

# BIAYA OPERASIONAL REKSADANA SEBAGAI INTERVENING PENGARUH KARAKTERISTIK REKSADANA TERHADAP KINERJA REKSADANA SAHAM DI INDONESIA

*Timotius Hans Harjono, Cicilia Erna Susilawati, F.X. Agus Joko Waluyo Prabowo*

*Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya*

## Abstract

*This study examines the impact of fund characteristics on the performance of mutual fund through expense ratio as a mediation variable. This research used mutual fund that registered in Indonesia with period of research 2015-2016 and amount of 71 samples. The result found that mutual fund portfolio turnover has a positive impact on fund performance. In addition, total assets of mutual fund have a negative impact on fund expenses and portfolio turnover have a positive impact on expense ratio. The results of this study also found that expense ratio doesn't mediate fund characteristics and fund performance because expense ratio have no significant impact on the performance of mutual fund. Implication of this research is investor in Indonesia do not focus on mutual fund expenses, they are more concerned about security on their investment and the performance of the mutual funds. However, this make investment managers less focused on mutual fund expenses and more focused on maximizing the performance of the mutual funds by trading them.*

**Key words:** fund characteristics, expense ratio, mutual fund performance

## 1. PENDAHULUAN

Menanam pohon, dimulai dari menanam sebuah benih, merawatnya dari waktu ke waktu dan pada akhirnya menghasilkan buah yang dapat dipetik nantinya. Sama halnya dengan investasi, dimulai dari jumlah yang kecil hingga dari tahun ke tahun investasi mulai tumbuh dan menghasilkan keuntungan pada masa yang akan datang. Investasi merupakan kegiatan yang dilakukan dengan sumberdaya yang ada pada saat ini dengan tujuan untuk memperoleh hasil yang lebih besar dimasa yang akan datang (Tandelilin, 2010:2).

Seseorang yang melakukan investasi tentu mempunyai tujuan dan harapan terhadap investasi tersebut dimasa depan. Ada tiga hal yang mendorong seseorang untuk melakukan investasi. Pertama, untuk mendapatkan kehidupan yang lebih baik di kemudian hari. Kedua, untuk mengurangi adanya pengurangan nilai mata uang karena adanya inflasi dan yang terakhir adalah untuk mendapatkan penghematan pajak (Safelia, 2012).

Berdasarkan jenis asetnya, investasi dibagi menjadi dua yaitu ; pertama, investasi pada aktiva nyata

atau ril seperti tanah, rumah, pembangunan pabrik, dan juga emas. Kedua, investasi keuangan seperti tabungan, deposito, saham atau ekuitas serta obligasi (Rofiq dan Santoso, 2015). Produk-produk keuangan tersebut dapat diperoleh melalui pasar modal dan salah satu produk keuangan yang sedang populer dan ramai diperbincangkan saat ini adalah reksadana. Menurut Undang-Undang Nomor 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal, reksadana merupakan wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi.

Reksadana begitu populer karena reksadana merupakan salah satu pilihan investasi bagi investor yang tidak mempunyai banyak waktu, pengetahuan tentang investasi dan juga keahlian dalam memperhitungkan resiko (Dwiprakasa dan Dharmastuti, 2016). Reksadana merupakan solusi bagi orang-orang yang mempunyai pengetahuan yang terbatas serta tidak memiliki banyak waktu untuk menganalisis investasi yang dilakukan. Selain itu, investasi pada reksadana bisa dikatakan sangatlah mudah dan tidak membutuhkan banyak biaya dengan

minimum pembelian sebesar Rp.100.000 (seratus ribu rupiah).

Ada banyak manfaat yang dapat di terima oleh investor saat menginvestasikan dana yang dimiliki pada reksadana. Pertama, reksadana merupakan produk investasi yang menganut sistem diversifikasi investasi dan penyebaran resiko. Dana yang diperoleh dari reksadana tersebut diinvestasikan ke beberapa instrument investasi sehingga terciptanya penyebaran resiko dan tidak hanya bergantung pada satu instrument investasi saja. Kedua, biaya yang dibutuhkan untuk berinvestasi pada reksadana cenderung sangat kecil, karena dikelola oleh manajemen yang professional sehingga terciptanya efisiensi dalam pengelolaan reksadana. Ketiga, investor yang berinvestasi pada reksadana dapat dengan mudah memonitor perkembangan investasinya karena tiap minggu reksadana akan mengumumkan nilai asetnya. Keempat, sangat likuid. Jika investor ingin menjual reksadana tersebut maka perusahaan penerbit reksadana wajib membeli kembali reksadana tersebut dengan harga yang berlaku. Kelima, pengelolaan secara profesional. Investor sering kali mempunyai informasi yang terbatas serta kemampuan analisis yang terbatas. Dengan berinvestasi pada reksadana, dana yang dimiliki oleh investor dikelola oleh seorang manajer investasi yang handal dan professional serta memiliki akses informasi yang lebih luas sehingga membantu dalam pengambilan keputusan. Terakhir, kesempatan investasi yang merata.

Banyak investor beranggapan bahwa untuk berinvestasi pada pasar modal membutuhkan biaya yang cukup besar. Dengan berinvestasi pada reksadana, investor yang memiliki dana yang terbatas dapat menginvestasikan dana yang dimilikinya pada pasar modal (Wibowo, 2011). Reksadana di Indonesia pertamakali di perkenalkan oleh PT. Danareksa pada tahun 1976 yang disebut Sertifikat Danareksa. Kemudian pada tahun 1995, berdiri sebuah reksadana tertutup yaitu PT BDNI Reksadana. Pada tahun 1996 reksadana telah berkembang menjadi 25 reksadana terbuka dan sekarang investor sudah bisa memilih lebih dari 1000 reksadana yang tersedia pada tahun 2017 (Bareksa.com). Jumlah reksadana yang terus meningkat hingga sekarang menunjukkan bahwa investasi pada reksadana cukup diminati oleh masyarakat Indonesia. Reksadana memberikan alternatif pilihan resiko maupun imbal hasil pada investor serta kemudahan dalam memilikinya.

Investor yang melakukan investasi pada reksadana akan mendapatkan bukti pembelian

reksadana yang di sebut unit penyertaan (UP). Investor yang tidak ingin memiliki reksadana tersebut dapat langsung menjualnya dan wajib dibeli oleh manajer investasi berdasarkan harga yang berlaku. Karena tingginya minat masyarakat Indonesia terhadap reksadana cukup tinggi dan banyaknya reksadana yang tersedia di Indonesia, investor harus mampu memilah-milah dan mengevaluasi reksadana yang mempunyai kinerja yang tinggi sehingga mampu menghasilkan keuntungan bagi investor.

Salah satu alat atau indikator yang dapat digunakan untuk mengukur kinerja sebuah reksadana adalah Sharpe Measure. Model Sharpe adalah alat yang digunakan untuk mengukur kinerja reksadana dengan memperhitungkan imbal hasil lebih atau excess return dan membaginya dengan standar deviasi (Rofiq dan Santoso, 2015). Semakin tinggi nilai dari model sharpe tersebut, semakin tinggi juga kinerja dari sebuah portofolio.

Selain investor harus mampu menilai kinerja reksadana, investor juga harus mengerti faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi kinerja sebuah reksadana. Fund Size merupakan total aset atau banyaknya dana kelolaan yang dikumpulkan oleh manajer investasi atau sering di sebut juga AUM (Asset Under Management) (Satrio dan Mahfud, 2016). Ukuran reksadana diukur dari nilai aset bersih yang dikelola oleh manajer investasi. Skala ekonomis dapat diperoleh dengan mudah jika reksadana mempunyai ukuran aset yang semakin besar (Dwiprakasa dan Dharmastuti, 2016).

