

**Reksa Dana di Indonesia: Analisis Kebijakan Alokasi Aset,
Pemilihan Saham, dan Tingkat Risiko**

Ginting Prasetya Enka Nurcahya

Bandi

Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret

ABSTRACT

This research aims to analyze the performance of equity mutual funds in Indonesia by observing their asset allocation policy, stock selection, and risk level. This research uses pooled data, the data choosing with purposive sampling. Data availability at: www.portalreksadana.com, www.bi.go.id, www.lps.go.id, and www.finance.yahoo.com. The sample consists of 63 items of equity mutual funds since January 2006 until December 2008. The hypothesis of this research are examined using the multiple regression. The result of this research shows that equity mutual funds performance is affected by asset allocation policy, stock selection, and risk level. It indicates that mutual funds performance is determined by those activities of investment managers and market return conditions.

Key words: Equity mutual funds performance, Asset allocation policy, Stock selection, Risk level, Investment managers

Reksa Dana di Indonesia: Analisis Kebijakan Alokasi Aset, Pemilihan Saham, dan Tingkat Risiko

ABSTRACT

This research aims to analyze the performance of equity mutual funds in Indonesia by observing their asset allocation policy, stock selection, and risk level. This research uses pooled data, the data choosing with purposive sampling. Data availability at: www.portalreksadana.com, www.bi.go.id, www.lps.go.id, and www.finance.yahoo.com. The sample consists of 63 items of equity mutual funds since January 2006 until December 2008. The hypothesis of this research are examined using the multiple regression. The result of this research shows that equity mutual funds performance is affected by asset allocation policy, stock selection, and risk level. It indicates that mutual funds performance is determined by those activities of investment managers and market return conditions.

Key words: Equity mutual funds performance, Asset allocation policy, Stock selection, Risk level, Investment managers

1. PENDAHULUAN

Terdapat tiga unsur penting dalam reksa dana, yaitu adanya kumpulan dana masyarakat, baik individu maupun institusi; adanya investasi bersama dalam bentuk suatu portofolio efek yang telah terdiversifikasi; dan adanya manajer investasi yang dipercaya sebagai pengelola dana milik masyarakat investor (Pratomo dan Nugraha, 2005). Portofolio efek itu sendiri adalah kumpulan surat berharga seperti saham, obligasi, SBI, deposito berjangka, surat berharga pemerintah, dan surat berharga pasar uang. Oleh karena itu reksa dana merupakan sarana investasi bagi investor untuk dapat berinvestasi ke berbagai instrumen investasi yang tersedia di pasar. Tujuan penelitian ini adalah: 1) untuk mengukur tingkat kinerja reksa dana saham berdasarkan metode *Sharpe Ratio*. Diharapkan hasil penelitian ini dapat memberi indikasi kepada para investor tentang reksa dana saham yang memberikan imbal hasil (*return*) paling

baik, dan 2) mengukur besarnya pengaruh *asset allocation policy*, *stock selection*, dan tingkat risiko terhadap kinerja reksa dana saham.

Reksa dana mulai diperdagangkan di Indonesia sejak tahun 1995 dengan diterbitkan Undang-undang No. 8 tahun 1995 tentang pasar modal. Adanya kemudahan investasi membuat perkembangan reksa dana semakin pesat sampai tahun 1997. Pada tahun 2006 sesuai dengan data Bapepam per akhir Desember 2006 (Bapepam, 2006), jumlah dana kelolaan seluruh jenis reksa dana berjumlah Rp 52,28 triliun dan 16% atau Rp 8,36 triliun dari jumlah tersebut merupakan total dana kelolaan reksa dana saham. Data Badan Pengawas Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK) menunjukkan bahwa per Desember 2008 total nilai aktiva bersih (NAB) sebesar Rp 74,35 triliun. Penyumbang terbesar dana kelolaan itu adalah reksa dana saham. Total dana kelolaan reksa dana saham akhir Desember 2008 telah mencapai angka Rp 19,89 triliun (Bapepam, 2008).

Manajer Investasi dalam mengelola dana antara reksa dana yang satu dengan yang lainnya berbeda-beda. Kebijakan alokasi aset (*asset allocation policy*) yang diambil dapat dibedakan ke dalam instrumen di pasar uang dan instrumen di pasar modal maupun campuran dari keduanya dengan komposisi tertentu. Meskipun *asset allocation policy* yang ditetapkan berbeda-beda, tetapi pada prinsipnya sama, yaitu memberikan tingkat keuntungan investasi yang lebih tinggi dibandingkan investasi yang lainnya dengan risiko tertentu. Investasi pada reksa dana mempunyai dua sisi yang selalu berlawanan, yaitu keuntungan dan risiko. Tingkat risiko reksa dana tergantung pada *asset allocation policy*, artinya bagaimana Manajer Investasi mengalokasikan dana pada kelas-kelas aset yang tersedia dan seberapa besar porsi pendistribusian dananya. Pemilihan sekuritas/saham (*stock selection*) sangat penting dilakukan oleh investor untuk dapat dimasukkan ke dalam portofolio. Tahap ini memerlukan

pengevaluasian setiap sekuritas yang ingin dimasukkan ke dalam portofolio (Pratomo dan Nugraha, 2005). Kinerja sebuah reksa dana akan mempengaruhi keputusan para investor dalam membeli reksa dana (Hikmawaty, 2004).

