

ANTESEDEN KINERJA REKSADANA INDONESIA



Musdalifah Azis
Rusdiah Iskandar



DAFTAR ISI

KATA PENGANTAR.....	v
DAFTAR ISI.....	vi
DAFTAR TABEL.....	vii
Pendahuluan.....	1
Manajemen Investasi.....	11
Kinerja Reksa dana.....	16
<i>Market Timing Ability</i>	18
<i>Fund size</i>	25
Likuiditas.....	31
<i>Leverage</i>	36
Kepemilikan Asing.....	42
Kemampuan Manajer Investasi.....	48
<i>Gross Domestic Product</i>	51
Inflasi.....	56
Perkembangan Perusahaan Reksa Dana.....	65
Penutup.....	70
REFERENSI.....	75
INDEKS.....	83
TENTANG PENULIS.....	85

**ANTESEDEN KINERJA
REKSADANA INDONESIA**

deepublish / Publisher

UU No 28 tahun 2014 tentang Hak Cipta

Fungsi dan sifat hak cipta Pasal 4

Hak Cipta sebagaimana dimaksud dalam Pasal 3 huruf a merupakan hak eksklusif yang terdiri atas hak moral dan hak ekonomi.

Pembatasan Pelindungan Pasal 26

Ketentuan sebagaimana dimaksud dalam Pasal 23, Pasal 24, dan Pasal 25 tidak berlaku terhadap:

- i. Penggunaan kutipan singkat Ciptaan dan/atau produk Hak Terkait untuk pelaporan peristiwa aktual yang ditujukan hanya untuk keperluan penyediaan informasi aktual;
- ii. Penggandaan Ciptaan dan/atau produk Hak Terkait hanya untuk kepentingan penelitian ilmu pengetahuan;
- iii. Penggandaan Ciptaan dan/atau produk Hak Terkait hanya untuk keperluan pengajaran, kecuali pertunjukan dan Fonogram yang telah dilakukan Pengumuman sebagai bahan ajar; dan
- iv. Penggunaan untuk kepentingan pendidikan dan pengembangan ilmu pengetahuan yang memungkinkan suatu Ciptaan dan/atau produk Hak Terkait dapat digunakan tanpa izin Pelaku Pertunjukan, Produser Fonogram, atau Lembaga Penyiaran.

Sanksi Pelanggaran Pasal 113

1. Setiap Orang yang dengan tanpa hak melakukan pelanggaran hak ekonomi sebagaimana dimaksud dalam Pasal 9 ayat (1) huruf i untuk Penggunaan Secara Komersial dipidana dengan pidana penjara paling lama 1 (satu) tahun dan/atau pidana denda paling banyak Rp100.000.000 (seratus juta rupiah).
2. Setiap Orang yang dengan tanpa hak dan/atau tanpa izin Pencipta atau pemegang Hak Cipta melakukan pelanggaran hak ekonomi Pencipta sebagaimana dimaksud dalam Pasal 9 ayat (1) huruf c, huruf d, huruf f, dan/atau huruf h untuk Penggunaan Secara Komersial dipidana dengan pidana penjara paling lama 3 (tiga) tahun dan/atau pidana denda paling banyak Rp500.000.000,00 (lima ratus juta rupiah).

Musdalifah Azis dan Rusdiah Iskandar

ANTESEDEN KINERJA REKSADANA INDONESIA

 deepublish

Cerdas, Bahagia, Mulia, Lintas Generasi.

ANTESEDEN KINERJA REKSADANA INDONESIA

Musdalifah Azis dan Rusdiah Iskandar

Desain Cover :
Herlambang Rahmadhani

Sumber :
www.shutterstock.com

Tata Letak :
Zulita Andan Sari

Proofreader :
Meyta Lanjarwati

Ukuran :
viii, 86 hlm, Uk: 15.5x23 cm

ISBN :
No ISBN

Cetakan Pertama :
Bulan 2021

Hak Cipta 2021, Pada Penulis

Isi diluar tanggung jawab percetakan

Copyright © 2021 by Deepublish Publisher
All Right Reserved

Hak cipta dilindungi undang-undang
Dilarang keras menerjemahkan, memfotokopi, atau
memperbanyak sebagian atau seluruh isi buku ini
tanpa izin tertulis dari Penerbit.

PENERBIT DEEPUBLISH
(Grup Penerbitan CV BUDI UTAMA)

Anggota IKAPI (076/DIY/2012)

Jl.Rajawali, G. Elang 6, No 3, Drono, Sardonoharjo, Ngaglik, Sleman
Jl.Kaliurang Km.9,3 – Yogyakarta 55581

Telp/Faks: (0274) 4533427

Website: www.deepublish.co.id

www.penerbitdeepublish.com

E-mail: cs@deepublish.co.id

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur kami panjatkan kehadiran Allah Swt., karena atas rahmat dan karunia-Nya buku *Anteseden Kinerja Reksa Dana Indonesia* ini dapat diselesaikan, dan karena rahmat dan karunia-Nya kami dapat menyusun berbagai temuan studi ke dalam sebuah buku. Hal ini dimaksudkan untuk membantu seorang investor memutuskan untuk memilih apakah berinvestasi dalam portofolio reksa dana yang dikelola oleh perusahaan manajemen aset atau tidak.

Buku ini merupakan kompilasi dari berbagai temuan penelitian tentang variabel-variabel yang memengaruhi kinerja reksa dana serta berbagai isu/pendapat yang beredar di kalangan masyarakat umum dan akademisi tentang tingkat pengembalian investasi portofolio reksa dana. Dengan memeriksa perbedaan antara studi teoretis dan penyelidikan sebelumnya, kejadian ini membentuk studi penelitian empiris. Akibatnya, akademisi mencoba memasukkan teori investasi portofolio reksa dana untuk mengatasi kesulitan empiris yang diangkat oleh para peneliti yang mempelajari fenomena sosial pada investasi reksa dana. Kami mengucapkan terima kasih kepada semua pihak yang telah berkontribusi dalam penerbitan buku ini., akhirnya, besar harapan kami semoga ada keberkahan ilmu buku ini bagi para investor dan akademisi dosen pada khususnya dan para pembaca budiman pada umumnya.

Samarinda, 1 Agustus 2021

PENULIS

DAFTAR ISI

KATA PENGANTAR.....	v
DAFTAR ISI.....	vi
DAFTAR TABEL.....	vii
Pendahuluan.....	1
Manajemen Investasi.....	11
Kinerja Reksa dana.....	16
<i>Market Timing Ability</i>	18
<i>Fund size</i>	25
Likuiditas.....	31
<i>Leverage</i>	36
Kepemilikan Asing.....	42
Kemampuan Manajer Investasi.....	48
<i>Gross Domestic Product</i>	51
Inflasi.....	56
Perkembangan Perusahaan Reksa Dana.....	65
Penutup.....	70
REFERENSI.....	75
INDEKS.....	83
TENTANG PENULIS.....	85

DAFTAR TABEL

Tabel 1.	Statistik Deskriptif <i>Market Timing Ability</i> dan <i>Fund Size</i>	28
Tabel 2.	Hasil Analisis Regresi Data Panel pada Variabel <i>Market Timing Ability (MTA)</i> dan <i>Fund Size (FS)</i>	29
Tabel 3.	Statistik Deskriptif Likuiditas, MT dan MFP.....	33
Tabel 4.	Hasil Analisis Regresi Data Panel pada Variabel <i>Market Timing (MT)</i> dan LIKUIDITAS.....	34
Tabel 5.	Statistik Deskriptif ASETP, LEVE dan RISK.....	39
Tabel 6.	Hasil Analisis Regresi Data Panel pada Variabel <i>Mutual Fund Risk (RISK)</i> , <i>Leverage (LEVE)</i> , dan <i>Asset Prices (ASETP)</i>	40
Tabel 7.	Statistik Deskriptif Kepemilikan Asing, INVA dan MFP.....	44
Tabel 8.	Hasil Analisis Regresi Data Panel pada Variabel Kinerja Reksa Dana (MFP), Kepemilikan Asing (KPAS), dan <i>Investment Ability (INVA)</i>	45
Tabel 9.	Statistik Deskriptif GDP, Inflasi dan <i>Return Saham Reksa dana</i>	53
Tabel 10.	Hasil Analisis Regresi Data Panel pada Variabel <i>Return Saham Reksa Dana</i> , <i>Gross Domestic Product (GDP)</i> , <i>Tingkat Inflasi</i>	54
Tabel 11.	Rekapitulasi Hasil Perhitungan <i>Treynor Mazuy Conditional Model</i>	61
Tabel 12.	Hasil deskripsi data perkembangan perusahaan reksa dana.....	67

deepublish / publisher

Pendahuluan

Kinerja reksa dana digambarkan sebagai portofolio yang mempertimbangkan karakteristik seperti *fund size*, *market timing*, analisis portofolio efek, dan tingkat risiko portofolio di samping tingkat pengembalian yang diciptakan oleh portofolio (Ünal & Tan, 2015). Dalam skenario ini, keberhasilan perusahaan reksa dana berdampak langsung pada pengelolaan dana oleh manajer investasi (Ferson & Mo, 2016).