Hasil penelitian dari Satrio dan Mahfud (2016) menunjukkan bahwa reksadana yang mempunyai hubungan positif dengan kinerja reksadana. Manajer investasi yang mengelola reksadana dengan total aset yang besar mempunyai kesempatan-kesempatan dari segi investasi maupun volume perdagangan yang tinggi. Kinerja reksadana juga dipengaruhi oleh seberapa aktif seorang manajer investasi dalam melihat peluang-peluang yang ada dan seberapa aktif manajer investasi dalam aktivitas perdagangan hal ini biasa disebut portofolio turnover. Aktivitas trading yang dilakukan oleh manajer investasi merupakan hal yang sangat penting mengingat terdapat biaya transaksi yang dapat mengurangi pendapatan dari sebuah investasi (Reid dan Millar, 2004). Penelitian dari Dwiprakasa dan Dharmastuti (2016) menunjukkan bahwa reksadana yang mempunyai kinerja reksadana yang baik cenderung mempunyai tingkat aktivitas perdagangan yang tinggi.

Resiko menjadi pertimbangan yang cukup penting bagi investor dalam berinvestasi pada reksadana. Dalam berinvestasi pada reksadana, resiko merupakan hal yang tidak bisa di hindari oleh investor (See dan Jusoh, 2012). Menurut Putri dan Haryanto (2014), resiko dalam reksadana adalah keuntungan yang diharapkan tidak sesuai dengan yang diharapkan dikarenakan ada faktor-faktor lain yang menyebabkan hal itu terjadi. Penelitian yang dilakukan See dan Jusoh (2012) menunjukkan bahwa resiko mempunyai pengaruh secara positif dan signifikan terhadap kinerja reksadana. Hasil ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Chang (2004) yang menunjukkan bahwa reksadana dengan aset yang kecil dan beta yang kecil cenderung memberikan imbal hasil yang lebih besar kepada investor.

Fund Objective merupakan tujuan yang telah ditetapkan oleh manajer investasi dalam mengelola sebuah reksadana. Tiap reksadana mempunyai tujuan investasi yang berbeda-beda. Reksadana yang mempunyai pertumbuhan yang sangat agresif cenderung mempunyai resiko yang tinggi karena dana yang dikelola tersebut diinvestasikan pada aset-aset yang mempunyai tingkat volatilitas yang tinggi. Menurut Low (2007), reksadana yang mempunyai tujuan pertumbuhan yang agresif cenderung mempunyai biaya operasional yang tinggi karena membutuhkan banyak riset-riset serta pengelolaan secara aktif. Selain total Aset, tingkat perputaran portofolio, resiko dan fund objective ada dua hal lain yang cukup penting dalam mempengaruhi kinerja sebuah reksadana yaitu umur reksadana dan biaya operasional reksadana.

Fund Age atau umur reksadana merupakan waktu yang telah dilewati oleh reksadana dari sejak pertama kali reksadana diperdagangkan hingga berakhirnya (Dwiprakasa dan Dharmastuti, 2016). Umur reksadana menjadi pertimbangan penting yang dapat menentukan kinerja sebuah reksadana. Reksadana yang mempunyai umur yang relatif muda cenderung menghadapi masalah pembiayaan yang tinggi (See dan Jusoh, 2012). Penelitian dari Satrio dan Mahfud (2016) menunjukkan bahwa umur reksadana yang semakin lama mempunyai kinerja yang semakin baik. Hal ini terjadi karena semakin besar umur reksadana, semakin berpengalaman manajer investasi yang mengelola reksadana tersebut. Hal terakhir yang cukup penting dan dapat mempengaruhi kinerja reksadana adalah biaya yang dibutuhkan untuk mengelola sebuah reksadana tersebut yaitu biaya operasional reksadana atau expense ratio. Expense ratio

atau biaya operasional reksadana merupakan biaya-biaya yang dibutuhkan untuk operasional reksadana dan mendukung kegiatan dari reksadana seperti biaya manajer investasi, biaya promosi, dan biaya administrasi guna melayani investor (Putri dan Haryanto, 2014).

Reksadana yang dikelola secara aktif cenderung membutuhkan lebih banyak biaya dibandingkan dengan reksadana yang dikelola secara pasif. Tingginya biaya reksadana menunjukkan bahwa investor cenderung membayar lebih banyak uang untuk pembiayaan riset-riset reksadana (See dan Jusoh, 2012).

## **2. Tinjauan Pustaka dan Pengembangan Hipotesis**

Investasi merupakan penundaan konsumsi yang dilakukan untuk kehidupan yang lebih baik di masa yang akan datang dengan mengalokasikan dana yang dimiliki saat ini ke aset-aset produktif selama beberapa periode waktu tertentu untuk mendapatkan keuntungan (Rofiq dan Santoso, 2015).

Menurut Safelia (2012), dari segi ruang lingkup usahanya, investasi dapat dibagi menjadi dua yaitu investasi pada aset nyata atau ril seperti pendirian pabrik, hotel, restoran, perkebunan, dan, investasi pada aktiva keuangan seperti surat-surat berharga yang berupa ekuitas (saham) dan obligasi. Menurut Tandelilin (2010 :9-11) ada tiga dasar keputusan investasi yang harus dipertimbangkan oleh investor. Pertama, return atau imbal hasil investasi. Investor yang melakukan investasi sudah sewajarnya menuntut akan return atas dana yang telah diinvestasikan dirinya karena investor tersebut sudah kehilangan kesempatan investasi-investasi yang lain serta resiko akan adanya penurunan nilai mata uang atau inflasi. Kedua, resiko atau kemungkinan terjadinya return yang diharapkan tidak sesuai dengan return yang terealisasi dan yang terakhir adalah hubungan antara imbal hasil dan resiko. Investor harus mempertimbangkan resiko yang mampu dia tanggung, sering kali investasi dengan resiko yang tinggi akan memberikan imbal hasil yang tinggi begitu juga sebaliknya, vise versa.

Teori portofolio pertama kali diperkenalkan oleh Harry Markowitz (1952). Portofolio merupakan kumpulan investasi yang dilakukan pada berbagai macam aset seperti saham, obligasi, future contract, opsi, real estate, berlian, emas, tabungan dan aset lainnya yang mempunyai jangka waktu, imbal hasil serta resiko yang berbeda-beda (Safelia, 2012).

Menurut Samsul (2006:301), Portofolio merupakan investasi dalam berbagai instrument

keuangan atau di sebut juga diversifikasi. Saat berinvestasi, investor berhadapan dengan ketidakpastian bahwa return yang didapatkan akan sama dengan yang diharapkan. Menurut Tandelilin (2010: 116) ada beberapa prinsip dalam diversifikasi yaitu ; 1. Diversifikasi Random merupakan salah satu cara dalam menurunkan resiko dalam berinvestasi. Investasi dilakukan secara acak pada berbagai macam instrumen investasi. Investor yang melakukan diversifikasi secara random dan tidak memperdulikan jenis- jenis aset yang ada dalam portofolio mereka, semakin banyak aset yang masuk ke dalam resiko semakin besar manfaat penurunan resiko yang diperoleh.

2. Diversifikasi Markowitz mempertimbangkan hubungan atau korelasi antar aset yang ada didalam portofolio. Untuk melakukan diversifikasi markowitz, ada dua hal yang harus dipertimbangkan oleh investor yaitu koefisien korelasi dan kovarians. Koefisien korelasi merupakan ukuran statistik yang menunjukkan pergerakan relative antar dua variabel sedangkan kovarians merupakan ukuran absolut yang menunjukkan sejauh mana harga dari suatu sekuritas berkaitan dengan sekuritas lain.

Reksadana Menurut Undang- Undang Pasar Modal nomor 8 tahun 1995 pasal 1 ayat 27, reksadana adalah wadah yang digunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal dan selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi. Menurut Manurung (2008:7), berdasarkan jenis investasinya, reksadana dapat dikelompokkan ke dalam empat jenis yaitu: 1. Reksadana pasar uang, merupakan reksadana yang menempatkan 100% dana kelolaan pada instrument pasar uang seperti deposito, sertifikat Bank Indonesia dan surat hutang jangka panjang yang mempunyai jangka waktu tersisa kurang dari satu tahun. Reksadana ini mempunyai tingkat resiko yang paling kecil dan return yang rendah. 2. Reksadana obligasi, merupakan reksadana yang menginvestasikan dananya minimal 80% dari dana kelolaan ke dalam efek-efek yang bersifat utang (jangka panjang). Reksadana pendapatan tetap mempunyai resiko yang relatif rendah dan imbal hasil yang cukup. 3. Reksadana saham, merupakan reksadana yang menempatkan investasinya minimal 80% dari dana kelolaan ke dalam efek yang bersifat ekuitas (saham). Reksadana saham mempunyai imbal hasil dan resiko yang paling tinggi dibandingkan jenis reksadana lainnya dan resiko yang cukup terkendali 4. Reksadana campuran, merupakan reksadana yang menginvestasikan dana kelolaan ke dalam efek-efek yang bersifat utang dan ekuitas serta pasar uang.