Penilaian tingkat kinerja yang portofolionya dikelola secara aktif, dapat dikelola dengan cara menilai tingkat keberhasilan pemilihan sekuritas dan kemampuan *market timing* (Kaslani, 2004). Mulyana (2005) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa kebijakan alokasi aset dan pemilihan sekuritas yang dilakukan oleh manajer investasi berpengaruh positif terhadap kinerja reksa dana terbuka berbentuk Kontrak Investasi Kolektif (KIK) baik saham, pendapatan tetap, dan campuran. Purnomo (2007) menyatakan bahwa kebijakan alokasi aset dan pemilihan sekuritas secara positif berpengaruh signifikan terhadap kinerja reksa dana syariah. Berbeda dengan penelitian Untung (2007) yang menyimpulkan bahwa manajer investasi di Indonesia secara rata-rata tidak memiliki *stock selection ability* dan *market timing ability* yang superior.

Faktor kemampuan pemilihan saham dari manajer investasi secara positif berpengaruh signifikan terhadap *return*, sedangkan kemampuan *market timing* dari para manajer investasi memberikan kontribusi negatif terhadap *return* reksa dana (Ekandini, 2008). Gumilang dan Subiyantoro (2009) dengan menggunakan model Henriksson dan Merton, dan model Treynor dan Mazuy didapatkan hasil bahwa manajer investasi telah berhasil melakukan *stock selection* dan *market timing ability*, meskipun secara statistik tidak signifikan. Variabel tingkat risiko ditambahkan sebagai variabel penelitian dikarenakan masih minimnya variabel ini digunakan dalam menilai kinerja reksa dana. Selain faktor *return*, risiko adalah faktor lain yang perlu dipertimbangkan (Hikmawaty, 2004). Penelitian ini fokus pada aktivitas Manajer Investasi dalam mengelola reksa dana saham, terutama adalah bagaimana memilih reksa dana saham sebagai saluran investasi, khususnya faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja reksa dana saham yang

terdiri dari *asset allocation policy*, *stock selection*, dan tingkat risiko. Terlebih dahulu akan dilakukan penilaian kinerja terhadap sejumlah reksa dana saham yang menjadi sampel dalam penelitian.

2. TELAAH LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1 Kebijakan Alokasi Aset (*Asset Allocation Policy*)

Kebijakan alokasi aset untuk masing-masing reksa dana saham tercantum dalam prospektus masing-masing reksa dana yang disebut sebagai kebijakan investasi. Terdapat peraturan Bapepam Nomor IV.C.3 Tahun 1997 yang mengatur bahwa: "Reksa dana saham adalah reksa dana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% (delapan puluh per seratus) dari aktivitya dalam efek bersifat ekuitas". Berdasarkan pada peraturan inilah para manajer investasi menentukan kebijakan alokasi aset untuk reksa dana saham yang dikelolanya.

2.2 Pemilihan Saham (*Stock Selection*)

Stock selection merupakan kemampuan manajer investasi untuk memilih saham yang tepat dalam portofolionya sehingga mampu memberikan imbal hasil yang tinggi. Literatur manajemen investasi menyatakan bahwa kemampuan *market timing* sangat sulit dilakukan sehingga kemampuan *stock selection* dari manajer investasi sangat diandalkan untuk mendapatkan *return* yang superior (Untung, 2007). Oleh karena itu, dalam penelitian ini mengabaikan faktor *market timing* dan hanya menilai pengaruh variabel *stock selection* yang diwakili oleh α (*alpha*).

2.3 Tingkat Risiko (*Risk Level*)

Tingkat risiko adalah tingkat kemungkinan *return* aktual tidak seperti yang diharapkan karena faktor-faktor yang mempengaruhinya (Arifiani, 2009). Beta portofolio (β) adalah risiko pasar yang memberikan gambaran hubungan antara *return* portofolio dengan *return* dari

pembandingan. Alat untuk mengukur tingkat risiko dalam penelitian ini menggunakan Beta (β). Dalam penelitian ini, Beta diperoleh dengan cara regresi linear dari *return* reksa dana saham dengan *return* pembandingnya (IHSG) (Gumilang dan Subiyantoro, 2009). Makin besar *return* dan makin kecil risiko yang dihasilkan makin tinggi rasionya, makin baik kinerja suatu reksa dana (Pratomo dan Nugraha, 2005).