Istilah NAB sering digunakan dalam industri reksa dana. Istilah "nilai aset bersih" mengacu pada jumlah uang yang bernilai dari aset reksa dana. Harga reksa dana ditentukan oleh nilai kekayaan bersih dibagi dengan unit penyertaan; pada harga ini, reksa dana tersebut dijual atau dibeli. Akibatnya, nilai aset bersih reksa dana berdampak pada kinerjanya dengan mentransfer berdasarkan jenis transaksi yang dilakukan oleh perusahaan reksa dana (Diserens *et al.*, 2018). Pentingnya kinerja perusahaan adalah untuk memastikan bahwa ketika memilih reksa dana sebagai tujuan investasi, Anda melihat pengukuran kinerja dengan tingkat pengembalian dan risiko untuk menentukan kemampuan manajer investasi dalam mengelola portofolio (Chen, Gan, Hu, 2015). Kinerja manajer investasi dapat dilihat dengan melihat bagaimana mereka mengelola dana, layanan, dan transparansi informasi.

Menurut data Otoritas Jasa Keuangan (OJK), perkembangan nilai aset bersih (NAB) meningkat dari Rp.507.090.490.788.297,94,00 pada akhir Desember 2018 dengan unit penyertaan sebanyak 373.851.966.838,28 unit menjadi Rp.553.265.297.270.388,46,00 pada

akhir Desember 2019 dengan unit penyertaan sebanyak 423.022.042.699,43 unit.

Reksa dana terproteksi menjadi penyumbang aset kelolaan (AUM) terbesar pada akhir Desember 2019, dengan total dana kelolaan sebesar Rp.141.690.815.388.00,00 naik 7,08 persen dari Rp.132.317.366.102.547,00 pada Desember 2018. Reksa dana saham berada di urutan kedua, dengan total dana kelolaan sebesar Rp.152.644.047.941.325,00 turun-0,98 persen dari Rp.137.550.222.787.093,00 tahun lalu. Reksa dana pendapatan tetap berada di urutan ketiga, dengan total dana kelolaan sebesar Rp.113.286.938.528.777,00 naik 9,50 persen dari tahun sebelumnya Rp.103.455.488.923.612,00. Total dana kelolaan reksa dana terproteksi dan reksa dana pendapatan tetap meningkat dalam skenario ini, sedangkan reksa dana saham menurun. Penurunan tersebut terkait dengan kinerja manajer investasi di reksa dana saham, dan juga berdampak langsung pada keputusan investasi investor. Namun, hal ini juga menunjukkan bahwa, kecuali reksa dana terproteksi, masyarakat Indonesia lebih tertarik pada reksa dana saham dibandingkan reksa dana lainnya. Reksa dana saham banyak diminati karena menawarkan keuntungan yang besar tetapi juga memiliki bahaya yang tinggi, itulah sebabnya penulis lebih memilih untuk meneliti reksa dana saham daripada reksa dana bentuk lain.

Dari tahun ke tahun, total nilai aktiva bersih (NAB) dan jumlah unit yang diproduksi oleh semua bentuk reksa dana di Indonesia mengalami peningkatan. Dalam reksa dana, seorang investor harus memahami bagaimana manajer investasi mengelola portofolionya. Menurut Chang & Lewellen (1984), terdapat berbagai variabel yang dapat diteliti oleh investor dalam menentukan kinerja reksa dana saham yang kuat, salah satunya adalah kemampuan *market timing*. Menurut Huij & Post (2011), *market timing* adalah kemampuan manajer investasi untuk

melakukan modifikasi portofolio aset guna memprediksi perubahan atau pergerakan harga pasar secara umum. Menurut Philippos (2011), kemampuan *market timing* berdampak pada kinerja perusahaan ketika mengadopsi metode Treynor-Mazuy. Perhatikan perbandingan pengukuran kinerja reksa dana dan kemampuan *market timing*, khususnya pada reksa dana saham yang terdaftar di Otoritas Jasa Keuangan (OJK) pada tahun 2016.

Misalnya, PT Kategori reksa dana yang diproduksi oleh Bahana TCW Investment Management antara lain reksa dana saham (Dana Ekuitas Prima) dengan total dana kelolaan (AUM) yang dikelola pada akhir Desember 2018 sebesar Rp.540.716.358.120,46,00 tetapi hanya sebesar Rp pada akhir Desember 2019. Pendekatan Sharpe Ratio yang digunakan untuk mengevaluasi kinerja reksa dana pada tahun 2018 hanya sebesar-0,641 namun tumbuh sebesar-0,642 pada tahun 2019. Pada tahun 2018, pendekatan rasio Treynor digunakan untuk menilai kemampuan *market timing*, dan hasilnya adalah-0,108 pada 2018 dan-0,076 pada tahun 2019. Artinya, masalah yang dialami PT Bahana, Jumlah dana kelolaan berkurang, namun nilai hasil pengukuran kinerja reksa dana mengalami peningkatan. Selain itu, kemampuan *market timing* manajer investasi telah melakukan kesalahan *market timing*, baik dalam pembelian maupun penjualan portofolio sehingga menyebabkan hasil yang turun. Namun, hal ini hanya dapat diukur dalam konteks portofolio efek investor manajer investasi secara keseluruhan, bukan dalam konteks operasi perusahaan.

Sebelum berinvestasi di reksa dana, investor harus mengetahui *fund size*. Portofolio sekuritas yang lengkap dalam reksa dana dapat digunakan untuk menentukan *fund size* (Vithessonthi & Tongurai, 2015). Semakin besar dana sekuritas yang dikelola maka akan semakin fleksibel serta meningkatkan kekuatan perusahaan dan memfasilitasi pembentukan skala

ekonomi, yang akan berdampak menguntungkan pada kinerja dan memungkinkan mereka untuk menghadirkan citra kinerja yang lebih baik kepada investor.

Kinerja reksa dana digambarkan sebagai portofolio yang mempertimbangkan tidak hanya tingkat pengembalian yang diberikan oleh portofolio, tetapi juga elemen lain seperti tingkat risiko portofolio (Rzezniczak & Swinkels, 2011). Relevansi kinerja reksa dana adalah untuk memastikan bahwa ketika memilih reksa dana sebagai tujuan investasi, kinerja reksa dana menentukan kapasitas manajer investasi untuk mengelola portofolio dengan membandingkan pengukuran kinerja dengan tingkat pengembalian dan risiko.

Menurut Chang & Lewellen (1984), kinerja reksa dana dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor, salah satunya adalah kemampuan mengelola *market timing*. *Market timing* berdampak pada kinerja reksa dana, yang harus dipertimbangkan oleh investor dan *stakeholder* ketika memutuskan untuk berinvestasi atau tidak pada reksa dana jenis ini. Semakin besar tingkat kinerja reksa dana, semakin baik kemampuan manajer investasi untuk memprediksi waktu pasar saat menjual, membeli, dan menahan portofolionya, yang memungkinkan dia mendapat untung dari volatilitas daripada mengunci imbalan melalui pasar waktu habis. Likuiditas, selain *market timing*, merupakan faktor penting dalam kinerja reksa dana (Wattatorn *et al.*, 2020). Manajer dana berkinerja tinggi memiliki keterampilan manajemen likuiditas yang sangat baik, tetapi manajer dana berkinerja rendah tidak. Jadi, selama periode likuiditas pasar tinggi (rendah), manajer dana berkinerja tinggi meningkatkan (mengurangi) eksposur dana ke pasar, sedangkan manajer dana berkinerja rendah tidak memiliki tanggung jawab kapasitas waktu likuiditas. Indeks Kinerja Reksa dana JD Power and Associates (Indeks Kinerja Reksa dana JD Power and Associates) Alpha adalah metode pengukuran (Chen *et al.*, 2005).