Reksadana ini merupakan reksadana yang paling fleksibel dari antara yang lain.

Dengan berinvestasi pada reksadana, investor mendapatkan beberapa manfaat. Pertama, reksadana merupakan produk investasi yang menganut sistem diversifikasi investasi dan penyebaran resiko. Dana yang diperoleh dari reksadana tersebut diinvestasikan ke beberapa instrumen investasi sehingga terciptanya penyebaran resiko dan tidak hanya bergantung pada satu instrument investasi saja. Kedua, biaya yang dibutuhkan untuk berinvestasi pada reksadana cenderung sangat kecil, karena dikelola oleh manajemen yang professional sehingga terciptanya efisiensi dalam pengelolaan reksadana. Ketiga, investor yang berinvestasi pada reksadana dapat dengan mudah memonitor perkembangan investasinya karena tiap minggu reksadana akan mengumumkan nilai asetnya. Keempat, sangat likuid. Jika investor ingin menjual reksadana tersebut maka perusahaan penerbit reksadana wajib membeli kembali reksadana tersebut dengan harga yang berlaku. Kelima, pengelolaan secara profesional. Investor sering kali mempunyai informasi yang kurang luas serta kemampuan analisis yang terbatas. Dengan berinvestasi pada reksadana, dana yang dimiliki oleh investor dikelola oleh seorang manajer investasi yang handal dan professional serta memiliki akses informasi yang lebih luas sehingga membantu dalam pengambilan keputusan. Terakhir, kesempatan investasi yang merata. Banyak investor beranggapan bahwa untuk berinvestasi pada pasar modal membutuhkan biaya yang cukup besar. Dengan berinvestasi pada reksadana, investor yang memiliki dana yang terbatas dapat menginvestasikan dana yang dimilikinya pada pasar modal (Wibowo, 2011).

Selain reksadana mempunyai banyak manfaat, reksadana juga mengandung resiko. Ada empat aspek mengapa reksadana disebut produk investasi beresiko menurut Manurung (2008:58-62). Pertama, dana yang diperoleh dari masyarakat diinvestasikan pada beberapa jenis efek. Tiap instrumen investasi mempunyai jangka waktu, imbal hasil serta resiko yang berbeda-beda. Kedua, kumpulan efek tersebut sangat bervariasi dan masing-masing instrument mempunyai tingkat imbal hasil yang berbeda sehingga sangat susah menentukan tingkat pengembalian sebuah portofolio. Ketiga, arus kas yang tidak pasti. Arus kas dalam reksadana merupakan selisih dana yang masuk dan keluar. Reksadana mempunyai arus kas yang berubah-ubah tiap waktu karena investor yang berinvestasi pada reksadana tidak mempunyai ikatan untuk menentukan jangka waktu investasi. Keempat, keahlian dari manajer

investasi. Alokasi aset, pemilihan aset serta market timing merupakan skill yang harus dimiliki seorang manajer investasi. Jika seorang manajer investasi tidak memiliki ketiga keahlian ini maka resiko portofolio akan menjadi semakin besar dan return portofolio akan semakin susah ditentukan.

Kinerja Reksadana menurut Rofiq dan Santoso (2015), terdapat tiga model perhitungan imbal hasil sesuai resiko (risk-adjusted return) yang dapat digunakan yaitu; 1. *Reward to Variability Ratio* (Sharpe Measure), dalam model perhitungan Sharpe, kinerja dari sebuah portofolio reksadana diukur dengan cara membagi excess return (imbal hasil lebih) sebuah portofolio dengan resiko atau variabilitas imbal hasil yaitu standar deviasi. Nilai model Sharpe yang semakin besar menandakan kinerja sebuah portofolio tersebut semakin baik. Berikut formula untuk menghitung model Sharpe:

$$RVAR = TRp - Rbr \sigma p$$

Dimana,

RVAR = Reward to Variability Ratio

TRp = Rata-rata tingkat pengembalian portofolio selama periode tertentu

Rbr = Rata-rata tingkat bunga bebas resiko dalam periode tertentu

$\sigma p$  = Standar Deviasi dari tingkat pengembalian portofolio

2. *Reward to Volatility Ratio* (Treynor Measure), dalam model perhitungan Treynor, kinerja dari sebuah portofolio reksadana diukur dengan cara membagi imbal hasil lebih portofolio (excess return) dengan resiko portofolio yang dinyatakan dalam beta. Perhitungan model Treynor, hampir mirip dengan perhitungan dengan model Sharpe, pembedanya adalah jika model Sharpe imbal hasil lebih portofolio dibagi dengan standar deviasi sebuah portofolio sedangkan model Treynor dibagi dengan beta portofolio. Berikut formula untuk mengukur model Treynor :  $RVOL = TRp - Rbr \beta p$

Dimana,

RVOL = Reward to Volatility Ratio

TRp = Rata-rata tingkat pengembalian portofolio selama periode tertentu

Rbr = Rata-rata tingkat bunga bebas resiko dalam periode tertentu

$\beta p$  = Resiko sistematis dari sebuah portofolio

3. *Differential Return Measure* (Jensen's Alpha), dalam model perhitungan Jensen, kinerja dari sebuah

portofolio reksadana diukur dengan cara menghitung nilai intersep sebuah portofolio. Intersep tersebut dapat dihitung dengan menghitung penyimpangan yang terjadi antara perbedaan return portofolio terhadap return pada garis SML (security market line) meskipun resiko sebuah portofolio tersebut sama. Berikut formula untuk mengukur model Jensen:

$$\alpha p = (TRp - RBr) - \beta p(Rm - Rbr)$$

Dimana,

$\alpha p$  = Pengukuran model Jensen

TRp = Rata-rata tingkat pengembalian portofolio selama periode tertentu

Rbr = Rata-rata tingkat bunga bebas resiko dalam periode tertentu

Rm = Rata-rata tingkat pengembalian pasar

$\beta p$  = Resiko sistematis dari sebuah portofolio

Total Aset Reksadana atau sering disebut juga fund size merupakan dana kelolaan yang dikumpulkan dari masyarakat dan dikelola oleh manajer investasi (Satrio dan Mahfud, 2016). Ukuran reksadana dapat diukur dengan melihat nilai aset bersih dalam kelolaan atau Asset Under Management (AUM). Ukuran reksadana yang semakin besar akan memberikan keuntungan yaitu dapat dengan mudah terciptanya skala ekonomis. Reksadana yang mempunyai ukuran yang besar memiliki volume transaksi yang cukup tinggi, dengan adanya volume yang cukup tinggi tersebut menyebabkan biaya komisi pembelian untuk broker dapat ditekan lebih rendah (Dwiprakasa dan Dharmastuti, 2016). Selain biaya komisi dapat ditekan, reksadana yang mempunyai aset yang besar mendapatkan keuntungan dari segi peluang investasi serta biaya yang dibebankan pada investor akan semakin rendah (Satrio dan Mahfud, 2016).

Tingkat Perputaran Portofolio Reksadana Tingkat Perputaran portofolio reksadana atau portofolio turnover merupakan pengukuran yang digunakan untuk seberapa sering aset aset yang ada di reksadana diperjual-belikan oleh manajer investasi (Satrio dan Mahfud, 2016). Perputaran reksadana merupakan alat ukur yang digunakan untuk melihat seberapa aktif seorang manajer investasi dan bagaimana kebijakan strategi investasi dari seorang manajer investasi (Dwiprakasa dan Dharmastuti, 2016). Manajer investasi yang sangat sering dalam melakukan jual beli atau trading dalam portofolionya dipercaya lebih sukses dibandingkan dengan manajer investasi yang tidak aktif dalam perdagangan. Hal ini dikarenakan manajer investasi yang aktif dalam perdagangan dapat

menyesuaikan portofolionya dengan keadaan pasar sehingga dapat memberikan return yang lebih tinggi (See dan Jusoh, 2012).