2.4 Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis

Terdapat beberapa aktivitas yang harus dilakukan oleh manajer investasi dalam mengelola dananya, di antaranya adalah penentuan kebijakan alokasi aset dan pemilihan saham. Kebijakan alokasi aset merupakan penentuan alokasi aset yang menyangkut pendistribusian dana yang dimiliki pada berbagai kelas-kelas aset yang tersedia (Drobetz dan Kohler, 2002). Di samping itu, investor harus memperhatikan berbagai batasan yang mempengaruhi kebijakan alokasi aset seperti seberapa besar dana yang dimiliki dan porsi pendistribusian dana tersebut. Pengukuran kebijakan alokasi aset, Ibotson dan Kaplan (2000) melakukannya dengan model yang terdiri dari kebijakan *return* (PR_{it}) dan aktif *return* (AR_{it}). Kebijakan *return* merupakan bagian dari kebijakan alokasi aset (R_{it}), sedangkan aktif *return* merupakan sisanya. Aktif *return*, tergantung pada kemampuan manajer secara aktif menentukan besarnya bobot kelas-kelas aset dan sekumpulan sekuritas ke dalam kebijakan serta penentuan siklus pasar. Periode penelitian selama 10 tahun yang dimulai dari April 1988 sampai dengan Maret 1998. Berdasarkan penelitian tersebut dapat disimpulkan bahwa kinerja reksa dana sebagian besar dipengaruhi oleh kebijakan alokasi aset, hal ini belum mempertimbangkan pemilihan sekuritas yang dimasukkan ke dalam portofolio. Sampel yang digunakan 98 reksa dana campuran dan 58 dana pensiun Amerika, dengan hasil bahwa kebijakan alokasi aset mempengaruhi kinerja reksa dana sebesar 40%, 90%, dan 100% tergantung dari pertanyaan yang diajukan. Meskipun kebijakan alokasi aset yang

ditetapkan berbeda-beda, tetapi pada prinsipnya mempunyai tujuan yang sama, yaitu memberikan tingkat keuntungan investasi yang lebih tinggi dibandingkan investasi lainnya dengan risiko tertentu (Mulyana, 2005).

Mulyana (2005) meneliti apakah kebijakan alokasi aset dan pemilihan sekuritas memiliki pengaruh terhadap kinerja reksa dana terbuka berbentuk kontrak investasi kolektif (reksa dana saham, reksa dana pendapatan tetap, dan reksa dana campuran) pada tahun 2001-2003. Metode yang digunakan untuk menilai kinerja masing-masing reksa dana menggunakan *Sharpe Ratio* dan untuk menentukan seberapa efektif manajer investasi melakukan fungsi-fungsinya yang terdiri dari kebijakan alokasi aset (*asset allocation policy*) dan pemilihan sekuritas (*securities selection*) menggunakan *Asset class factor model* (Sharpe, 1992). Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengaruh kebijakan alokasi aset sebesar 56,22% dan pemilihan sekuritas sebesar 43,78% terhadap kinerja reksa dana saham, sebesar 64% dan 36% terhadap kinerja reksa dana pendapatan tetap, dan sebesar 52,54% dan 47,46% terhadap kinerja reksa dana campuran. Purnomo (2007) meneliti tentang pengaruh kebijakan alokasi aset dan pemilihan sekuritas terhadap kinerja reksa dana syariah pada periode Januari 2005 sampai dengan Desember 2006. Hasil penelitian menunjukkan 5 dari 10 reksa dana syariah memiliki kinerja lebih tinggi dari *return* pembanding yang digunakan. Hasil penelitian Purnomo (2007) yang lain bahwa kebijakan alokasi aset dan pemilihan sekuritas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja reksa dana syariah. Hipotesis pertama dirumuskan sebagai berikut.:

H_{A1} : Kebijakan alokasi aset berpengaruh terhadap kinerja reksa dana saham pada tahun 2006-2008.

Untung (2007) melakukan penelitian mengenai ada tidaknya manajer investasi reksa dana saham di Indonesia yang memiliki kemampuan pemilihan saham yang superior (alfa positif)

dengan menggunakan model rumus dari *Treynor dan Mazuy* (1966). Metode yang digunakan pada jurnal Untung adalah model *Treynor dan Mazuy* yang merupakan model analisis regresi. Untuk menguji apakah ada manajer investasi reksa dana saham di Indonesia dengan alfa positif adalah dengan melakukan pengecekan signifikansi pada hasil regresi dari ke-17 reksa dana saham. Hasil penelitian pada jurnal Untung (2007), yaitu bahwa ada 11 reksa dana saham dengan koefisien alfa positif, sedangkan dengan tingkat keyakinan 99%, hanya ada satu reksa dana saham yang alfa positifnya signifikan secara statistik, yakni TRIM Kapital. Satu hal yang menarik adalah reksa dana tersebut memiliki tingkat diversifikasi yang rendah dengan *adjusted R²* sebesar 68,58%. Kesimpulannya adalah ternyata ada manajer investasi reksa dana saham di Indonesia dengan alfa positif atau kemampuan pemilihan saham (*stock selection ability*) yang superior.

Penelitian yang dilakukan oleh Ekandini (2008) meneliti tentang analisis kinerja *market timing* dan pemilihan saham pada reksa dana saham di Indonesia menggunakan aplikasi GARCH (*Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity*) pada Januari 2004 sampai dengan Agustus 2007. Hasil penelitian menunjukkan bahwa faktor kemampuan pemilihan saham dari manajer investasi secara positif berpengaruh signifikan terhadap *return*, sedangkan faktor kemampuan *market timing* dari para manajer investasi hanyalah memberikan kontribusi negatif terhadap *return* dari reksa dana.