Namun, pendekatan (Sharpe) telah digunakan dalam sejumlah penyelidikan sebelumnya. di mana standar deviasi dibagi dengan *return* portofolio atau *return* pasar dan *return* suku bunga bebas risiko untuk menentukan kinerja reksa dana (Busse, 1999). Misalnya, PT Asanusa Asset Management mengevaluasi kinerja reksa dana menggunakan metode Sharpe Ratio pada produk reksa dana pendapatan tetap (Asanusa Syariah Sukuk Investment) pada tahun 2018 dan ditemukan sebesar-1.197, kemudian naik menjadi 1.760 pada tahun 2019. Likuiditas diukur pada 314.558,73 pada tahun 2018 dan selanjutnya menurun sebesar-889.165 pada tahun 2019. Dari angka-angka tersebut terlihat jelas bahwa terjadi penurunan likuiditas seiring dengan membaiknya kinerja. Hal ini menunjukkan bahwa kasus sebelumnya bertentangan dengan hipotesis yang mengatakan bahwa ketika minat investor meningkat, kinerja manajer investasi reksa dana juga meningkat.

Kemampuan reksa dana untuk menentukan waktu pasar dapat membantunya meningkatkan kinerjanya, menghasilkan pengembalian yang lebih besar bagi investor. Pemenuhan keinginan investor akan berdampak pada kelangsungan hidup dan reputasi perusahaan reksa dana. Perhitungan Treynor digunakan untuk menentukan *market timing* (Kasanen *et al.*, 1992). Namun, hal ini tidak berlaku untuk semua produk reksa dana. Misalnya, PT Aberdeen Standard Investments Indonesia pada produk reksa dana pendapatan tetap (Aberdeen Standard Indonesia Bond Fund) dengan mengevaluasi kinerja reksa dana menggunakan teknik Sharpe Ratio pada tahun 2018 adalah-0,830, kemudian naik menjadi 0,301 pada tahun 2019. *Market timing* adalah 0,148 di tahun 2018 dengan menggunakan teknik Treynor Ratio, kemudian turun di tahun 2019 dan naik sebesar-0,041. Dengan keadaan kinerja yang lebih baik, ada penurunan waktu pasar, menurut statistik ini. Hal ini menunjukkan bahwa contoh sebelumnya menentang gagasan

yang mengklaim bahwa semakin tinggi *market timing* manajer investasi, semakin baik kinerja reksa dana.

Reksa dana adalah investasi dengan pengembalian tinggi, jadi penting untuk memahami bahaya yang terkait dengan aktivitas investasi yang Anda lakukan. Ada perbedaan sistematis antara dana gratis dan dana tanpa beban dalam risiko, dan risiko adalah jumlah potensi yang dihasilkan oleh situasi yang tidak sesuai dengan hasil yang diharapkan (Boguth & Simutin, 2014). Menurut Gakiewicz (2015), dana tanpa beban akan berdampak signifikan. Reksa dana adalah salah satu pilihan investasi yang tersedia bagi masyarakat Indonesia yang mencari cara sederhana untuk berinvestasi. Reksa dana, sebagai tempat berinvestasi, bukannya tanpa bahaya.

Reksa dana tidak langsung dipengaruhi oleh ketersediaan pinjaman, bahaya ketika *leverage* mengikat dan tidak dapat diobservasi digunakan untuk mengurangi risiko. Menurut Boguth & Simutin (2014), reksa dana memiliki risiko *leverage* ketika dibatasi dan meningkat, namun hal ini tidak berlaku untuk semua produk reksa dana. Sebagai contoh, nilai *leverage* perusahaan Aberdeen Standard Investments Indonesia, PT, dengan produk reksa dana Aberdeen Standard Indonesia Balanced Growth Fund mengalami penurunan dari 34.152.883.330 pada tahun 2018 menjadi 30.993.494.784 pada tahun 2019, dengan nilai beta pada tahun 2018 menjadi 0,715 kemudian meningkat pada tahun 2019.. Tahun 2019 naik menjadi 0,722.

Menurut studi yang dilakukan oleh Bhatti *et al.*, (2010), ukuran perusahaan, kompleksitas operasi bisnis, volume, aset, dan *leverage* dari portofolio investasi adalah semua elemen yang berdampak pada risiko dalam organisasi. Salah satu elemen yang memengaruhi risiko adalah ukuran perusahaan, yang diukur dengan aset dan *leverage*. Menurut pernyataan teori keagenan, reksa dana dalam keadaan pendanaan didorong oleh nilai kinerja dan

kemampuan agen manajemen untuk mengeksekusi likuiditas waktu sehingga tidak menimbulkan bahaya (Safdar & Yan, 2017). Sangat penting untuk memperhatikan penekanan pada risiko ketika yang utama menggunakan aset atau *leverage*.

Harga aset, selain menonjolkan *leverage*, berdampak pada risiko reksa dana. Menurut Aymanns & Farmer (2015), keadaan harga aset dalam penetapan harga akan menimbulkan bahaya. Faktor risiko lebih tinggi ketika batas pendanaan besar dan ada pembatasan ketat dalam penggunaan harga aset, meskipun hal ini tidak berlaku untuk semua produk reksa dana. Aberdeen Standard Investments Indonesia, misalnya, adalah PT dengan Aberdeen Standard Indonesia Balanced Growth Fund sebagai produk reksa dana. Meskipun nilai harga aset yang dimiliki turun dari 1.907,21 di tahun 2018 menjadi 1.901,37 di tahun 2019, namun risiko atau nilai beta naik dari 0,715 di tahun 2018 menjadi 0,722 di tahun 2019.

Mutual fund performance (mutual fund performance) is considered important because it determines the ability of investment managers to manage portfolios by looking at the rate of return and risk (Deb, 2019). Investment managers have a task, namely to improve the performance of mutual funds and ensure that what is invested survives from time to time, so that investment managers have prospects and can be investors' choice in managing their portfolios (Fabozzi, 2003). Performance measurement is a control tool that includes the implementation and evaluation of the performance of employees and the company's operations by using information that can be in the form of financial or non-financial information and can be based on internal or external measurements.

Kepemilikan asing dan kemampuan investasi adalah dua elemen yang memengaruhi keberhasilan reksa dana (Nanda, Narayanan & Warther, 2000; Lindemanis, Loze & Pajuste, 2019). Kepemilikan reksa dana asing secara teoretis dapat meningkatkan kinerja reksa dana (Bentivogli & Mirenda, 2017). Namun, hal ini tidak memengaruhi semua produk reksa dana; misalnya kinerja produk reksa dana BNP Paribas Pesona Syariah Saham milik asing

mengalami penurunan dengan nilai rasio Sharpe sebesar 0,082 pada tahun 2018 menjadi 0,530 pada tahun 2019, namun kinerja perusahaan mengalami penurunan dengan nilai rasio Sharpe sebesar 0,082 pada tahun 2018.

Kemampuan investasi atau kapasitas manajer investasi untuk mengelola portofolio melalui tingkat pengembalian dan risiko, adalah elemen lain yang memengaruhi keberhasilan reksa dana (Deb, 2019). Kemampuan manajer investasi dipengaruhi oleh dua hal. Elemen pertama adalah *market timing skill*, yang merupakan ukuran kemampuan manajer portofolio untuk memprediksi pergeseran pasar dengan mengubah komposisi portofolio yang dikelolanya menjadi aset dengan volatilitas yang lebih rendah saat pasar menurun dan sebaliknya (Shanmugham & Zabiulla, 2012). Aspek kedua yang perlu dipertimbangkan adalah pemilihan stok. Pemilihan saham mengacu pada kemampuan manajer portofolio untuk memilih aset yang sesuai (Shanmugham & Zabiulla, 2012). Dalam penelitiannya di India, Shanmugham & Zabiulla (2012) menemukan bahwa pemilihan saham berdasarkan model Jensen memiliki efek *alpha* positif yang cukup besar terhadap kinerja reksa dana.