Risiko merupakan kemungkinan terjadinya penyimpangan hasil dari sebuah harapan dan dalam investasi merupakan ketika keuntungan yang diharapkan oleh investor tidak sesuai dengan yang diharapkan atau dijanjikan (Putri dan Haryanto, 2014). Dalam hal ini resiko dalam berinvestasi reksadana adalah kemungkinan kerugian yang dapat dihasilkan oleh reksadana karena penurunan nilai asetnya atau Nilai Aktiva Bersih (NAB). Dalam berinvestasi pada reksadana, resiko merupakan hal yang tidak mungkin dapat dihindari namun hanya bisa diminimalisir.

Menurut See dan Jusoh (2012), ada dua cara dalam mengukur resiko dari reksadana yaitu dengan memperhitungkan Beta dan standar deviasi. Beta merupakan pengukuran resiko sistematis sebuah portofolio jika dibandingkan dengan pasar. Beta yang mempunyai nilai dari 1 (satu) menunjukkan portofolio tersebut mempunyai resiko yang lebih tinggi dibandingkan dengan pasar. Berikut formula untuk mengukur sebuah Beta;

$$\beta_i = \frac{COV(R_i, R_m)}{VAR(R_m)}$$

Dimana,

COV (R<sub>i</sub>, R<sub>m</sub>) = Kovarians antara return dari aset/portofolio i dengan return pasar m

VAR (R<sub>m</sub>) = Varians dari market

$\beta_i$  = Hasil estimasi resiko sistematis dari aset/portofolio i

Sedangkan standar deviasi dari sebuah portofolio digunakan untuk mengukur resiko sebuah portofolio dengan cara membandingkan hubungan pergerakan harga sebuah portofolio dengan rata-rata imbal hasil portofolio. Berikut formula cara mengukur standar deviasi ;

$$\sigma \text{ per annum} = \sigma \sqrt{T}$$

Dimana,

$\sigma$  = Standar deviasi harian

T = Jumlah trading setiap tahun

Penggunaan beta maupun standar deviasi bergantung bagaimana seorang investor memberlakukan investasinya. Jika seorang investor menginvestasikan dana yang dimilikinya ke dalam beberapa portofolio aset yang berbeda maka beta merupakan pengukuran yang tepat, begitu juga sebaliknya.

Fund Objective merupakan tujuan yang telah ditetapkan oleh manajer investasi dalam mengelola

sebuah reksadana. Tiap reksadana mempunyai tujuan investasi yang berbeda-beda bergantung dengan kebutuhan. Setelah ditetapkannya tujuan reksadana, seorang manajer investasi akan mengalokasikan dana yang sudah dihimpun ke aset-aset yang dapat membantu manajer investasi dalam menggapai tujuan investasi tersebut.

Terdapat beberapa grup dalam pengklafikasian tujuan reksadana, seperti pertumbuhan tinggi, pertumbuhan, pendapatan dan pertumbuhan dan pendapatan. Reksadana yang mempunyai tujuan untuk mencapai pertumbuhan yang tinggi cenderung mengeluarkan banyak biaya, hal ini dikarenakan manajer investasi cenderung aktif dan sering melakukan riset (Low, 2007).

Dalam mengelola sebuah reksadana, dibutuhkan seorang manajer investasi yang ahli dan handal agar reksadana dapat memberikan kinerja yang baik kepada investor. Untuk merekrut seorang manajer investasi yang handal dibutuhkan biaya yang cukup tinggi dan biaya itu akan tercermin pada expense ratio reksadana. Menurut Putri dan Haryanto (2014), expense ratio merupakan biaya-biaya yang dibutuhkan untuk operasional reksadana dan mendukung kegiatan dari reksadana seperti biaya manajer investasi, biaya promosi, dan biaya administrasi guna melayani investor. Menurut Wongsurawat (2011), biaya operasional reksadana merupakan cerminan biaya-biaya yang dibebankan pada aset reksadana.

Menurut Dwiprakasa dan Dharmastuti (2016), expense ratio reksadana dapat dirumuskan sebagai berikut;

$$\text{Expense Ratio} = \frac{\text{Total biaya reksadana}}{\text{Jumlah aset reksadana}}$$

Biaya operasional reksadana dibebankan kepada investor secara tahunan dan keuntungan yang diterima oleh investor merupakan keuntungan bersih setelah dipotong oleh biaya-biaya tersebut yang tercermin dari Nilai Aktiva Bersih (NAB).

Penelitian dari Geranio dan Zannoti (2005) menunjukkan bahwa total aset reksadana berpengaruh negatif signifikan terhadap total biaya reksadana. Reksadana yang mempunyai jumlah dana kelolaan yang lebih besar cenderung dapat dengan mudah mendapatkan skala ekonomis.. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan Low (2007) bahwa reksadana yang mempunyai jumlah aset yang besar mempunyai biaya operasional reksadana yang rendah yang menunjukkan terjadinya skala ekonomis. Reksadana yang mempunyai total aset yang besar jarang melakukan aktivitas jual-beli ataupun trading

yang dapat dilihat dari hasil hubungan yang negatif antara reksadana yang mempunyai aset yang besar dengan tingkat perputaran portofolio reksadana. Hasil kedua penelitian ini juga didukung oleh Satrio dan Mahfud (2016) yang menyatakan bahwa reksadana yang mempunyai jumlah aset yang besar mempunyai kelebihan dari sisi volume perdagangan yang tinggi serta peluang- peluang investasi yang akan berdampak pada penurunan biaya yang akan dibebankan pada investor.

Semakin sering seorang manajer investasi melakukan jual-beli dalam portofolionya, semakin besar biaya yang timbul akibat transaksi tersebut (Satrio dan Mahfud, 2016). Hal ini sejalan dengan penelitian dari Low (2007) yang menunjukkan bahwa tingkat perputaran portofolio reksadana mempunyai pengaruh yang positif signifikan terhadap biaya operasional reksadana. Menurut Low (2007), semakin sering sebuah portofolio ditransaksikan semakin tinggi juga biaya riset yang harus dikeluarkan dan hal tersebut akan memicu meningkatnya biaya operasional reksadana. Selain itu penelitian dari Malhotra dan McLeod (1997) juga menemukan bahwa tingkat perputaran yang tinggi dapat memicu biaya operasional yang tinggi karena saham-saham yang ada dalam portofolio aktif diperjual-belikan.

Penelitian dari Low (2007) menemukan bahwa resiko yang diukur dengan beta berpengaruh negatif terhadap biaya manajemen reksadana, hal ini mengindikasikan bahwa reksadana yang mempunyai tingkat volatilitas yang tinggi mempunyai biaya manajemen yang rendah. Reksadana yang mempunyai tingkat volatilitas yang tinggi dan mempunyai biaya operasional yang rendah mengindikasikan bahwa manajer investasi yang mengelola reksadana tersebut hanya melakukan trading pada portofolio saat pasar sedang mengalami fase bullish atau uptrend.

Menurut Low (2007), Reksadana yang mempunyai tujuan untuk mendapatkan pertumbuhan yang tinggi cenderung akan mengeluarkan banyak biaya untuk melakukan aktivitas riset serta aktivitas investasi. Semakin sering manajer investasi melakukan aktivitas investasi (trading) dalam portofolionya, dapat menimbulkan semakin besar juga biaya yang timbul akibat aktivitas dari transaksi tersebut (Satrio dan Mahfud, 2016)

Reksadana dengan aset yang besar dapat dengan mudah mencapai skala ekonomisnya sehingga biaya-biaya yang dibebankan pada investor akan semakin kecil serta mempunyai pengaruh positif terhadap kinerja reksadana ( Satrio dan Mahfud, 2016).