Penelitian yang dilakukan oleh Gumilang dan Subiyantoro (2009) meneliti tentang analisis pengaruh *market timing* dan *stock selection* terhadap kinerja reksa dana pendapatan tetap berdasarkan kelas aset yang dimiliki manajer investasi. Pengukuran masing-masing variabel diukur dengan pengukuran model *Henriksson dan Merton* dan model *Treynor dan Mazuy*, sedangkan untuk mengukur kinerjanya menggunakan metode *Sharpe Ratio*, *Treynor Ratio*,

Jensen Ratio, dan *Appraisal Ratio (Information Ratio)*. Hasil yang diperoleh menyatakan bahwa dengan menggunakan model *Henriksson* dan *Merton*, didapatkan bahwa semua kelompok manajemen investasi telah berhasil melakukan *market timing* dan *stock selection*. Hal ini ditandai oleh positifnya nilai α dan β masing-masing produk reksa dana pendapatan tetap walaupun secara statistik tidak signifikan. Hasil serupa juga didapatkan dengan penggunaan model *Treynor* dan *Mazuy*, namun hanya kelompok manajemen investasi I yang signifikan secara statistik memiliki *market timing* dan *stock selection*. Hipotesis kedua dirumuskan sebagai berikut.

H_{A2} : Pemilihan saham berpengaruh terhadap kinerja reksa dana saham pada tahun 2006-2008.

Investasi pada reksa dana mempunyai dua sisi yang selalu berlawanan, yaitu keuntungan dan risiko. Tingkat risiko reksa dana tergantung pada kebijakan alokasi aset, artinya bagaimana Manajer Investasi mengalokasikan dana pada kelas-kelas aset yang tersedia dan seberapa besar porsi pendistribusian dananya. Pemilihan saham sangat penting dilakukan oleh investor untuk dapat dimasukkan ke dalam portofolio. Tahap ini memerlukan pengevaluasian setiap saham yang ingin dimasukkan ke dalam portofolio. Hal ini sejalan dengan teori portofolio yang dikemukakan oleh Markowitz (1952), bahwa seorang investor dapat membentuk portofolio yang menghasilkan *return* yang diharapkan tertinggi dengan risiko tertentu atau membentuk portofolio yang menghasilkan *return* yang diharapkan tertentu dengan tingkat risiko terendah. Pemilihan saham yang dilakukan oleh Manajer Investasi bertujuan untuk mencari kombinasi portofolio yang efisien (Mulyana, 2005).

Mohammad dan Mokhtar (2007) dalam penelitiannya mengkaji kinerja beberapa reksa dana syariah di Malaysia dengan mengukur variabel risiko dan *return* selama periode 2002-2006 yang diperbandingkan dengan indeks pasarnya, yaitu *Kuala Lumpur Syariah Index (KLSI)*. Alat

ukur menggunakan model *Treynor and Sharpe Index*. Hasil penelitian didapatkan *return* dan risiko signifikan positif terhadap kinerja reksa dana syariah yang terdaftar di *Kuala Lumpur Syariah Index* (KLSI), sedangkan dari pengukuran *Sharpe Index* dan *Treynor Index*, kinerja reksa dana syariah tersebut *underperform* dari *benchmark*-nya kecuali untuk reksa dana Public Etikal yang *outperform* dari *benchmark*-nya.

Penelitian yang dilakukan oleh Arifiani (2009) menganalisis pengaruh kompensasi manajemen, ukuran reksa dana, dan tingkat risiko terhadap kinerja reksa dana campuran di Indonesia pada tahun 2006-2008. Dalam penelitian Arifiani (2009) ditemukan bahwa tingkat risiko mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kinerja reksa dana campuran pada tahun 2006, 2007, 2008 dan 2006-2008. Hal ini dikarenakan secara teori, risiko berhubungan positif dengan kinerja portofolio (reksa dana). Tingkat risiko adalah tingkat kemungkinan *return* aktual tidak seperti yang diharapkan karena faktor-faktor yang mempengaruhinya. Makin besar *return* dan makin kecil risiko yang dihasilkan makin tinggi rasionya, makin baik kinerja suatu reksa dana (Pratomo dan Nugraha, 2005). Hipotesis ketiga dirumuskan sebagai berikut.

H_{A3} : Tingkat risiko berpengaruh signifikan terhadap kinerja reksa dana saham pada tahun 2006-2008.

3. METODE PENELITIAN

3.1 Data, Populasi, dan Sampel

Data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data sekunder dimana metode pengumpulan datanya menggunakan metode dokumentasi dari berbagai literatur, majalah, dan situs dari internet (*www.portalreksadana.com*, *www.bi.go.id*, *www.finance.yahoo.com*, dan *www.lps.go.id*). Sifat datanya adalah runtut waktu (*time series*). Data yang diperlukan dalam

penelitian ini: 1) Tingkat pengembalian (*return*). *Return* portofolio (R_p) menggunakan nilai aktiva bersih (NAB)/unit, 2) Suku bunga bebas risiko diwakili SBI (R_f), 3) Data IHSG untuk periode Januari 2006 hingga Desember 2008, 4) Data suku bunga deposito, 5) Data proporsi alokasi aset dan pemilihan saham.

