyai karakteristik tingkat risiko kecil dengan tingkat pendapatan yang diberikan relative kompetitif. Instrumen Pasar Modal yang memiliki karakteristik tersebut adalah Reksa Dana (*mutual fund*). Reksa dana muncul karena umumnya pemodal mengalami kesulitan untuk melakukan investasi sendiri pada surat berharga. Kesulitan yang dihadapi investor antara lain perlunya melakukan berbagai analisi dan memonitor kondisi pasar terus-menerus yang tentunya menyita waktu. Kesulitan lain adalah dibutuhkan dana yang relative besar untuk dapat melakukan investasi pada instrument portofolio tersebut.

Untuk mengetahui kinerja reksa dana saham yang baik, terdapat beberapa variabel yang dapat menjadi pertimbangan untuk investor dalam berinvestasi. Variabel pertama adalah *stock selection skill*, *stock selection* merupakan kemampuan manajer portofolio dalam memilih sekuritas yang tepat. Sehgal (2008) dalam penelitiannya di India menyatakan bahwa kemampuan *stock selection* berdasarkan Jensen *four factor model* memiliki pengaruh *alpha* positif signifikan terhadap kinerja reksa dana. Variabel kedua adalah *market timing ability*, *market timing* merupakan ukuran kemampuan manajer portofolio dalam hal antisipasi terhadap perubahan pasar dimana bila pasar akan menurun maka manajer mengubah komposisi portofolio yang dikelolanya ke sekuritas yang lebih rendah volatilitasnya dan begitu pula sebaliknya (Manurung, dkk 2004).

Apabila suatu reksa dana menghasilkan return yang baik (mengalami kenaikan dari periode sebelumnya dan return reksa dana lebih tinggi dari return pasar) berarti manajer investasi memiliki kemampuan market timing yang baik, dan sebaliknya. Pada penelitian ini akan diuji apakah variabel *stock selection* dan *market timing* mempengaruhi kinerja reksadana saham yang dikelola manajer investasi di Indonesia. Pada penelitian ini digunakan data harian selama 3 tahun reksadana saham di Indonesia.

2. TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Reksa dana

Mutual Fund berasal dari kata *fund* dimana Giles dkk (2003) menyatakan “*Fund is a pool of money contributed by range of investor who may be individuals or companies or other organisations, which is manage and invested as a whole, on behalf of those investor*”. Berdasarkan uraian definisi diatas secara jelas disebutkan bahwa Reksa Dana mempunyai karakteristik yaitu investor reksa dana berasal dari berbagai latar belakang, diinvestasikan pada instrumen investasi, dikelola oleh manajer investasi dan merupakan bentuk investasi jangka menengah dan panjang.

2.2 Jenis reksa dana

Berdasarkan Undang-undang Pasar Modal Nomor 8 Tahun 1995 pasal 18, Reksa dana Indonesia dibagi menjadi empat kategori yaitu reksa dana pasar uang, reksa dana pendapatan tetap, reksa dana saham, dan reksa dana campuran yang masing dalam alokasi produknya sebesar 80% dialokasikan pada instrumen sesuai produk reksa dananya. Dalam memilih produk reksa dana, investor hendaknya menyesuaikan produk yang dipilih sesuai dengan tujuan investasinya.

2.3 Risk and Return Reksadana

Dalam melakukan evaluasi kinerja terhadap Reksa Dana ada beberapa faktor yang harus diperhatikan untuk menemukan hasil yang tepat dan relevan (Moedak dan Hanafi, 2005:619-620), diantaranya harus memperhatikan tingkat resiko, periode pengukuran yang sama dalam membandingkan reksa dana, evaluasi kinerja reksa dana dengan kinerja *benchmark* yang setara, dan perlakuan yang sama dalam mengukur kinerja reksa dana.

2.4 Evaluasi Kinerja Reksa Dana

Investor yang ingin menginvestasikan dananya dalam reksa dana harus melihat terlebih dahulu kondisi pasar yang sedang berlangsung. Jika pasar dalam keadaan naik (*bullish market*) disarankan untuk memprioritaskan pada urutan reksa dana saham, reksa dana campuran, reksa dana pasar uang dan reksa dana pendapatan tetap, namun dalam kondisi pasar lesu (*bearish market*) pilihan jatuh pada reksa dana pendapatan tetap, reksa dana pasar uang, reksa dana campuran dan reksa dana saham. Manajer investasi yang baik dapat mengubah-ubah kebijakan komposisi investasinya disesuaikan dengan keadaan pasar, baik dalam situasi pasar *bullish* atau *bearish* untuk mendapatkan suatu keuntungan yang optimal. Dalam mengukur kinerja reksa dana bisa diukur dengan metode yang dikembangkan Sharpe (1966), Treynor (1965) dan Jensen (1967)

2.5 Return Portofolio

Reksa dana merupakan bentuk portofolio yang dikelola oleh manajer investasi untuk dijual kepada masyarakat luas, karena tunduk pada peraturan Bapepam. Return reksa dana dapat diukur dengan perubahan nilai aset bersih (NAB) yang berubah setiap harinya.