Hal ini sejalan dengan penelitian dari Dwiprakasa dan Dharmastuti (2016) yang menemukan pengaruh positif antara ukuran reksadana dengan kinerja reksadana, ukuran reksadana yang besar dapat memudahkan manajer investasi untuk melakukan riset-riset yang lebih baik serta dapat memilih manajer investasi yang lebih handal.

Penelitian dari See dan Jusoh (2012) menemukan hasil yang berbeda bahwa ukuran reksadana tidak memberikan pengaruh terhadap kinerja reksadana. Penelitian See dan Jusoh (2012) juga sejalan dengan penelitian dari Utami dan Dharmastuti (2014) yang menunjukkan bahwa jumlah dana kelolaan pada reksadana tidak mempengaruhi kinerja reksadana campuran.

Penelitian dari Dwiprakasa dan Dharmastuti (2016) menemukan hasil bahwa perputaran portofolio pada reksadana memberikan pengaruh positif terhadap kinerja reksadana, hal ini dapat terjadi karena manajer investasi yang sering melakukan riset-riset cenderung secara aktif mencari harga saham yang dihargai rendah dan membuat manajer investasi tersebut aktif secara perdagangan untuk memperoleh keuntungan dari informasi-informasi yang dimilikinya. Hal berbeda ditemukan oleh See dan Jusoh (2012) yang menemukan bahwa tingkat perputaran portofolio reksadana tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kinerja dari reksadana.

Manajer investasi membutuhkan biaya yang cukup besar untuk melakukan riset- riset dan melakukan aktivitas transaksi (Satrio dan Mahfud, 2016). Hal ini sejalan dengan penelitian dari See dan Jusoh (2012) yang menemukan bahwa biaya manajemen mempunyai pengaruh positif terhadap kinerja reksadana. Berbeda dengan hasil dari penelitian dari Putri dan Haryanto (2014) yang menemukan bahwa biaya operasional reksadana berpengaruh negatif terhadap kinerja reksadana. Hasil penelitian ini juga didukung oleh penelitian dari Dwiprakasa dan Dharmastuti (2016) yang menemukan bahwa biaya operasional reksadana berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja reksadana. Reksadana yang mempunyai biaya operasional yang tinggi secara tidak langsung akan dapat mengikis keuntungan yang di dapatkan oleh investor.

Penelitian dari See dan Jusoh (2012) menemukan hasil bahwa resiko berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja reksadana. Penelitian yang dilakukan oleh Putri dan Haryanto (2014) juga menemukan bahwa resiko berpengaruh secara positif terhadap kinerja reksadana. Penelitian ini juga sejalan

dengan Nurcahya dan Bandi (2010) yang menemukan bahwa reksadana yang mempunyai resiko yang tinggi memberikan kinerja yang lebih baik. Berbeda dengan hasil penelitian yang ditemukan oleh Chang (2004), bahwa reksadana yang mempunyai beta serta standar deviasi yang kecil justru memberikan return yang lebih tinggi daripada reksadana yang mempunyai resiko yang lebih besar.

Fund Objective merupakan tujuan investasi mengelola sebuah reksadana. Menurut Low (2007), Fund Objective terdiri dari beberapa klasifikasi yaitu reksadana agresif yang meliputi pertumbuhan dan pertumbuhan yang tinggi. Sisanya yaitu reksadana dengan tujuan pendapatan dan pertumbuhan dan yang terakhir adalah pertumbuhan. Reksadana yang mempunyai tujuan agresif (pertumbuhan dan pertumbuhan tinggi), mengalokasikan asetnya pada aset-aset yang mempunyai tingkat volatilitas yang tinggi contohnya seperti saham. Investasi pada portofolio saham mempunyai resiko yang cukup tinggi sehingga tentunya investor yang menginvestasikan dananya pada reksadana yang mempunyai tujuan untuk memperoleh pertumbuhan yang tinggi akan mengharapkan return atau performa reksadana yang tinggi juga.

### 3. Metode Penelitian

Jenis penelitian yang dilakukan adalah penelitian kuantitatif. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini sebagai berikut: 1. Variabel Independen, yaitu: TA : Logaritma dari Total Asset; PT: Perputaran Reksadana RISK: Resiko FO: Fund Objective 2. Variabel Mediasi, yaitu: ER: Biaya operasional reksadana (Expense Ratio) 3. Variabel Dependen, yaitu: SI: Kinerja reksadana dengan menggunakan Sharpe Method.

Definisi operasional variabel adalah sebagai berikut:

1. Total aset reksadana atau fundsize merupakan jumlah total dana kelolaan yang di kumpulkan dari masyarakat dan dikelola oleh manajer investasi (Satrio dan Mahfud, 2016). Ukuran reksadana dapat diukur dengan cara melihat nilai aset bersih dalam kelolalaan atau Asset Under Management (AUM).
2. Total aset dapat diukur dengan cara sebagai berikut: Total Aset = Log Net Asset Under Management
3. Tingkat Perputaran Portofolio Reksadana merupakan perbandingan antara nilai aset yang diperjual belikan dibandingkan dengan nilai aset bersihnya. Perputaran reksadana sering dijadikan untuk mengukur seberapa aktif seorang manajer investasi dalam mengelola portofolio reksadana

(Satrio dan Mahfud, 2016). Perputaran reksadana dapat dihitung dengan cara sebagai berikut:

Tingkat Perputaran Portofolio Reksadana =  
Perdagangan dari suatu Portofolio Nilai aset dari portofolio

4. Resiko Reksadana Resiko yang digunakan dalam mengukur resiko reksadana adalah beta. Beta adalah pengukuran yang digunakan untuk mengukur resiko sistematis dari suatu saham ataupun sebuah portofolio. Resiko sistematis dapat diukur dengan formula sebagai berikut :

$$\beta_i = \frac{COV(R_i, R_m)}{VAR(R_m)}$$

Dimana,

COV (R<sub>i</sub>, R<sub>m</sub>)= Covariance antara return reksadana i dengan return pasar

VAR (R<sub>m</sub>) = Varians dari market

$\beta_i$  = Resiko sistematis pada reksadana i

5. Fund Objective merupakan tujuan yang telah ditetapkan oleh manajer investasi dalam mengelola sebuah reksadana. FO diwakilkan dengan variabel dummy. FO diberi nilai 1 jika reksadana mempunyai pertumbuhan yang agresif dan angka 0 untuk lainnya. Reksadana yang agresif ditentukan berdasarkan tingkat return reksadana. Jika tingkat return reksadana lebih tinggi dari pada rata-rata return reksadana pada tahun penelitian reksadana maka reksadana tersebut dikatakan agresif.
6. Biaya Operasional Reksadana: Biaya operasional reksadana atau Expense Ratio merupakan rasio beban yang membandingkan semua biaya operasional termasuk biaya manajemen, biaya administrasi, biaya operasi dan semua biaya lainnya. Expense Ratio dapat diperoleh dengan cara sebagai berikut : Expense Ratio = Total biaya reksadana / Jumlah aset reksadana
7. Kinerja Reksadana: Metode Sharpee atau dikenal juga dengan istilah RVAR (Reward to Variability Ratio) digunakan untuk mengukur kinerja reksadana dengan menghitung excess return portofolio dengan deviasi standar atau resikonya. Tujuan dari evaluasi kinerja berdasarkan indeks sharpe adalah untuk mengukur sejauh mana diversifikasi portofolio optimal dalam hal ini reksadana dapat menghasilkan keuntungan dengan resiko tertentu. Metode Sharpe digunakan karena Sharpe membandingkan kinerja reksadana dengan resiko reksadana yaitu standar



deviasi, sedangkan metode yang lain menggunakan beta. Dalam penelitian ini, beta juga digunakan sebagai variabel pengujian lainnya. Model Sharpe dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$RVAR = TRp - Rbr \sigma p$$

Dimana,

RVAR = Reward to Variability Ratio

TRp = Rata-rata tingkat pengembalian portofolio selama periode tertentu

Rbr = Rata-rata tingkat bunga bebas resiko dalam periode tertentu

$\sigma p$  = Standar Deviasi dari tingkat pengembalian portofolio

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data tersebut diperoleh dari : 1. OJK (Otoritas Jasa Keuangan) ([www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id)) untuk melihat manajer investasi yang mengolah reksadana dan resmi terdaftar di OJK. 2. Tingkat Risk Free menggunakan suku bunga acuan Bank Indonesia yang didapatkan dari situs resmi Bank Indonesia ([www.BI.go.id](http://www.BI.go.id)) 3. Laporan keuangan reksadana yang diterbitkan oleh masing-masing asset management tiap tahun. 4. Situs terpercaya yang menyediakan harga dari reksadana seperti ([www.blomberg.com](http://www.blomberg.com)).