Populasi dalam penelitian ini adalah reksa dana saham yang terdaftar di Bapepam tahun 2006-2008. Sampel penelitian dilakukan dengan teknik *purposive sampling* dengan *pooling data* (Ghozali, 2005). Hal yang menjadi pertimbangannya adalah sebagai berikut: a) Sampel yang dipilih harus memiliki tanggal efektif sebelum periode penelitian, yaitu Januari 2006, b) Sampel yang dipilih beroperasi selama periode penelitian, yaitu dari Januari 2006 hingga Desember 2008, c) Sampel masih aktif mengelola dananya dalam bentuk reksa dana saham, d) Ketersediaan data sesuai dengan periode pengamatan penelitian. Berdasarkan kriteria pemilihan sampel tersebut diperoleh sampel sebanyak 21 reksa dana untuk tiap tahunnya. *Pooling data* dilakukan dalam uji regresi sehingga jumlah sampel menjadi 63 reksa dana saham selama tahun 2006-2008.

3.2 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Sebelum mengukur besarnya pengaruh variabel kebijakan alokasi aset, pemilihan saham, dan tingkat risiko terhadap kinerja reksa dana, tahap-tahap yang dilakukan, yaitu sebagai berikut.

a. Rata-rata *return* portofolio reksa dana saham

$$\bar{R}_p = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n R_{pt} \quad (1)$$

dimana: \bar{R}_p = rata-rata *return* portofolio, n = banyaknya sampel reksa dana saham,

dan R_{pt} = *return* portofolio reksa dana pada periode t .

- b. Rata-rata suku bunga bebas risiko (SBI), penelitian ini dibatasi pada rata-rata suku bunga SBI berjangka 1 bulan. Data yang digunakan adalah data harian dan suku bunga yang diperoleh dikurangi dengan pajak.

$$\bar{R}_f = \frac{\text{sukubunga}}{30} \quad (2)$$

dimana: \bar{R}_f = rata-rata suku bunga bebas risiko suatu periode, sukubunga = *return* SBI bulanan, dan 1 bulan = 30 hari.

- c. Mengukur risiko (σ_p), penghitungan standar deviasi dilakukan dengan menggunakan formula STDEV pada *software Microsoft Excel*.
- d. Menghitung kinerja reksa dana berdasarkan *Sharpe Measure* dengan rumus berikut.

$$S_p = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\sigma_p} \quad (3)$$

dimana: S_p = sharpe Ratio, \bar{R}_p = rata-rata pengembalian yang diharapkan dari portofolio dalam suatu periode, \bar{R}_f = rata-rata suku bunga bebas risiko dalam suatu periode, dan σ_p = standar deviasi dari *return* portofolio suatu periode.

Menghitung *independent variable* sebagai berikut.

- a. Kebijakan Alokasi Aset (*Asset Allocation Policy*)

Alat ukur untuk menghitung pengaruh kebijakan alokasi aset terhadap kinerja reksa dana digunakan model analisis regresi yang model matematikanya dikembangkan berdasarkan *Asset Class Factor Model* (Sharpe, 1992). Model ini untuk menentukan seberapa efektif manajer investasi reksa dana melakukan fungsinya dari kebijakan alokasi aset (*Asset Allocation Policy*). Kebijakan alokasi aset yang dianalisis dengan

menggunakan 3 variabel, yaitu: $X_1 = b_{i1}F_{1t}$ = alokasi aset untuk saham, $X_2 = b_{i2}F_{2t}$ = alokasi aset untuk obligasi, dan $X_3 = b_{i3}F_{3t}$ = alokasi aset untuk deposito.

Berikut rumus *Asset class factor model* (Sharpe, 1992):

$$R_{it} = [b_{i1}F_{1t} + b_{i2}F_{2t} + b_{i3}F_{3t}] + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

dimana: R_{it} = *return* aset i pada periode t, b_{i1} = proporsi dana reksa dana i untuk alokasi aset kelas aset 1, yaitu saham, b_{i2} = proporsi dana reksa dana i untuk alokasi aset kelas aset 2, yaitu obligasi, b_{i3} = proporsi dana reksa dana i untuk alokasi aset kelas aset 3, yaitu deposito, F_{1t} = *return* yang diperoleh dari indeks kelas aset 1, yaitu IHSG pada periode t, F_{2t} = *return* yang diperoleh dari indeks kelas aset 2, yaitu tingkat bunga deposito 12 bulan pada periode t, F_{3t} = *return* yang diperoleh dari indeks kelas aset 3, yaitu tingkat bunga deposito 3 bulan pada periode t, dan ε_{it} = *error term* (pemilihan sekuritas) yang meliputi *timing* dan *stock picking*.

b. Pemilihan Saham (*Stock Selection*)

Alat ukur untuk menghitung pemilihan saham digunakan model Treynor dan Mazuy. Metode ini sering digunakan untuk melihat pengaruh *stock selection* dan *market timing*. 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 ini rumus Treynor dan Mazuy (1966):

$$R_p - R_f = \alpha + \beta(R_m - R_f) + \gamma(R_m - R_f)^2 + \varepsilon_p \quad (5)$$

dimana: R_p = *return* portofolio reksa dana, R_f = *return* untuk aset bebas risiko,

R_m = *return* dari pasar saham, α = *intercept* yang merupakan indikasi *stock selection* dari manajer investasi, β = koefisien regresi *excess market return* atau *slope* pada waktu pasar turun (*bearish*), γ = koefisien regresi yang merupakan indikasi kemampuan *market timing* dari manajer investasi, dan ε_p = merupakan *error term*.

c. Tingkat Risiko (*Risk Level*)