Secara teoretis, ketika kemampuan manajer investasi meningkat, kinerja reksa dana juga meningkat (Nanda *et al.*, 2000). Namun, ini tidak berlaku untuk semua produk reksa dana lainnya. Pada produk reksa dana Lautandhana Saham Syariah misalnya, kemampuan manajer investasi meningkat dari 0,000 di tahun 2018 menjadi 0,010 di tahun 2019, yang dinilai dari nilai Jensen Alpha Shanm. Namun, kinerja reksa dana turun dari -0,610 pada 2018 menjadi 0,672 pada 2019, sebagaimana dinilai dari nilai Sharpe (Grau-Carles, Doncel, & Sainz, 2019). Bertentangan dengan gagasan sebelumnya, hal ini tidak terjadi.

Kapasitas bisnis untuk menilai kekuatan dan kekurangannya disebut sebagai pengembalian saham (Maio, 2016). Namun,

pengembalian saham reksa dana dapat dihitung dengan nilai aset bersih dibagi dengan unit pembelian dikurangi nilai aset bersih dibagi dengan nilai unit penjualan ditambah dividen dibagi dengan nilai aset bersih dibagi dengan unit yang dibeli dikalikan dengan dividen dibagi dengan nilai aset bersih dibagi dengan unit pembelian dikalikan dengan dividen dibagi dengan nilai aset bersih dibagi dengan unit yang dibeli dikalikan dengan dividen dibagi dengan nilai aset bersih dibagi dengan unit yang dibeli dikalikan dengan dividen dibagi dengan nilai aset bersih dibagi oleh unit pembeli (Adisetiawan, 2017). Akibatnya, laporan keuangan berhubungan erat dengan variabel *return* saham reksa dana.

Perusahaan reksa dana yang terdaftar di Indonesia menjadi fokus kajian ini. Menurut Adisetiawan (2017), reksa dana merupakan wadah penghimpunan dana modal masyarakat, yang kemudian diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi. Reksa dana dibagi menjadi empat kategori: reksa dana pasar uang, reksa dana pendapatan tetap, reksa dana saham, dan reksa dana dengan berbagai aset (Azis, Musdalifah, 2015). Karena posisi perusahaan tersebut rentan terhadap kondisi makro ekonomi sehingga setiap perbaikan atau penurunan perekonomian akan tercermin pada *return* saham perusahaan (Nguyen *et al.*, 2019).

PDB merupakan salah satu variabel yang dapat memengaruhi *return* saham reksa dana. Menurut Nguyen dkk. (2019), jika pertumbuhan PDB tumbuh, pengembalian saham reksa dana akan meningkat, dan jika pertumbuhan PDB turun, pengembalian saham reksa dana akan menurun. Beberapa studi tentang *return* saham perusahaan telah dilakukan, dengan temuan yang bertentangan. Assefa dkk., (2017); Nguyen *et al.*, (2019) menemukan hubungan yang menguntungkan antara PDB dan pengembalian saham perusahaan dalam penelitian mereka. Namun hasil penelitian ini berbanding terbalik dengan nilai Rp.PDB tahun 2018. Rp 14.837,4

triliun, naik dari Rp 14.837,4 triliun di tahun 2017. 13.587,2 triliun dolar, Pada triwulan II tahun 2019, pertumbuhan PDB sebesar Rp. Pertumbuhan tersebut lebih lambat dari PDB sebesar 3.913.461.1. Pada triwulan II 2018 sebesar 5,05 persen, namun *return* saham reksa dana pada perusahaan Abf Indonesia Bond Index Fund tahun 2018 sebesar-2,33 persen, sedangkan *return* saham bisnis Abf Indonesia Bond Index Fund pada tahun 2019 sebesar 13,52 persen.. Penelitian ini berbeda dengan temuan perusahaan Investasi Sukuk Asanusa Syariah yang memiliki tingkat pertumbuhan PDB yang sama pada tahun yang sama meski *return* saham reksa dana pada 2019 tumbuh 10,83 persen, namun *return* reksa dana usaha Asanusa Syariah Sukuk Investment sebesar-3,49 persen.

Manajemen Investasi

Manajemen investasi adalah proses pengelolaan uang di mana tim profesional dan pemimpin mengelola berbagai sekuritas seperti saham, obligasi, dan aset lainnya seperti aset keuangan dalam rangka memenuhi tujuan investasi pemegang saham atau investor (Fabozzi, 2003).

Investasi riil (investasi riil) mengacu pada aset aktual seperti tanah, mesin atau pabrik, sedangkan investasi keuangan (investasi finansial) mengacu pada kontrak tertulis seperti saham dan obligasi. Musdalifah dkk (Musdalifah dkk., 2015).

Investasi adalah cabang keuangan yang mempelajari bagaimana pasar keuangan berperilaku dan bagaimana aset dihargai. Tanggung jawab manajer investasi mungkin termasuk menilai saham biasa, memilih sekuritas untuk dana pensiun, dan memantau kinerja portofolio, antara lain (Fabozzi & Francis, 1977).

Komitmen uang atau sumber daya lain saat ini dengan harapan mencapai keuntungan di masa depan disebut sebagai investasi (Bodie, 1999). Istilah "investasi" mengacu pada berbagai kegiatan. Investasikan sebagian uang Anda dalam aset riil dan finansial (Musdalifah *et al.*, 2015).

Teori Portofolio

Markowitz dkk. (2011) mengklaim bahwa teori portofolio mengungkapkan bahwa investor berinvestasi dalam portofolio aset untuk meminimalkan risiko yang diukur dengan standar deviasi pengembalian portofolio, berdasarkan model fundamental dari

literatur keuangan. Dana investasi dan manajemen portofolio adalah dua aspek fundamental perusahaan, menurut Fama (1970). Fama (1970) menciptakan model teoretis untuk menjelaskan pengembalian saham sebagai fungsi dari berbagai variabel, termasuk tingkat bebas risiko, pengembalian pasar, ukuran perusahaan, nilai pasar, laba perusahaan, dan aktivitas investasi bisnis.

Manajer investasi bertanggung jawab untuk mengendalikan waktu pasar untuk manajemen portofolio, menurut Wattanatorn & Tansupswatdikul (2018). Kinerja reksa dana merupakan komponen penting dalam pengelolaan portofolio, seperti yang dijelaskan oleh Wattanatorn & Tansupswatdikul (2018). Tingkat pengembalian pasar dan *market timing* berubah, memungkinkan manajer investasi mengelola portofolio sekuritas (Obreja, 2013). Bukti pada manajer investasi yang dapat mengatur *market timing* dan hubungannya dengan ukuran perusahaan reksa dana, dalam hal portofolio efek sebagai teori, dapat dikaitkan dengan waktu pasar manajemen portofolio dan ukuran perusahaan adalah hasilnya dari total portofolio efek yang telah dihitung dan dianalisis oleh manajer investasi (Musdalifah *et al.*, 2017).

Teori portofolio mengatakan bahwa saat membangun portofolio, risiko dan pengembalian harus dievaluasi dalam konteks kerangka formal. Menurut (Musdalifa *et al.*, 2017), bentuk dalam teori portofolio mengasumsikan bahwa pengembalian sekuritas di masa depan dapat diantisipasi, yang kemudian dapat digunakan untuk mengevaluasi risiko dengan perubahan distribusi saat ini. Menurut Nguyen, Schinckus, dan Hong (2019), risiko investasi reksa dana dapat dikurangi dengan mencampurkan aset/aset ke dalam portofolio. Teori portofolio akan selalu dikaitkan dengan estimasi risiko dan ekspektasi pengembalian investor, yang dikuantifikasi secara ilmiah untuk membangun portofolio investasi. Bahaya satu aset yang dirugikan oleh yang

utama tidak diragukan lagi lebih besar daripada kemungkinan beberapa aset yang dirugikan oleh prinsipal.