Populasi dari penelitian ini adalah 241 reksadana saham yang ada di Indonesia sampai dengan tahun 2016. Dalam proses pengambilan sampel, penelitian ini menggunakan metode purposive sampling dengan kriteria-kriteria sebagai berikut: 1. Reksadana merupakan reksadana resmi yang diolah oleh manajer investasi yang diakui oleh OJK (Otoritas Jasa Keuangan). 2. Reksadana mempunyai data lengkap yang dibutuhkan dalam penelitian yang dapat dilihat pada laporan keuangan reksadana. 3. Mempunyai Laporan keuangan reksadana pada tahun 2015 dan 2016.

Metode pengumpulan data yang digunakan adalah dengan cara mengumpulkan data-data historis berupa laporan prospektus reksadana yang diterbitkan oleh masing-masing emiten penerbit reksadana dan berbagai data lainnya yang diperoleh dari buku serta situs terpercaya ([www.blomberg.com](http://www.blomberg.com))

Teknik analisis data yang digunakan pada penelitian ini adalah Regresi linear. Metode ini digunakan untuk mencari besar hubungan antara total aset, tingkat perputaran portofolio reksadana, resiko dan fund objective dengan kinerja reksadana saham melalui biaya operasional sebagai variabel mediasi.

Metode Pengujian Regresi Linear digunakan untuk mencari besar hubungan antara variabel dependen dengan independen. Dalam penelitian ini, secara matematis persamaan regresi yang akan diuji adalah sebagai berikut:

$$ER = \alpha + \beta TA + \beta FO + \beta RISK + \beta PT$$

Persamaan (1)

$$SI = \alpha + \beta TA + \beta FO + \beta RISK + \beta PT + \beta ER$$

Persamaan (2)

Dimana,

TA = Logaritma dari total aset reksadana

FO = Jenis reksadana berdasarkan tujuan investasinya

RISK = Resiko reksadana dengan menggunakan Beta

PT = Perputaran Portofolio Reksadana

ER = Total Expense Ratio atau rasio biaya reksadana

SI = Kinerja Reksadana dengan metode Sharpee

Sebelum masuk dalam regresi liner, fungsi harus lolos dari uji asumsi klasik terlebih dahulu. Ada 4 hal yang harus diuji dalam asumsi klasik: normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan auto korelasi.

Pengujian hipotesis diperlukan untuk mengetahui signifikansi hasil kalkulasi dengan Regresi menggunakan Eviews. Metode pengujian yang digunakan dalam penelitian ini adalah Uji F, Uji t dan analisis koefisien determinasi (uji R<sup>2</sup>).

#### 4. Analisis dan Pembahasan

Penelitian ini menggunakan reksadana saham yang terdaftar hingga tahun 2016 sebagai sampel penelitian. Data yang digunakan dalam penelitian ini diperoleh dari laporan keuangan tahun 2016 yang di terbitkan secara resmi oleh masing-masing asset management yang mengelola reksadana.

Jumlah data yang digunakan sebanyak 71 observasi. Variabel kinerja sharpe (SI) memiliki nilai minimum sebesar -10.80579, nilai maksimum sebesar 5.596124 dengan rata-rata sebesar -1.919969 dan deviasi standar sebesar 5.58993. Variabel Portofolio turnover (PT) atau tingkat perputaran portofolio reksadana memiliki nilai minimum sebesar 0.1, nilai maksimum sebesar 5.41 dengan rata-rata sebesar -1.810845 dan deviasi standar sebesar 1.34017. Variabel expense ratio (ER) atau biaya operasional memiliki nilai minimum sebesar 0.0185, nilai maksimum sebesar 0.078 dengan rata-rata sebesar 0.04234 dan deviasi standar sebesar 0.013064. Variabel logaritma untuk

total aset (TA) memiliki nilai minimum sebesar 7.902487, nilai maksimum sebesar 16.57052 rata-rata sebesar 12.77383 dan deviasi standar sebesar 1.606798. Variabel beta (RISK) memiliki nilai minimum sebesar 0.000138, nilai maksimum sebesar 17.254 dengan rata-rata sebesar 1.18101 dan deviasi standar sebesar 2.687023. Variabel fund objective (FO) memiliki nilai minimum sebesar 0, nilai maksimum sebesar 1 dengan rata-rata sebesar 0.690141 dan deviasi standar sebesar 0.465727.

Uji Asumsi Klasik yang terdiri dari normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi telah memenuhi.

Hasil Regresi pada penelitian ini menggunakan 2 model penelitian. Kedua model perlu diuji kecocokannya dengan data penelitian. Untuk melihat apakah kedua model tersebut cocok dengan penelitian maka digunakan uji F. Hasil uji F untuk model ke 1 yaitu expense ratio (ER) memiliki nilai probabilitas F-statistik sebesar  $0.0000 < \alpha = 0.01$  sehingga model 1 cocok dengan data dan mampu menjelaskan perubahan pada expense ratio sebesar 42.05% dan 57.95% dijelaskan oleh variabel-variabel lain. Sedangkan pada model 2 yaitu sharpe (SI) memiliki nilai probabilitas F-statistik sebesar  $0.07056 < \alpha = 0.1$  sehingga model 1 cocok dengan data dan mampu menjelaskan perubahan pada kinerja sharpe sebesar 14.18% dan 85.82% dijelaskan oleh variabel-variabel lain.

Hasil uji t untuk model 1 dapat dilihat pada tabel 4.8. Melalui hasil regresi dapat disimpulkan bahwa hanya tingkat perputaran portofolio reksadana (PT) dan total aset yang di proxykan dengan logaritma total aset (TA) yang mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap expense ratio atau biaya operasional reksadana. Tingkat perputaran portofolio reksadana (PT) mempunyai  $\beta = 0.0054$  dan signifikansi pada tingkat  $\alpha = 0.01$  yang berarti tiap kenaikan 1 poin untuk expense ratio dibutuhkan penambahan tingkat perputaran portofolio reksadana sebanyak 0.0054 kali. Sedangkan logaritma total aset (TA) mempunyai  $\beta = -0.002$  dan signifikansi pada tingkat  $\alpha = 0.0024$  yang menunjukkan bahwa tiap kenaikan biaya operasional reksadana sebesar 1 poin maka dibutuhkan pengurangan total aset sebesar 0.002 poin.

Hasil uji t untuk model 2 dapat disimpulkan bahwa hanya tingkat perputaran portofolio reksadana (PT) dan total aset yang di proxykan dengan logaritma total aset (TA) yang mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap expense ratio (ER) atau biaya operasional reksadana. Tingkat perputaran portofolio reksadana (PT) mempunyai  $\beta = 1.0887$  dan signifikansi pada

tingkat  $\alpha = 0.1$  yang berarti tiap kenaikan 1.0887 poin untuk portofolio turnover atau tingkat perputaran portofolio reksadana dapat meningkatkan kinerja reksadana sebesar 1 persen.

Hasil regresi pada model 1 menunjukkan bahwa total aset (TA) yang di proxykan dengan logaritma total aset mempunyai nilai  $\beta = -0.02$  dengan probabilitas sebesar 0.0024, dari hasil tersebut maka hipotesis 1 (H1) diterima dengan tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$  yang menyatakan bahwa total aset (TA) berpengaruh negatif terhadap biaya operasional reksadana.