Beta portofolio (β) adalah risiko pasar yang memberikan gambaran hubungan antara *return* portofolio dengan *return* dari pembanding. Pengukuran risiko sistematis (beta) dilakukan dengan Metode Indeks Tunggal (*Single Index Method*) yang dikembangkan oleh William Sharpe. Sharpe mengembangkan model pasar yang merupakan bentuk hubungan antara tingkat keuntungan aset individual dengan tingkat keuntungan rata-rata pasar (indeks pasar). Adapun rumus menghitung beta sebagai berikut.

$$R_{p,t} = \alpha + \beta_p R_{m,t} + \varepsilon \quad (6)$$

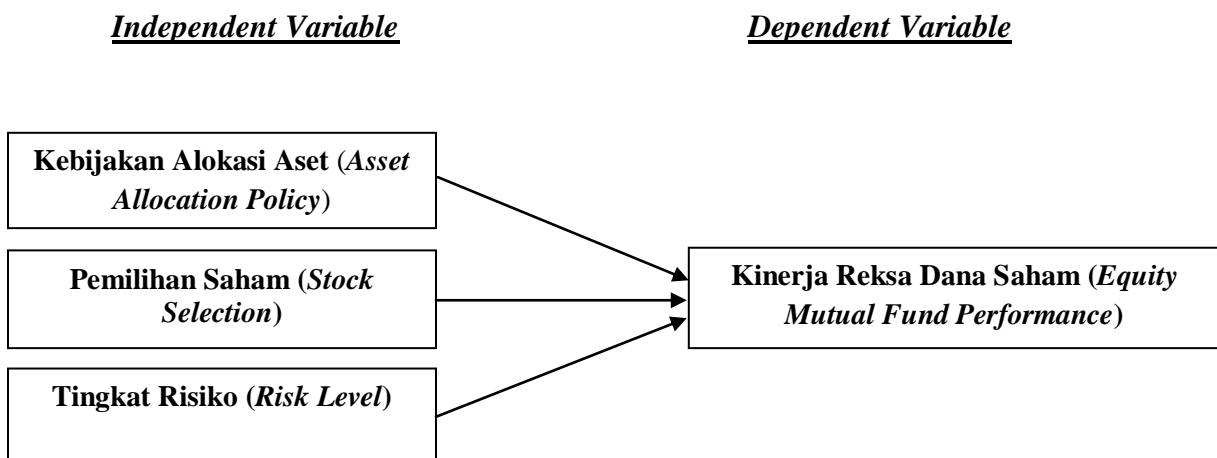
dimana: $R_{p,t}$ = *return* portofolio reksa dana pada periode t, dan $R_{m,t}$ = *return* pasar pada periode t, α = bagian dari tingkat keuntungan portofolio reksa dana yang tidak dipengaruhi oleh perubahan pasar dan variabel ini merupakan variabel acak, β_p = beta portofolio reksa dana, dan ε = *error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

3.3 Teknik Analisis Data

Untuk menganalisis menggunakan teknik regresi linear berganda. Adapun model regresi yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

$$Y = \beta_0 + \beta_1 \text{AssetAllo} + \beta_2 \text{StockSel} + \beta_3 \text{RiskLev} + \varepsilon \quad (7)$$

dimana: Y = kinerja reksa dana saham, β_0 = Konstanta (*intercept*), $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ = Koefisien regresi, *AssetAllo* = Kebijakan alokasi aset (*asset allocation policy*), *StockSel* = Pemilihan saham (*stock selection*), *RiskLev* = Tingkat risiko (*risk level*), dan ε = *Error term*. Model penelitian dalam penelitian ini dapat diilustrasikan dalam Gambar 3.1. Kerangka Konseptual di bawah ini.



3.4 Pengujian Asumsi Klasik

Penggunaan model analisi regresi berganda terikat dengan sejumlah asumsi dan harus memenuhi asumsi-asumsi klasik yang mendasari model tersebut agar diperoleh estimasi yang tidak bias. Pengujian asumsi-asumsi tersebut meliputi uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heterokedastisitas, dan uji autokorelasi. Data dalam penelitian ini telah memenuhi uji asumsi klasik tersebut.

3.5 Pengujian Hipotesis

Ketepatan fungsi regresi sampel dalam menafsir nilai aktual dapat diukur dari *Goodness of Fit*. Secara statistik *Goodness of Fit* setidaknya dapat diukur dari nilai koefisien determinasi, nilai statistik F, dan nilai statistik t dengan tingkat signifikansi 5%.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Pengujian Model Regresi dan Koefisien Determinasi

Persamaan regresi pada tahun 2006-2008 yang diperoleh dari hasil analisis dituliskan sebagai berikut.

$$Y = -0,057 + 0,965 X_1 + 0,854 X_2 + 0,038 X_3 + e$$

Hasil analisis regresi berganda menunjukkan nilai *adjusted R²* sebesar 0,357, hal ini menunjukkan bahwa sebesar 35,70% variasi dari kinerja dapat diterangkan oleh variabel *asset allocation policy*, *stock selection*, dan tingkat risiko, sedangkan 64,30% diterangkan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam persamaan regresi. Hasil pengolahan data dirangkum dalam tabel 4.1 berikut ini.