2.6 Stock Selection skill

Stock selection skill adalah kemampuan manajer investasi untuk memilih aset untuk membentuk portofolio yang diprediksi akan memberikan *return* yang diharapkan di masa yang akan datang. Manajer investasi lebih sering mengandalkan kemampuan pemilihan saham untuk mendapatkan return yang abnormal (superior). Pendekatan tradisional digunakan untuk mengukur selektifitas adalah melakukan regresi dari excess return portofolio dari faktor pasar. Untuk mengukur adanya indikasi kemampuan memilih saham pada manajer investasi reksa dana saham di Indonesia dilakukan dengan metode Jensen (1968)

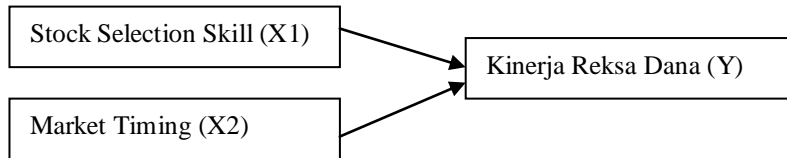
2.7 Market Timing

Market timing ability adalah kemampuan manajer investasi untuk mengambil kebijakan yang tepat untuk membeli atau menjual sekuritas tertentu untuk membentuk portofolio aset pada saat yang tepat. Sedangkan aktivitas *market timing* berhubungan dengan forecast realisasi di masa mendatang dari portofolio pasar. Jika manajer investasi

yakin dapat menghasilkan lebih baik dari rata-rata estimasi *return* pasar maka manajer akan menyesuaikan tingkat risiko portofolionya sebagai antisipasi perubahan pasar. Metode yang digunakan untuk mengukur adanya indikasi market timing menggunakan metode Treynor Mazuy (hubungan non linear) dan Henriksson-Merton (*dual* beta).

2.8 Model Penelitian

Berdasarkan uraian di atas maka dapat digambarkan model penelitian sebagai berikut :



3. METODE PENELITIAN

Metode penelitian yang penulis gunakan adalah metode deskriptif dan hipotesis. Penulis ingin menguji apakah kemampuan memilih saham dan *market timing* dimiliki oleh manajer investasi reksa dana di Indonesia. Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *return* reksa dana, sedangkan variabel independennya adalah *stock selection skill* dan *market timing ability*.

Dalam penelitian dibutuhkan data-data sekunder agar dapat menjawab rumusan masalah yaitu melihat bagaimana pengaruh rasio fundamental (ROA, DER, CR, TATO) dan resiko (Beta) terhadap return saham. Data-data yang diperlukan merupakan data laporan keuangan yang telah diaudit dan harga saham perusahaan terkait. Obyek dalam penelitian adalah perusahaan manufaktur yang memiliki kelengkapan data baik dalam perihal laporan keuangan dan harga saham pada periode 2009-2011.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh bentuk produk reksa dana saham yang terdaftar di BAPEPAM selama periode 1 Juni 2009 sampai dengan 31 Mei 2012. Sampel yang digunakan adalah produk reksa dana yang memiliki Nilai Aktiva bersih selama periode 1 Juni 2009 – 31 Mei 2012. Sampel yang digunakan ditentukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* untuk mencapai batasan-batasan atau tujuan tertentu yang diharapkan dalam penelitian. Penelitian ini menggunakan sampel dengan kriteria sebagai berikut:

1. Data reksa dana yang dikeluarkan oleh BAPEPAM selama tahun 2009-2012.
2. Data reksa dana yang dikeluarkan oleh kontan.co.id yang di *cross-check* data dari Bloomberg selama tahun 2009-2012.
3. Data BI rate yang dikeluarkan Bank Indonesia setiap bulan selama tahun 2009-2012
4. Data pergerakan Indeks yang berasal dari finance.yahoo.com periode 2009-2012

4. ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Uji F (Kecocokan model)

Analisa uji F dan *R-square* digunakan untuk melihat kecocokan model dari data-data yang telah dikumpulkan oleh peneliti. Dengan menggunakan $\alpha = 5\%$ maka model dapat dikatakan baik atau *fit* apabila nilai probabilitasnya lebih kecil dari $\alpha = 5\%$. Dari hasil regresi didapatkan nilai probabilitas F statistik sebesar 0,0000. Maka dapat disimpulkan bahwa model yang digunakan sudah *fit*. Selain itu diperoleh nilai *R-square* yang secara umum tinggi, dapat disimpulkan bahwa kinerja benchmark mempengaruhi kinerja reksa dana saham.