Tingkat Perputaran portofolio reksadana (PT) mempunyai nilai  $\beta = 0.0054$  dengan probabilitas 0.0000, dari hasil tersebut maka hipotesis 2 (H2) diterima dengan tingkat signifikansi  $\alpha = 1\%$  yang menyatakan bahwa tingkat perputaran portofolio reksadana (PT) berpengaruh positif terhadap biaya operasional reksadana (ER). Resiko (RISK) mempunyai nilai  $\beta = 0.0004$  dengan probabilitas 0.4351, dari hasil tersebut maka hipotesis 3 (H3) ditolak yang menyatakan bahwa resiko (RISK) berpengaruh negatif terhadap biaya operasional reksadana (ER). Fund Objective (FO) mempunyai nilai  $\beta = 0.0018$  dengan probabilitas 0.5031, dari hasil tersebut maka hipotesis 4 (H4) ditolak yang menyatakan bahwa fund objective (FO) berpengaruh positif terhadap biaya operasional reksadana (ER). Sedangkan hasil regresi pada model ke 2 menunjukkan hasil bahwa total aset (TA) mempunyai nilai  $\beta = 0.0199$  dengan probabilitas 0.968, dari hasil tersebut maka hipotesis 5 (H5) ditolak yang menyatakan bahwa total aset (TA) berpengaruh positif terhadap kinerja reksadana (SI). Perputaran portofolio reksadana (PT) mempunyai nilai  $\beta = 1.0887$  dengan probabilitas 0.0841, dari hasil tersebut maka hipotesis 6 (H6) diterima dengan tingkat signifikansi  $\alpha = 10\%$  yang menyatakan bahwa tingkat perputaran portofolio reksadana (PT) berpengaruh positif terhadap kinerja reksadana (SI). Biaya operasional reksadana (ER) mempunyai nilai  $\beta = 59.523$  dan probabilitas sebesar 0.3602, dari hasil tersebut maka hipotesis 7 (H7) ditolak yang menyatakan bahwa biaya operasional reksadana (ER) berpengaruh positif terhadap kinerja reksadana (SI). Resiko (RISK) mempunyai nilai  $\beta = -0.0686$  dengan probabilitas sebesar 0.8058, dari hal tersebut maka hipotesis 8 (H8) ditolak yang menyatakan bahwa resiko (RISK) berpengaruh positif terhadap kinerja reksadana. Fund Objective (FO) mempunyai nilai  $\beta = 0.6859$  dengan probabilitas 0.6359, dari hasil tersebut maka hipotesis 9 (H9) ditolak yang

menyatakan bahwa fund objective (FO) berpengaruh positif terhadap kinerja reksadana

Dari hasil penelitian ini Pada pengujian model ke-1, expense ratio atau biaya operasional reksadana dipengaruhi oleh tingkat perputaran reksadana secara positif dan signifikan. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Low (2007) yang menunjukkan bahwa tingkat perputaran portofolio reksadana mempunyai pengaruh yang positif signifikan terhadap biaya operasional reksadana. Sedangkan total aset reksadana berpengaruh negatif dan signifikan terhadap biaya operasional reksadana. Aset yang tinggi dapat membuat beban biaya menjadi menurun karena adanya efek dari skala ekonomis (Satrio dan Mahfud, 2016). Sedangkan resiko tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap biaya operasional reksadana, hal ini berbeda dengan penelitian dari Low (2007) yang menemukan bahwa reksadana yang mempunyai tingkat volatilitas return yang tinggi mempunyai biaya operasional yang rendah. Selain itu pada penelitian ini fund objective tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap biaya operasional reksadana, penelitian ini sejalan dengan penemuan dari Low(2007) yang menemukan bahwa fund objective tidak mempunyai pengaruh terhadap biaya operasional reksadana. Pada pengujian model ke-2 kinerja reksadana yang diukur dengan sharpe measure dipengaruhi oleh tingkat perputaran portofolio reksadana secara positif dan signifikan.

Temuan ini berbeda dengan hasil penelitian dari See dan Jusoh (2012) dan Satrio dan Mahfud (2016) yang menemukan bahwa tingkat perputaran portofolio reksadana tidak mempunyai pengaruh terhadap kinerja reksadana. Namun temuan ini mendukung penelitian dari Dwiprakasa dan Dharmastuti (2016) yang menemukan hasil bahwa perputaran portofolio pada reksadana memberikan pengaruh positif terhadap kinerja reksadana, hal ini dapat terjadi karena manajer investasi banyak melakukan aktivitas riset dan secara aktif mencari saham yang masih dihargai rendah. Informasi yang dimiliki oleh manajer investasi tersebut digunakan untuk mencari keuntungan dan menyebabkan manajer investasi aktif secara perdagangan.

Sedangkan untuk variabel total aset, resiko, fund objective dan biaya operasional reksadana tidak mempengaruhi kinerja reksadana. Hal ini dapat terjadi karena manajer investasi yang mengelola reksadana tersebut tidak terlalu berfokus total aset, resiko, fund objective dan biaya operasional reksadana dalam mengelola reksadana. Selama manajer investasi

tersebut mampu memanfaatkan kesempatan investasi-investasi yang ada dengan cara melakukan aktivitas trading, variabel- variabel tersebut tidaklah menjadi pertimbangan penting untuk manajer investasi. Menurut Ady dan Mulyaningtyas (2017), pasar modal di Indonesia masih dalam bentuk tingkat efisiensi lemah sehingga investor tidak akan mendapatkan keuntungan jika hanya mengandalkan informasi-informasi historis maupun pergerakan harga saham di masa lalu. Manajer investasi yang sering melakukan riset-riset dan mencari harga saham yang masih dihargai murah membuat manajer investasi dapat memberikan keuntungan yang lebih tinggi sehingga memicu aktivitas jual-beli saham (Dwiprakasa dan Dharmastuti, 2016) Variabel expense ratio atau biaya operasional reksadana tidak bisa menjadi perantara atau intervening dalam penelitian ini dikarenakan manajer investasi cenderung tidak memperhatikan biaya operasional reksadana. Investor di pasar modal Indonesia saat ini hanya sebesar 1.000.289 (tribunnews.com) dan sekitar 360.000 diantaranya adalah investor reksadana di Indonesia (kontan.co.id). Dengan rendahnya pengetahuan tentang investasi di Indonesia dan minat investasi reksadana yang cukup tinggi, Investor beranggapan bahwa investasi reksadana merupakan investasi yang cukup meyakinkan serta aman dan juga biaya manajemen reksadana saham yang cukup rendah maksimal hanya 3.5% membuat investor dalam berinvestasi reksadana tidak terlalu memperhitungkan biaya operasional tersebut. Sehingga manajer investasi yang mengelola reksadana tidak memfokuskan

dirinya untuk mengurangi biaya operasional reksadana tersebut karena itu merupakan kompensasi bagi mereka atas hal yang mereka lakukan.

Secara keseluruhan hasil penelitian ini menemukan bahwa tingkat perputaran portofolio reksadana mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap biaya operasional reksadana. Penelitian ini sejalan dengan penelitian dari Low (2007), Hal ini dapat terjadi karena tingkat aktivitas trading yang tinggi dapat menyebabkan biaya operasional reksadana yang tinggi. Selain tingkat perputaran portofolio reksadana, total aset mempunyai berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja reksadana. Reksadana yang mempunyai aset dalam jumlah besar mendapatkan keuntungan dalam pengeolaan portofolionya dan terbantu karena adanya skala ekonomis (Satrio dan Mahfud, 2016).

Hasil lain dari penelitian ini menemukan bahwa hanya hanya tingkat perputaran portofolio reksadana

yang mempunyai pengaruh positif terhadap kinerja reksadana. Reksadana yang mempunyai kinerja yang baik cenderung mempunyai tingkat aktivitas perdagangan yang tinggi (Dwiprakasa dan Dharmastuti, 2016). Selain itu, keadaan pasar modal di Indonesia masih dalam tingkat efisiensi yang lemah, sehingga manajer investasi yang mengadakan banyak riset akan mempunyai informasi-informasi yang dapat menguntungkan dirinya dan akan memicu aktivitas jual-beli portofolio. Biaya operasional reksadana tidak dapat menjadi perantara atau intervening dalam penelitian ini. Hal ini dikarenakan investor reksadana di Indonesia tidak terlalu memperdulikan biaya operasional reksadana karena literasi masyarakat Indonesia tentang investasi sangat rendah dan reksadana merupakan salah satu instrument investasi yang cukup aman dan menguntungkan. Sehingga menarik banyak perhatian investor di Indonesia. Hal ini yang membuat MI (manajer investasi) tidak berfokus pada biaya operasional reksadana karena hal tersebut merupakan kompensasi bagi mereka dalam mengelola sebuah reksadana.