Tabel 4.1
Hasil Uji Hipotesis Tahun 2006-2008

Nama Variabel	Koefisien Regresi	t	Signifikan t	Keterangan
<i>Asset Allocation Policy</i>	0,965	3,339	0,001	<i>Signifikan</i>
<i>Stock Selection</i>	0,854	2,958	0,004	<i>Signifikan</i>
Tingkat Risiko	0,038	3,485	0,001	<i>Signifikan</i>
<i>Konstanta (α) = -0,057</i>				
<i>R</i>	= 0,623	<i>Predictor: (Constant): Asset Allocation Policy, Stock Selection, Tingkat Risiko</i>		
<i>R²</i>	= 0,389			
<i>Adjusted R²</i>	= 0,357			

<i>F</i>	= 12,496	<i>Dependent Variable: Kinerja Reksa Dana Saham</i>
<i>Sig. F</i>	= 0,000	

Sumber: Data Sekunder, diolah

Nilai F menunjukkan nilai 12,496 dengan signifikansi sebesar 0,000. Nilai F memberikan hasil yang signifikan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel *asset allocation policy*, *stock selection*, dan tingkat risiko secara simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kinerja reksa dana saham. Pengujian hipotesis secara simultan ditunjukkan tabel 4.2 berikut ini.

Tabel 4.2
Hasil Uji F

Nilai F	Sig. F	Keterangan
12, 496	0,000	H ₀ ditolak

Sumber: Data sekunder, diolah

Nilai t variabel *asset allocation policy*, *stock selection*, dan tingkat risiko masing-masing menunjukkan sebesar 3,339, 2,958, dan 3,485. Nilai t masing-masing variabel memberikan hasil yang signifikan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel *asset allocation policy*, *stock selection*, dan tingkat risiko secara simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kinerja reksa dana saham. Pengujian hipotesis secara parsial ditunjukkan tabel 4.3 berikut ini.

Tabel 4.3
Hasil Uji t

Variabel	t hitung	P Value	Keterangan
----------	----------	---------	------------

<i>Asset Allocation Policy</i>	3,339	0,001	H ₀₁ ditolak
<i>Stock Selection</i>	2,958	0,004	H ₀₂ ditolak
Tingkat Risiko	3,485	0,001	H ₀₃ ditolak

Sumber: Data sekunder, diolah

4.2 Uji Hipotesis

Hipotesis 1

Hasil analisis regresi menunjukkan tingkat signifikansi *asset allocation policy* berada pada angka 0,001. Nilai tersebut lebih kecil dari yang ditetapkan, yaitu $\alpha=0,05$, maka H_{A1} diterima. *Asset allocation policy* memiliki beta koefisien positif sebesar 0,965 terhadap kinerja reksa dana saham, sehingga apabila *asset allocation policy* naik sebesar satu satuan, maka kinerja reksa dana saham juga akan naik sebesar 0,965 satuan. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Ibotson dan Kaplan (2000), Mulyana (2005), dan Purnomo (2007).

Hipotesis 2

Hasil analisis regresi menunjukkan tingkat signifikansi *stock selection* berada pada angka 0,004. Nilai tersebut lebih kecil dari yang ditetapkan, yaitu $\alpha=0,05$, maka H_{A2} diterima. *Stock selection* memiliki beta koefisien positif sebesar 0,854 terhadap kinerja reksa dana saham, sehingga apabila *stock selection* naik sebesar satu satuan, maka kinerja reksa dana saham juga akan naik sebesar 0,854 satuan. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Purnomo (2007) dan Ekandini (2008).

Hipotesis 3

Hasil analisis regresi menunjukkan tingkat signifikansi tingkat risiko berada pada angka 0,001. Nilai tersebut lebih kecil dari yang ditetapkan, yaitu $\alpha=0,05$, maka H_{A3} diterima. *Stock selection* memiliki beta koefisien positif sebesar 0,038 terhadap kinerja reksa dana saham, sehingga apabila *stock selection* naik sebesar satu satuan, maka kinerja reksa dana saham juga akan naik sebesar 0,038 satuan. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Mohammad dan Mokhtar (2007) dan Arifiani (2009).

5. KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan analisis data dan pembahasan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa kebijakan alokasi aset (*asset allocation policy*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja reksa dana saham, yang berarti jika *asset allocation policy* semakin tinggi maka kinerja akan semakin baik. Variabel pemilihan saham (*stock selection*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja reksa dana saham, karena *stock selection* merupakan kemampuan manajer investasi untuk memilih saham yang tepat dalam portfolionya sehingga mampu memberikan imbal hasil yang tinggi. Tingkat risiko (*risk level*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja, semakin tinggi risiko suatu reksa dana maka akan semakin tinggi pula imbal hasil (*return*) yang diperoleh, sehingga makin baik kinerja suatu reksa dana.

5.2 Keterbatasan dan Saran

Penelitian ini mengambil rentang periode penelitian yang relatif pendek, yaitu periode 2006-2008, dikarenakan keterbatasan dalam mendapatkan data utama, hal ini tidak terlepas dari situs Bapepam yang mengalami perbaikan pada saat penelitian ini dilakukan. Mengingat karakteristik investasi pada reksa dana saham yang berjangka waktu panjang (*long-term investment*), yaitu diatas tiga tahun, diharapkan penelitian lebih lanjut dapat memperpanjang

periode penelitian dengan mengambil data sampel dari berbagai sumber publikasi menggunakan *purposive random sampling* yang diharapkan dapat memperoleh jumlah sampel besar.