Pembuatan portofolio membutuhkan banyak waktu dan usaha. Premis di balik teori portofolio adalah bahwa ada kerangka formal untuk menilai keduanya dalam pembuatan portofolio. Teori portofolio, dalam bentuknya yang paling dasar, dimulai dengan premis bahwa tingkat pengembalian aset di masa depan dapat diprediksi, dan kemudian menghitung risiko dengan mengubah distribusi pengembalian. Teori portofolio memberikan hubungan linier antara risiko dan pengembalian di bawah asumsi tertentu. Menurut teori portofolio, investor yang rasional tidak akan meningkatkan risiko tanpa meningkatkan keuntungan yang diharapkan. Menurut Nguyen, Schinckus, dan Hong (2019), keputusan pinjaman dan investasi saat ini didasarkan pada hubungan antara risiko yang diterima dan pengembalian yang diproyeksikan. Semakin tinggi tingkat pengembalian yang diperlukan untuk menutupi risiko investasi atau pinjaman, semakin tinggi risikonya.

Pada dasarnya teori portofolio hadir untuk memberikan jawaban bagi prinsipal untuk mengurangi risiko di masa depan. Menurut Heaton dan Lucas (2000), prinsipal akan mengevaluasi kinerja portofolio yang dimiliki, dan dalam penjelasannya tentang teori portofolio, risiko dan pengembalian yang diberikan oleh agen harus dipertimbangkan dengan asumsi kerangka formal untuk mengukur pembentukan portofolio., dan prinsipal harus dapat mengasumsikan *leverage* yang akan diberikan oleh agen untuk mengurangi risiko dalam portofolio. Prinsipnya harus mempertimbangkan risiko penggunaan harga aset dalam berinvestasi dengan melakukan diversifikasi yang matang. Semakin besar bahaya penggunaan harga aset dalam investasi, semakin tinggi tingkat pengembalian yang diperlukan untuk menutupi risiko.

Teori Stakeholder

Teori *stakeholder* adalah sebuah konsep yang dapat diterapkan pada sekelompok perusahaan, individu atau pemegang portofolio dalam rangka mempersiapkan tujuan investasi perusahaan reksa dana (Freeman, 2001). *Stakeholder*, orang yang memegang kendali atau pemegang saham dan pemegang portofolio akan menentukan keberhasilan suatu perusahaan, yang akan berdampak dan memengaruhi kinerja reksa dana.

Menurut gagasan ini, *fund size stakeholder* dalam reksa dana terdiri dari investor yang memiliki portofolio atau pemegang portofolio yang ingin meningkatkan kinerja reksa dana dengan memantau portofolio saham mereka (Chen *et al.*, 2004). Secara eksplisit melacak kinerja yang kurang, ada biaya yang terkait dengan menawarkan layanan manajemen investor kecil (Bhatti, Ariff, & Mansor, 2015). Karena tidak ada *fund size* yang terus-menerus memiliki kinerja yang kuat selama periode waktu tertentu, manajer investasi mungkin adalah manajer yang memiliki pengaruh terhadap *stakeholder* jika Anda tidak memanfaatkan manfaat portofolio berupa pengurangan risiko dan pengembalian yang lebih baik.

Kemampuan manajer investasi dalam mengelola portofolio investasi dengan menggunakan teknik Sharpe Ratio sesuai *market time* juga dipengaruhi oleh Elton, Gruber, dan Blake (2012). (Diserens *et al.*, 2018). Dalam situasi ini, apa yang memengaruhi kinerja bisnis reksa dana yang kuat juga dapat memberikan keuntungan dan tampak menarik bagi para *stakeholder* atau pemegang portofolio dalam membuat penilaian tentang manajer investasi, memungkinkan mereka untuk memberikan dukungan langsung yang dapat memengaruhi keberadaan dan reputasi manajer investasi.

Gagasan keagenan mengkaji kesulitan-kesulitan yang terjadi dalam bisnis sebagai akibat dari perbedaan sudut pandang antara

agen (manajer) dan prinsipal (pemilik) (pemegang saham). Topik mekanisme tata kelola dalam teori keagenan akan dibahas untuk mengontrol aktivitas agen untuk kepemilikan bersama. Individu atau kelompok pemegang saham yang memiliki perusahaan reksa dana akan mendelegasikan wewenang kepada agen atau manajer untuk mengelola bisnis atas nama mereka (Pal & Chandani, 2014). Menurut Eisenhardt (2018), perusahaan harus berfungsi untuk memaksimalkan nilai dan profitabilitas untuk kepentingan prinsipal. Menurut Panda & Leepsa (2017), jika suatu perusahaan atau organisasi dikendalikan oleh seseorang atau sekelompok individu yang bukan pemilik aslinya, kemungkinan besar keuntungan tersebut tidak akan terwujud. Eisenhardt (2018) meneliti struktur kepemilikan perusahaan, menyimpulkan bahwa agen akan mendominasi perusahaan dan mengeksploitasi aset untuk keuntungan pribadi mereka, yang mengakibatkan konflik antara prinsipal dan agen.

Pelacakan eksplisit digunakan untuk menyelesaikan setiap perselisihan yang mungkin timbul antara agen dan prinsipal. Masalah keagenan menciptakan situasi pembagian risiko antara para pihak, dengan prinsip sebagai pemilik mengambil risiko dan menginvestasikan uangnya, dan agen mengelola risiko dan memperoleh keuntungan ekonomi. Agen, dalam kapasitasnya sebagai manajer, menghadapi bahaya menolak dan memaksimalkan aset atau uang untuk keuntungan pribadi. Dalam hal pembagian risiko konflik keagenan, agen memiliki preferensi risiko yang berlawanan (Panda & Leepsa, 2017). Prinsip-prinsip tersebut menggunakan pelacakan eksplisit untuk mengurangi risiko kepemilikan aset dengan mengendalikan risiko multi-aset secara eksternal untuk portofolio yang dikelola.

Kinerja Reksa dana

Kinerja reksa dana didefinisikan sebagai sebuah portofolio tidak hanya melihat tingkat *return* yang dihasilkan portofolio tersebut, tetapi juga harus memperhatikan faktor-faktor lain seperti tingkat risiko, dan faktor-faktor lainnya. Seberapa baik suatu perusahaan reksa dana dapat menggunakan kemampuan utamanya mengelola portofolio dan menghasilkan *return* tinggi. Istilah ini juga digunakan untuk membandingkan manajer investasi yang serupa dalam mengelola masing-masing produk dengan diinvestasikan kedalam portofolionya sehingga kinerja reksa dana menjadi acuan untuk memilih manajer investasi.

Seberapa baik suatu manajer investasi reksa dana dapat menggunakan kemampuan utamanya mengelola portofolio efek dan menghasilkan pengembalian yang tinggi. Penjelasan yang digunakan sebagai gambaran umum portofolio efek secara keseluruhan selama periode tertentu sehingga bisa dijadikan suatu rasio untuk manajer investasi yang sejenis dalam mengelola dan mengatur masing-masing jenis reksa dana yang di mana akan di investasikan kedalam portofolionya, kinerja pada perusahaan menjadi acuan untuk memilih manajer investasi (Ünal & Tan, 2015).

Tujuan *kinerja reksa dana* untuk memastikan dalam memilih jenis reksa dana yang menjadi tujuan investasi serta bagaimana menentukan kemampuan manajer investasi dalam mengelola portofolio (Zhao & Wang, 2007). Manajer investasi dapat dilihat dari kinerjanya dengan bagaimana pengelolaan dana, layanan serta transparansi informasi. Kinerja dapat meningkat dengan

memastikan hal-hal yang perlu diinvestasikan secara bertahap dari waktu ke waktu sehingga manajer investasi memiliki prospek dan menjadi pilihan investor dalam mengelola portofolionya.

Wattanatorn & Tansupswatdikul (2018) menjelaskan bahwa kinerja reksa dana dapat dipengaruhi beberapa hal salah satunya yaitu kemampuan penentuan waktu pasar oleh manajer investasi. *Market timing ability* memiliki dampak terhadap kinerja pada perusahaan untuk menjadi pertimbangan investor dan *stakeholder* untuk berinvestasi terhadap jenis reksa dana. Semakin tinggi tingkat kinerja maka semakin baik manajer investasi dalam menentukan waktu pasar dalam menjual, membeli dan ditahan portofolionya sehingga mendapatkan keuntungan. Selain *market timing ability*, *fund size* juga memengaruhi kinerja reksa dana yang di mana memengaruhi nilai perusahaan reksa dana tersebut, di mana dari perusahaan yang memiliki ukuran yang akan memengaruhi kapitalisasi pasar reksa dana itu sendiri.