4.2 Uji asumsi multikolinearitas

Multikolinieritas adalah suatu keadaan yang satu atau lebih variabel bebasnya terdapat korelasi dengan variabel bebas lainnya. Dengan ketentuan $VIF < 10$ tidak terdapat masalah multikolinearitas. Berdasarkan hasil pengujian atas model market timing dapat disimpulkan bahwa model T-M dan H-M tidak memiliki masalah multikolinearitas.

4.3 Uji asumsi Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 (sebelumnya). Dengan ketentuan menggunakan nilai Durbin-Watson dapat disimpulkan bahwa sebagian besar hasil perhitungan reksa dana dengan

model *stock selection* dan *market timing* mengalami masalah autokorelasi sehingga perlu ditangani agar hasil perhitungan tidak bias.

4.4 Uji asumsi heterokedastisitas

Heteroskedastisitas berarti situasi dimana keragaman variabel independen bervariasi pada data yang kita miliki. Salah satu asumsi kunci pada metode regresi biasa adalah bahwa error memiliki keragaman yang sama pada tiap-tiap sampelnya. Pengujian heterokedastisitas menggunakan uji White dengan ketentuan $P \text{ Chi Square-value} < \alpha$. Dengan $\alpha = 5\%$ dapat disimpulkan bahwa hasil perhitungan reksa dana saham. Penanganan masalah autokorelasi dan heterokedastisitas dengan menggunakan metode *Newey West HAC* yang digunakan untuk mengoreksi error residual.

4.5 Pengujian *stock selection skill*

Hipotesis pertama yang diajukan bahwa terdapat *stock selection* berpengaruh positif terhadap kinerja reksa dana saham di Indonesia dengan metode Jensen alpha. Berdasarkan hasil penelitian diperoleh bahwa indikasi *stock selection skill* yang ditunjukkan dengan α yang positif, menunjukkan bahwa hanya ada 5 dari 51 reksa dana saham sampel memiliki α yang positif, dengan 2 dari 5 reksadana saham tersebut yang memiliki nilai *t-statistic* yang signifikan pada $\alpha = 5\%$. Berdasarkan hasil ini dapat disimpulkan bahwa sebagian manajer reksadana lain kurang dapat menambah value dari reksadananya berdasarkan kemampuan *stock selection skill*.

4.6 Pengujian Treynor-Mazuy

Berdasarkan hasil penelitian diperoleh bahwa indikasi adanya *market timing ability* metode T-M yang ditunjukkan dengan γ yang positif, menunjukkan bahwa 31 dari 51 reksa dana saham sampel memiliki γ yang positif, dengan 6 dari 31 reksadana saham tersebut yang memiliki nilai *t-statistic* yang signifikan pada $\alpha = 5\%$. Hal ini mendukung hipotesis bahwa reksadana yang dikelola oleh sebagian besar manajemen investasi reksadana dalam sampel penelitian memiliki *market timing* (60%), namun hanya 20% saja yang memiliki γ *t-statistic* secara signifikan. Dengan kata lain, manajemen investasi tidak secara meyakinkan memiliki kemampuan dalam meramalkan keadaan pasar sehingga tidak dapat memilih waktu yang tepat pada saat pembelian maupun penjualan sekuritas.

4.6 Pengujian Henriksson-Merton

Berdasarkan hasil penelitian diperoleh bahwa indikasi adanya kemampuan *market timing* metode H-M yang ditunjukkan dengan R_d yang positif, menunjukkan bahwa 31 dari 51 reksa dana saham sampel memiliki R_d yang positif, dengan 9 dari 31 reksadana saham tersebut yang memiliki nilai *t-statistic* yang signifikan pada $\alpha = 5\%$. Dengan kata lain, manajemen investasi tidak secara meyakinkan memiliki kemampuan dalam meramalkan keadaan pasar sehingga tidak dapat memilih waktu yang tepat pada saat pembelian maupun penjualan sekuritas.