Penggunaan model *Sharpe Ratio* dalam mencari kinerja reksa dana saham dapat menyebabkan perbedaan dari beberapa metode penilaian kinerja. Selain menggunakan model *Sharpe Ratio*, penelitian selanjutnya dapat menggunakan model *Jensen Ratio*, *Treynor Ratio*, maupun *Appraisal Ratio*, sehingga rasio kinerja dari beberapa model dapat diperbandingkan.

DAFTAR PUSTAKA

- Arifiani, Indah. (2009). *Analisis Pengaruh Kompensasi Manajemen, Ukuran Reksa Dana, dan Tingkat Risiko Terhadap Kinerja Reksa Dana Campuran di Indonesia Tahun 2006-2008*. Skripsi Fakultas Ekonomi tidak dipublikasikan, Universitas Sebelas Maret, Surakarta.
- Bapepam. (2006). *Annual Report*. Jakarta: Bapepam.
- _____. (2007). *Annual Report*. Jakarta: Bapepam.
- _____. (2008). *Annual Report*. Jakarta: Bapepam.
- Drobtz, Wolfgang; dan Friederike Kohler. (2002). The Contribution of Asset Allocation Policy to Portfolio Performance. *Working Paper*. No. 2/02, Basel: WWZ/Departement of Finance University of Basel.
- Ekandini, Astrid Indrajati. (2008). *Analisis Kinerja Market Timing dan Pemilihan Saham Pada Reksa Dana Saham Indonesia: Aplikasi Model GARCH*. Tesis Pascasarjana Manajemen dan Bisnis tidak dipublikasikan, Institut Pertanian Bogor, Bogor.
- Gumilang, Tinur F; dan Heru Subiyantoro. (2008). Reksa Dana Pendapatan Tetap di Indonesia: Analisis *Market Timing* dan *Stock Selection* Periode 2006-2008. *Jurnal Keuangan dan Moneter*, Badan Kebijakan Fiskal; Departemen Keuangan: Vol. 11 (1); April 2008; pp. 114-146: Jakarta.
- Ibbotson, Roger G; dan Paul D. Kaplan. (2000). Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance?. *Financial Analysts Journal*, Vol. 56, No. 01, pp. 26-33.

- Mahdi. (2006). *Analisis Kinerja Reksa Dana Saham Sebagai Alternatif Investasi Jangka Panjang (Studi Kasus: Reksa Dana Saham Periode 2003-2005)*. Tesis Fakultas Ekonomi tidak dipublikasikan, Universitas Indonesia, Jakarta.
- Markowitz, Harry. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 01, pp. 77-91.
- Muhammad, Nik Maheran Nik; dan Masliza Mokhtar. (2007). Islamic Equity Mutual Fund Performance in Malaysia: Risk and Return Analysis. *Electronic copy available at: <http://www.nikmaheran.com>*.
- Mulyana, Deden. (2005). Pengaruh Kebijakan Alokasi Aset dan Pemilihan Sekuritas Terhadap Kinerja Reksa Dana Terbuka Berbentuk Kontrak Investasi Kolektif (Reksa Dana Saham, Reksa Dana Pendapatan Tetap, dan Reksa Dana Campuran). *Electronic copy available at: <http://www.top-pdf-manuals.com/jurnal-kinerja-reksadana-saham.html>*.
- Pratomo, Eko Priyo; dan Ubaidillah Nugraha. (2005). *Reksa Dana: Solusi Perencanaan Investasi di Era Modern*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Purnomo, Catur Kuart. (2007). Pengaruh Kebijakan Alokasi Aset dan Pemilihan Sekuritas Terhadap Kinerja Reksa Dana Syariah. *Electronic copy available at: <http://www.docstoc.com/docs/29262337>*.
- Sharpe. (1992). Asset Allocation: Management Style And Performance Measurement, *Journal of Portfolio Management*, Winter 1992, pp. 7 – 19.
- Sihombing, Brian R. Adobe. (2006). *Analisi Kinerja Reksa Dana Saham di Indonesia 2003-2006*. Tesis Fakultas Ekonomi tidak dipublikasikan, Universitas Indonesia, Jakarta.
- Treynor, J. L; dan K. Mazuy. (1966). Can Mutual Funds Outguess The Market?. *Harvard Business Review*, Vol. 44; pp. 131-136.
- Undang-undang Republik Indonesia. (1995). *Undang-undang Pasar Modal No.8 Tahun 1995 tentang Reksa Dana*. Jakarta.
- Untung, Rahman. (2007). Berburu Manajer Investasi yang Menghasilkan Alfa Positif: Evaluasi Monthly Return Reksa Dana Saham Tahun 2004-2006. *Majalah Usahawan Indonesia*, Vol. XXXVI, No. 04: Jakarta.

Website:

<http://www.bapepamlk.depkeu.go.id/reksadana/>

<http://www.bi.go.id>

<http://www.finance.yahoo.com>

<http://www.lps.go.id>

<http://www.portalreksadana.com>