Kinerja reksa dana diukur dengan menggunakan pengukuran metode *J. Alpha* (Deb, 2019). Namun banyak penelitian sebelumnya menggunakan metode *Sharpe Ratio* dan akan dijadikan sebagai pengukuran pada penelitian ini, di mana pengukuran kinerja reksa dana dihitung dengan membagi pengembalian portofolio atau pengembalian pasar dan pengembalian risiko bunga dengan standar deviasi (Sharpe, 1990).

$$Sp = \frac{Rp - Rf}{\sigma p}$$

Keterangan:

Sp : indeks kinerja Sharpe;

Rp : *return* portofolio atau tingkat pengembalian pasar;

Rf : *return* bebas risiko tingkat bunga bebas risiko;

σp : standar deviasi *return* portofolio selama periode pengamatan

Market Timing Ability

Market timing ability merupakan keahlian manajer investasi dalam menganalisis suatu perubahan harga reksa dana saham sehingga manajer investasi akan memosisikan portofolionya sedemikian rupa agar menghasilkan pengembalian yang melebihi pengembalian pasar (Baker & Wurgler, 2002). Maciel, Gomide, Ballini (2016) menjelaskan bahwa perusahaan lebih cenderung menerbitkan ekuitas ketika pasar dengan nilai atau harga saham tinggi, relatif terhadap nilai pasar buku dan masa lalu serta untuk membeli kembali ekuitas ketika harganya nilai pasar atau harga saham rendah. *Market timing ability* yang dikelola oleh seorang manajer investasi dengan aspek psikologi yang dapat memengaruhi kinerja akan portofolio yang dikelolanya dalam hal ini manajer investasi menghabiskan waktu begitu banyak untuk menguasai pasar, namun lupa untuk menguasai diri sendiri memahami perhitungan serta pemikiran yang memengaruhi tinggi atau rendahnya kinerja reksa dana tersebut.

Dalam literatur dijelaskan bahwa *market timing ability* sebagai dasar penentu manajer investasi dalam jangka pendek sehingga memberikan pengembalian yang tinggi dan bermanfaat bagi investor (Ritter, 2005). Wattanatorn & Tansupswatdikul (2018) menjelaskan bahwa pengaturan waktu pasar memiliki dampak terhadap *kinerja reksa dana* dalam pengelolaan manajer dalam periode waktu yang telah ditentukan dari waktu pasarnya sehingga akan memengaruhi kinerja. Dalam penelitian ini menggunakan penghitungan dengan model *Treynor-Mazuy*. Model ini

menerangkan keahlian manajer investasi dalam melakukan penentuan waktu pasar untuk portofolio. Pada model *Treynor-Mazuy*, kemampuan manajer investasi dalam melakukan penentuan analisis ketika bernilai positif maka hal ini mengindikasikan bahwa manajer investasi dapat menghasilkan *excess return* portofolio reksa dana yang lebih tinggi rasio *excess return market* (Ferson & Mo, 2016).

Market timing merupakan kemampuan manajer investasi dalam memprediksi perubahan harga saham dalam reksa dana sehingga manajer investasi akan memosisikan portofolionya sedemikian rupa agar menghasilkan *return* yang melebihi *return* pasar (Wurgler, 2002). Dalam literatur dijelaskan bahwa *market timing* sebagai dasar penentu manajer investasi dalam jangka pendek sesuai aset sehingga memberikan *return* yang tinggi dan bermanfaat bagi investor (Brendea, 2012). Tetapi, menurut Wattanatorn (2018) *market timing* memiliki dampak terhadap kinerja reksa dana yang dikelola oleh manajer investasi yang di mana diinvestasikan baik jangka panjang atau jangka pendek yang telah ditentukan waktu pasarnya sehingga akan memengaruhi kinerja itu baik atau tidak. Dalam penelitian ini menggunakan penghitungan dengan Treynor-Mazuy Model.

Model Treynor-Mazuy γ mewakili kemampuan manajer investasi dalam melakukan *market timing* dan dikatakan memiliki kemampuan ini ketika γ bernilai positif maka hal ini mengindikasikan bahwa manajer investasi menghasilkan *excess return* portofolio reksa dana yang lebih besar dibandingkan dengan *excess return* pasar (Maroof, Javid, & Mian, 2019). *Market timing* yang dikelola oleh seorang manajer investasi dapat memengaruhi kinerja portofolio yang dikelolanya. Dalam hal ini manajer investasi menghabiskan waktu begitu banyak untuk menguasai pasar, namun lupa untuk menguasai diri sendiri memahami perhitungan

serta pemikiran yang memengaruhi tinggi atau rendahnya kinerja reksa dana tersebut.

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

Treynor-Mazuy Ratio

Keterangan:

α : *Intercept* yang merupakan indikasi *stock selection* dari manajer investasi

R_p : Rata-rata *return* reksa dana periode t

R_f : Rata-rata *return* investasi bebas risiko periode t

R_m : Rata-rata *return* pasar periode t

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

ε_p : *random error*

KASUS 1. Pengaruh *Market timing* Ability terhadap Stock Kinerja reksa dana

Kemampuan *market timing* mengacu pada kemampuan manajer investasi untuk menganalisis fluktuasi harga saham untuk menyusun portofolio mereka sedemikian rupa sehingga mereka mendapatkan pengembalian yang lebih tinggi daripada pasar (Wattanatorn & Tansupswatdikul, 2018). Hal ini berkaitan dengan membuat penilaian yang tepat saat membeli saham dengan harga murah dan menjualnya dengan harga tinggi (Bhatti *et al.*, 2015). Menurut Ferson & Mo (2016), ketika manajer investasi memeriksa *market timing* untuk manajemen portofolio, kinerja reksa dana meningkat (Deb, 2019). Berdasarkan pernyataan di atas, dapat disimpulkan bahwa kemampuan *market timing* manajer investasi berkorelasi dengan kinerja reksa dana.

Dalam teori *stakeholder* telah menjelaskan bahwa perusahaan bukan hanya untuk mencapai tujuan individu dan kepentingan

pihak-pihak tertentu namun harus memberikan keuntungan bagi *stakeholder*-nya yaitu pemegang portofolio. Kemampuan *market timing* yang dimiliki perusahaan reksa dana dapat meningkatkan kinerjanya sehingga pengembalian yang diberikan kepada *stakeholder* juga akan semakin tinggi berupa efek (Shilpi & Arti, 2014). Keinginan dari *stakeholder* atau pemegang efek yang terpenuhi akan memengaruhi keberadaan atau reputasi dari perusahaan reksa dana itu sendiri.

Market timing ability berpengaruh positif dan signifikan terhadap *kinerja reksa dana* pada reksa dana saham di Indonesia. Artinya adalah penentuan waktu pasar oleh manajer investasi dalam pengelolaan portofolio salah satunya merupakan diversifikasi portofolio yang membuat kepercayaan investor terhadap manajer investasi meningkat. Hasil penelitian sejalan dengan penelitian yang dilakukan Wattanatorn & Tansupswatdikul, (2018), Deb, (2019), Ferson & Mo, (2016).

Manajer investasi yang memiliki keterampilan dan keahlian dalam penentuan waktu pasar yang tinggi cenderung memiliki kinerja yang tinggi. Hal ini disebabkan keputusan yang tepat oleh manajer investasi dalam melakukan penyesuaian portofolio saat pembelian dan penjualan sahamnya sebagai antisipasi terhadap perubahan harga pasar.