4.7 Pembahasan Hasil Pengujian

Berdasarkan hasil pengujian kemampuan *stock selection* dan *market timing* baik metode T-M dan H-M menunjukkan bahwa secara umum manajer investasi reksa dana saham di Indonesia tidak memiliki kemampuan memilih saham yang undervalue yang dapat mengalahkan kinerja pasar dan tidak memiliki kemampuan *market timing* yang baik dimana kurang optimal dalam merubah komposisi portofolio reksa dananya sesuai dengan tren pasar.

5. SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

5.1 Simpulan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa manajer investasi di Indonesia tidak memiliki kemampuan *stock selection* yang baik dan kurang optimal dalam merubah portofolionya sesuai dengan tren pasar. Hal ini dikarenakan dalam beberapa penelitian memang kemampuan *stock selection* dan *market timing* hanya berpengaruh secara kecil dalam faktor yang menantukan kinerja dari reksa dana saham. Hal ini juga didukung dalam penelitian terdahulu dimana *stock selection* dan *market timing* kurang menentukan dalam kinerja reksa dana saham.

5.2 Keterbatasan

Penelitian ini hanya menggunakan model CAPM dimana ada beberapa faktor lain yang bisa mempengaruhi kinerja reksa dana saham seperti kapitalisasi saham, ukuran *market to book* ratio, dan faktor momentum. Serta penelitian ini hanya terbatas selama jangka waktu 3 tahun saja.

5.3 Saran

Penelitian selanjutnya sebaiknya menggunakan periode pengamatan yang lebih panjang dari 3 tahun dikarenakan dalam beberapa penelitian indikasi market timing bisa dilihat pada waktu pra-krisis dan pasca-krisis sehingga hasil penelitian dapat lebih akurat. Penelitian selanjutnya juga bisa memasukkan variabel lain yang menentukan kinerja reksa dana saham seperti menggunakan Fama Model dan Carhart model. Investor bisa menggunakan penelitian ini sebagai referensi dalam memilih reksa dana namun tetapi diperhatikan dalam memilih instrumen investasi harus paham resiko dan tujuan dalam berinvestasi.

UCAPAN TERIMA KASIH

Ucapan terima kasih saya yang sebesar-besarnya ditujukan kepada Bapak Dr. Hermeindito Kaaro, MM. dan Bapak Drs. Ec Siprianus S. Sina., MM selaku dosen pembimbing yang telah banyak meluangkan waktu, tenaga, pikiran serta perhatian beliau dalam membimbing dan memberikankan masukan-masukan hingga terselesaikannya penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Bauer, R., Otten, R. dan Rad, A.T., 2006, New Zealand Mutual Funds: Measuring performance and Persistence in Performance, *Accounting and Finance*, Vol. 46, pp
- Chang, E.C. dan Lewellen, W.G., 1984, Market Timing and Mutual Fund Investment Performance, *Journal of Business*, Vol. 57, No. 1, Page 57-72.
- Jensen, M. C., 1968. The Performance of Mutual Funds in the Period 1645 – 1964, *Journal of Finance*, Vol. 23(2), pp. 389 – 416.
- Manurung, A. H., 2008, *Reksa Dana Investasiku*, Jakarta: Penerbit Buku Kompas
- Pratomo, E. P. dan Nugraha, U., 2009, *Reksa Dana: Solusi Perencanaan Investasi Modern*, Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- o
- Rozali, M. B.. dan Fikriyah, A., 2006, Market Timing and Security Selectio Performance of Mutual Funds: Evidence from Malaysia.
- Sehgal, S. dan Jhanwar, M., 2008, On Stock Selection Skills and Market Timing Abilities of Mutual Fund Managers in India, *International Research Journal of Finance and Economics*. Issue 15, pp. 307 – 317.
- Shanmugham, R. dan Zabiulla, 2011, Stock Selection Strategies of Equity Mutual Fund Managers in India, *Middle Eastern Finance and Economics*.
- Tripathy, N. P., 2006, Market Timing Abilities and Mutual Fund Performance—An Empirical Investigation into Equity Linked Saving Schemes, *XIMB Journal of Management*.
- Winingrum, Eva Putri., 2010, Analisis stock selection skill, market timing ability, size reksa dana, umur reksa dana dan expense ratio terhadap kinerja reksa dana saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia perioed tahun 2006-2010, *Skripsi terpublikasi*, Semarang: Fakultas Ekonomi, Universitas Diponegoro
- Waelan, 2008, Kemampuan Memilih Saham dan Market Timing Manajer Investasi Reksa Dana Saham di Bursa Efek Indoneisa, *JAAI Voulme 12 no 2*, halaman 167-176
-, 2011, *Pengertian Reksa dana*, diakses pada 15 Juni 2011
<http://www.bapepam.go.id/reksadana/faq.asp>