## 5. Penutup

Hasil dari penelitian ini menemukan bahwa kinerja dari reksadana saham di Indonesia pada tahun 2015-2016 yang diukur dengan indeks sharpe hanya dipengaruhi oleh tingkat perputaran portofolio reksadana. Semakin tinggi tingkat perputaran portofolio dari reksadana semakin tinggi juga kinerja yang dihasilkan oleh reksadana tersebut.

Reksadana yang banyak melakukan aktivitas trading dipercaya mempunyai tingkat kesuksesan yang lebih tinggi karena manajer investasi mampu menyesuaikan portofolionya sesuai dengan keadaan pasar. Sedangkan expense ratio atau biaya operasional dipengaruhi secara positif signifikan oleh tingkat perputaran portofolio reksadana. Semakin tinggi tingkat perputaran portofolio reksadana semakin tinggi juga biaya operasional reksadana yang akan dibebankan pada reksadana.

Selain itu total aset mempunyai hubungan negatif dan signifikan terhadap biaya operasional reksadana. Jumlah aset yang semakin besar membuat reksadana mendapat keuntungan dalam mengelola portofolionya dan lebih efisien karena adanya skala ekonomis.

Biaya operasional reksadana tidak dapat menjadi penghubung antar variabel independen dengan dependen. Hal ini terbukti karena tidak adanya hubungan yang signifikan antara biaya operasional

reksadana dengan kinerja reksadana. Investor di Indonesia tidak berfokus pada biaya operasional reksadana karena investor di Indonesia lebih mementingkan tingkat keamanan investasi dan kinerja dari reksadana. Hal ini membuat manajer investasi tidak berfokus pada biaya operasional dalam pengelolaan reksadana.

Saran untuk penelitian-penelitian selanjutnya, sebagai berikut: 1. Memperluas sampel penelitian menjadi seluruh jenis reksadana (saham, obligasi, campuran, dan pasar uang) yang ada di Indonesia. 2. Memperpanjang periode penelitian sehingga hasil penelitian dapat menunjukkan hasil yang sesungguhnya. 3. Peneliti sebaiknya juga meneliti pengaruh karakteristik reksadana terhadap kinerja reksadana melalui variabel mediasi yang lain seperti tingkat perputaran portofolio reksadana, total aset, resiko, dan fund objective. 4. Menambahkan variabel-variabel lain dalam penelitian seperti cashflow reksadana, stock selection skill dan market timing. 5. Investor yang ingin berinvestasi pada reksadana dapat memperhitungkan bagaimana tingkat perputaran portofolio sebuah reksadana dan seberapa besar biaya operasional sebuah reksadana. 6. Perusahaan asset management seharusnya tidak hanya berfokus pada bagaimana memaksimalkan kinerja reksadana saja melainkan juga harus mempertimbangkan biaya operasional yang akan membebani investor reksadana.

## Referensi

- Ady, S. U., & Mulyaningtyas, A. (2017). Eksplorasi Tingkat Efisiensi Pasar Modal Indonesia Studi Kasus di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Manajemen*, Vol. 1, No. 2, 103-123.
- Andi, D. 2017. Investor Reksadana Naik Pesat 2017. (<http://investasi.kontan.co.id/news/investor-reksadana-naik-pesatpada-2017>, Diakses pada tanggal 29 Desember 2017)
- Chang, K. P. (2004). Evaluating Mutual Fund Performance : An Application of Minimum Convex Input Requirement Set Approach . *Computers & Operation Research* , 929-940.
- Dwiprakasa, B., & Dharmastuti, C. F. (2016). Karakteristik Reksa Dana dan Kinerja Reksa Dana Saham di Indonesia. *Jurnal Manajemen*, Vol. 13, No. 1, 94-116.

- Geranio, M., & Zannoti, G. (2005). Can Mutual Funds Characteristics Explain Fees ? *Journal of Multinational Financial Management* , 354-376.
- Low, S. W. (2007). A Cross- Sectional Analysis of Malaysian Unit Trust Fund Expense Ratios. 7th Global Conference on Business & Economics.
- Malhotra, D. K., & McLeod, R. W. (1997). An Empirical Analysis of Mutual Fund Expenses. *The Journal of Financial Research*, Vol. 20, No. 2, 175-190.
- Manurung, A. H. (2008). *Panduan Lengkap Reksa Dana Investasiku*. Jakarta: Penerbit Buku Kompas.
- Nurchaya, G. P., & Bandi. (2010). Reksadana di Indonesia : Analisis Kebijakan Alokasi Aset, Pemilihan Saham, dan Tingkat Resiko. *Symposium Nasional Akutansi XII Purwokerto*.
- Putri, C. H., & Haryanto, A. M. (2014). Analisis Pengaruh Market Timing, Stock Selection Skill, Expense Ratio dan Tingkat Resiko Terhadap Kinerja Reksa Dana Saham. *Diponegoro Journal of Management*, 1-10.
- 53
- Reid, B., & Millar, K. (2004). *Mutual Funds and Portofolio Turnover*. Investment Company Institute.
- Rofiq, A., & Santoso, B. H. (2015). Analisis Kinerja Reksa Dana Dengan Menggunakan Model Sharpe, Treynor, dan Jensen. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen*, Vol. 4, No. 7.
- Safelia, N. (2012). Konsep Dasar Keputusan Investasi dan Portofolio. *Mankeu*, Vol.1, No. 3, 217-226.
- Samsul, M. (2006). *Pasar Modal & Manajemen Portofolio*. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Satrio, Y., & Mahfud, M. K. (2016). Analisis Pengaruh Total Asset, Fund Age, Expense Ratio, dan Pengaruh Portofolio Turnover Terhadap Kinerja Reksa Dana Periode 2012-2014. *Diponegoro Journal of Management*, Vol. 5, No.2, 1-9.
- See, Y. P., & Jusoh, R. (2012). Fund Characteristics and Fund Performance : Evidence of Malaysian Mutual Funds. *International Journal of Economics and Management Sciences*, Vol. 1, No. 9, 31-43.
- Setiawan, D. 2017. Juni 2017, Jumlah Investor di Pasar Modal Telah Tembus 1 Juta. (<http://jateng.tribunnews.com/2017/06/13/juni-2017-jumlahinvestor-pasar-modal-telah-tembus-1-juta>, diakses pada tanggal 29 Desember 2017)
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi* . Yogyakarta: Penerbit Kanisius.
- Utami, M. L., & Dharmastuti, C. F. (2014). Faktor Eksternal dan Internal yang Mempengaruhi Return Investasi Produk Reksadana Campuran di Indonesia. *Media Ekonomi dan Manajemen*, Vol. 29, No. 2.
- Wibowo, A. (2011). Pengaruh Variabel Makro Ekonomi Terhadap Kinerja Reksadana Pendapatan Tetap di Indonesia. *Jurnal Akutansi, Manajemen Bisnis dan Sektor Publik (JAMBSP)*, Vol. 7, No. 2, 163182.
- Wongsurawat, W. (2011). Management Fees and Total Expenses of Mutual Funds in Thailand. *Journal of The Asia Pacific Economy*, Vol. 16, No. 1, 15-28.
- [http://www.bareksa.com/id/data/reksadana/daftar/?view=performance&trans=1&aum\\_value=0&date=05-10-2017](http://www.bareksa.com/id/data/reksadana/daftar/?view=performance&trans=1&aum_value=0&date=05-10-2017), diakses pada tanggal 5 Oktober 2017
- <http://www.ojk.go.id/id/kanal/pasar-modal/Pages/Daftar-Perusahaan-PasarModal.aspx>, diakses pada tanggal 10 November 2017