Teori mengatakan bahwa semakin baik pengembalian portofolio dan diversifikasi portofolio yang dilakukan oleh manajer investasi, kinerja manajer investasi tersebut juga akan meningkat seiring dengan kepercayaan investor terhadap penentuan waktu pasar yang dikelola oleh manajer investasi. Bhatti *et al*, (2015) menyatakan kinerja manajer investasi tersebut juga akan meningkat seiring dengan kepercayaan investor terhadap penentuan waktu pasar yang dikelola oleh manajer investasi. Oleh karena itu manajer investasi akan mendapatkan kinerja yang tinggi. Berbeda dengan penelitian Shilpi & Arti, (2014), dan (Alaabed *et al*, 2019) yang

menemukan pengaruh negatif dan signifikan. Shilpi & Arti, (2014) menyatakan bahwa penentuan waktu pasar bukan hal penting untuk berinvestasi di reksa dana. Hal ini terjadi dikarenakan pengelolaan nilai portofolio dari harga reksa dana saham yang dikelola dengan nilai rendah akan mengalami peningkatan drastis yang akan menjadi pilihan investor untuk berinvestasi.

Market timing ability dinilai berkontribusi positif karena manajer investasi sehingga akan mampu memprediksi kapan waktu yang tepat untuk menyesuaikan dan menganalisis portofolio sahamnya sebagai antisipasi terhadap perubahan harga pasar yang berfluktuasi. Selain itu, manajer investasi bertujuan untuk membeli dana efek dari berbagai instrumen saham yang tersedia sebelum terjadi pergerakan pasar *bullish* dan menjual dan efek sebelum pergerakan pasar *bearish*.

Berdasarkan hasil penelitian ini manajer investasi harus dapat meningkatkan dan mempertahankan tingkat pengembalian atas portofolio dan pelayanan kepada investor mengenai informasi reksa dana saham yang dialokasikan ke portofolio sehingga fluktuasi yang terjadi pada reksa dana saham di mana pergerakan pasarnya terbilang cepat dan sangat berisiko tinggi terhadap portofolio akan target transaksi jual beli reksa dana. Sehingga reksa dana saham dapat menjadi pilihan investasi terbaik bagi investor dan kinerja manajer investasi sebagai pengelola juga dapat meningkat.

Market timing merupakan kemampuan manajer investasi dalam memprediksi perubahan harga saham sehingga manajer investasi akan memosisikan portofolionya sedemikian rupa sehingga mendapatkan *return* yang melebihi *return* pasar. Hal tersebut berkaitan dengan keputusan yang tepat kapan harus membeli saham pada harga rendah dan menjualnya saat harga tinggi dan berpotensi turun. Kinerja reksa dana akan terlihat lebih

baik ketika *market timing* yang dimiliki manajer investasi atas pembaruan portofolio masa lalu (Badhani & Kumar, 2019).

Stakeholder Theory menjelaskan bahwa perusahaan bukanlah entitas yang hanya beroperasi untuk kepentingan sendiri namun harus memberikan manfaat bagi *stakeholder*-nya. Kemampuan *market timing* yang dimiliki perusahaan reksa dana dapat meningkatkan kinerjanya sehingga *return* yang diberikan kepada *stakeholder* juga akan semakin tinggi. Keinginan dari *stakeholder* yang terpenuhi akan memengaruhi keberadaan atau reputasi dari perusahaan reksa dana itu sendiri (Cahart, 1997). Woraphon Wattanatorn *et al.* (2018) mengungkapkan bahwa dana berkinerja terbaik manajer memiliki kemampuan pengaturan waktu likuiditas positif dan kemampuan pengaturan waktu pasar. Berdasarkan pernyataan di atas maka dapat dikatakan bahwa semakin tinggi *market timing* pada seorang manajer investasi maka kinerja reksa dana menjadi tinggi pula.

KASUS 2. Pengaruh *market timing* terhadap income kinerja reksa dana

Market timing berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Kinerja reksa dana* pada perusahaan reksa dana pendapatan tetap yang terdaftar dalam Otoritas Jasa Keuangan (OJK) di Indonesia. Hasil penelitian ini searah dengan penelitian yang dilakukan Badhani & Kumar, (2019), Woraphon Wattanatorn *et al.*, (2018), dan Brenda, (2012).

Ketika *market timing* mengalami kenaikan maka kinerja reksa dana juga mengalami peningkatan. Begitu pula dengan *return* yang diberikan kepada investor juga mengalami peningkatan. Semakin tinggi *return* yang diberikan kepada investor akan semakin menarik minat investor untuk berinvestasi pada reksa dana tersebut. Hal ini menunjukkan manajer investasi yang ada di Indonesia memiliki kemampuan dalam melakukan pembelian dan penjualan saham

dalam waktu yang tepat. Selain itu dapat disimpulkan bahwa manajer investasi mampu melakukan *market timing* yang baik dalam pembentukan portofolio. Hal tersebut berkaitan dengan keputusan yang tepat kapan harus membeli saham pada harga rendah dan menjualnya saat harga tinggi dan berpotensi turun. Kinerja reksa dana akan terlihat lebih baik ketika *market timing* atas portofolio saham yang dilakukan manajer investasi baik pula.

Hirschey (2008) menyatakan bahwa *market timing* dinilai berkontribusi positif karena manajer investasi mampu memprediksi kapan waktu yang tepat untuk menyesuaikan portofolio sahamnya sebagai antisipasi terhadap perubahan harga pasar. Berbeda dengan Waelan (2008) yang menemukan pengaruh positif namun tidak signifikan. Waelan (2008) menyatakan bahwa beberapa manajer investasi dari reksa dana yang diteliti memiliki kemampuan *market timing* walaupun sangat kecil dan tidak signifikan. Melakukan *timing* secara konsisten dalam memprediksi perubahan harga sekuritas tidaklah mudah dan amat sulit dilakukan. Hal tersebut dikarenakan sifat dari nilai sebuah saham tidak dapat diprediksi dengan tepat dan mudah.

Treynor dan Mazuy (1966) mengatakan bahwa ketika nilai β atau gamma positif, berarti menunjukkan adanya *market timing*. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Low (2011) dan Choudary (2014) yang menyatakan bahwa *market timing* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *kinerja reksa dana*. *Market timing* dari manajer investasi dalam membentuk portofolio dapat dijadikan acuan bagi investor dalam mengevaluasi keputusan untuk berinvestasi dalam reksa dana. *Return* yang diperoleh investor akan dipengaruhi oleh kemampuan *market timing* manajer investasi, karena pemilihan efek-efek yang mempunyai prospek kinerja yang baik di masa mendatang akan memberi keuntungan pada investor atas dana yang diinvestasikan pada reksa dana.

Fund size

Fund size adalah suatu metode untuk menentukan ukuran reksa dana berdasarkan dana dalam portofolio yang dikelola dan dijelaskan dalam portofolio efek, selain sebagai penyajian dari keseluruhan kapitalisasi reksa dana (Chen *et al.*, 2004). Nilai total investasi yang dikelola oleh manajer investasi ini dikenal dengan istilah *asset under management* (AUM) atau dana kelolaan di reksa dana.

Aset kelolaan juga mengacu pada seluruh dana efek yang dikelola, yang berbanding lurus dengan ukuran reksa dana, yang diukur dengan total portofolio efek. Penelitian sebelumnya menjelaskan pengaruh ukuran portofolio efek terhadap *excess return* yang erat kaitannya, dan dikatakan bahwa *effect size* yang lebih besar akan menyebabkan risiko yang dihadapi pesaing meningkat.

Menurut literatur, portofolio efek adalah *fund size* yang melihat kenaikan dana, dan manajer investasi yang mengelola portofolio efek dapat lebih kompeten dan lebih tinggi daripada dana dari portofolio efek yang ditangani oleh manajer investasi yang kurang berbakat (Alaabed *et al.*, 2019). Akibatnya, jika kinerja reksa dana berbanding terbalik dengan ukurannya dan tekanan harga pada saham yang dimilikinya (Chen *et al.*, 2004). Sehingga investor memiliki tingkat kepercayaan yang tinggi terhadap reksa dana yang dapat memberikan pelayanan yang baik dan memiliki daya negosiasi yang lebih sehingga memungkinkan mereka untuk menciptakan *return* yang lebih besar (Phillips, Pukthuanthong, Rau, 2017).

$Ln(TPE)$, TPE: Total Portofolio Efek

Karena ukuran sekuritas dalam reksa dana memengaruhi tingkat kapitalisasi pasar, ukuran reksa dana berdampak pada kinerja. Semakin besar *fund size*, dan tergantung pada apakah dana tersebut likuid atau tidak, semakin besar kemungkinan diversifikasi portofolio sekuritas (Phillips *et al.*, 2017). Karena ukuran sekuritas dalam reksa dana memengaruhi tingkat kapitalisasi pasar, ukuran reksa dana berdampak pada kinerja.

Di perusahaan reksa dana Indonesia, *fund size* memiliki dampak negatif dan cukup besar terhadap kinerja reksa dana. Temuan penelitian ini bertentangan dengan gagasan bahwa *fund size* memiliki dampak yang menguntungkan dan signifikan terhadap kinerja reksa dana. Temuan penelitian ini bertentangan dengan anggapan bahwa *fund size* memiliki dampak yang menguntungkan dan signifikan terhadap kinerja reksa dana dalam bisnis reksa dana di Indonesia.

Temuan penelitian ini bertentangan dengan Phillips *et al.* (2017), Huij & Post, (2011), dan Shilpi & Arti, (2014), semuanya mengklaim bahwa *fund size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja reksa dana. Dalam memilih portofolio, investor yang berinvestasi di reksa dana saham tidak terlalu memperhatikan reksa dana yang dikelola. Manajer investasi, khususnya manajer reksa dana saham, perlu lebih berpengetahuan tentang diversifikasi portofolio mereka dan memberikan informasi terkini kepada klien tentang dana sekuritas yang dikelola sebagai tolok ukur.

Menurut pengertian tersebut, semakin besar dana kelolaan atau aset kelolaan dalam keseluruhan portofolio efek seorang manajer investasi, semakin mampu dan mampu menawarkan lebih banyak informasi dan layanan kepada investor. Selain itu, ukuran reksa dana memiliki pengaruh yang kecil terhadap perubahan kinerja reksa dana saham, menurut penelitian ini. Temuan peneliti konsisten dengan temuan (Alaabed *et al.*, 2019), yang menemukan

hasil yang kurang baik dan signifikan. Hal ini dikarenakan dana kelolaan atau *asset under management* (AUM) di seluruh portofolio efek mengalami peningkatan pada reksa dana saham 2018-2019, namun lesunya kinerja tidak mengiringi ekspansi AUM pada efek tersebut. Karena pola perilaku investor selama periode tahun penelitian tidak melihat *fund size* sebagai salah satu faktor terpenting dalam memilih reksa dana, perubahan kinerja reksa dana tidak terlalu dipengaruhi oleh *fund size*.

Kemampuan manajer investasi untuk mengelola reksa dana saham menentukan kinerjanya baik atau buruk. Hal ini ditentukan oleh besaran AUM atau dana kelolaan reksa dana saham, bukan besar kecilnya AUM atau dana kelolaan reksa dana saham. Karena reksa dana saham memiliki tingkat risiko yang tinggi dan tunduk pada perubahan pasar yang substansial, manajer investasi yang terampil dan ahli diperlukan untuk membantu pemulihan portofolio. Manajer investasi harus mampu mengelola reksa dana saham berdasarkan jumlah pengembalian atau pengembalian yang dapat diberikan oleh perusahaan reksa dana saham kepada investor, bukan pada *fund size*.

Manajer investasi harus lebih memperhatikan aktivitas investasi, khususnya dalam pengelolaan reksa dana saham serta diversifikasi portofolio untuk mendorong imbal hasil yang tinggi. Minat investor pada reksa dana saham reksa dana terkelola sedikit lebih tinggi dibandingkan reksa dana bentuk lain. Hal ini merupakan sarana bagi manajer investasi untuk memberikan informasi kepada calon investor dan menarik minat mereka untuk berinvestasi di reksa dana saham sekaligus meningkatkan kinerjanya.

Teori *stakeholder* mengatakan bahwa perusahaan harus memberikan manfaat kepada *stakeholder*-nya, yaitu pemegang portofolio sehingga dalam situasi ini, ukuran portofolio telah meningkatkan arus masuk ke sekuritas dan harga saham reksa

dana berada di bawah tekanan yang signifikan (Huij & Post, 2011). Keahlian manajer dan jumlah efek harus dikorelasikan untuk menyalurkan dana berdasarkan batas waktu yang ditentukan semakin tinggi tekanan harga reksa dana pada portofolio efek (Reuter dan Zitzewitz, 2015).

Dalam situasi ini, kinerja reksa dana akan dipengaruhi oleh aset kelolaan (AUM) reksa dana tersebut, dan keinginan para *stakeholder* atau pemegang portofolio akan berdampak pada kinerja dan eksistensi perusahaan reksa dana atau manajer investasi.

KASUS

Tabel 1. Statistik Deskriptif *Market Timing Ability* dan *Fund Size*

Mar	MFP	MTA	FS
Mean	-276.5618	-35.33975	25.35575
Median	-0.538000	-0.086000	25.72642
Maximum	0.699000	0.465000	29.54082
Minimum	-4071.000	-2051.000	18.19754
Std. Dev.	739.4779	238.7628	2.184822
Observations	130	130	130

Sumber: Lampiran 5, data diolah 2020

Statistik deskriptif digunakan untuk melihat ringkasan data berupa jumlah total data, nilai maksimum, nilai minimum, nilai rata-rata, dan standar deviasi untuk setiap variabel. Variabel *Fund size* (FS) memiliki nilai *mean* yang lebih besar dari standar deviasi, menurut statistik deskriptif. Sedangkan nilai rata-rata variabel Kinerja Reksa Dana (MFP) dan *Market timing Ability* (MTA) lebih rendah dari standar deviasi.

Dalam kasus penelitian ini, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi digunakan untuk melakukan uji asumsi tradisional. Tidak terdapat hubungan antara variabel bebas dengan nilai lebih dari 0,90 pada uji

multikolinearitas, menunjukkan bahwa model data panel dalam penelitian ini tidak memiliki masalah multikolinearitas. Tidak terjadi heteroskedastisitas dalam penelitian ini, dengan nilai probabilitas Os^*R -squared sebesar 2,4695. (lebih besar dari 0,05). Selain itu, nilai DW pada uji autokorelasi adalah 1,939394, yang berhubungan dengan *benchmark* Durbin-Watson; hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai DW berada di antara-2 DW 2 di mana tidak ada autokorelasi.

Berikut hasil analisis alat Eviews versi 10 dan hasil analisis regresi data panel:

Tabel 2. Hasil Analisis Regresi Data Panel pada Variabel *Market Timing Ability (MTA)* dan *Fund Size (FS)*

Variabel Terikat	Variabel Bebas	Koefisien Regresi	t-hitung	Prob.	Arah	Ket.
MFF	Konstanta	1354.938	8.054784	0.0000		
	MTA	2.329440	7.001407	0.0000	(+)	Signifikan
	FS	-61.3902	-547830.7	0.0000	(-)	Signifikan
R-Square		0.713956				
Adjust RSquare		0.414292				
F-Statistik		2.382517				
F Signifikan		0.0000329				

Sumber: data diolah 2019

Koefisien determinasi (R^2) pada model FEM adalah 0,713956. Hal ini menunjukkan bahwa variabel bebas (MTA dan FS) dapat memengaruhi variabel terikat (MFF) sebesar 71,39 persen, sedangkan variabel lain yang tidak termasuk dalam model penelitian ini sebesar 28,61 persen.

Nilai F statistik uji regresi data panel adalah 2,382517, dengan nilai signifikansi yang sama (F signifikan), yaitu 0,000000 yang lebih kecil dari 0,05 (0,0000 0,05). Temuan ini menunjukkan bahwa dua variabel independen, MTA dan FS, memiliki pengaruh simultan

terhadap MFF dalam sampel reksa dana saham OJK periode 2018-2019, dan model yang dapat diterapkan dapat dikembangkan.

Variabel MTA (X1) memiliki nilai t-hitung sebesar 7,001407 dan tingkat probabilitas $0,0000 > 0,05$ pada uji-t, menunjukkan bahwa variabel tersebut memiliki pengaruh positif yang substansial terhadap MFP sampai batas tertentu. Nilai t-hitung variabel FS (X2) sebesar -547830,7 dengan nilai probabilitas $0,0000 > 0,05$ menunjukkan bahwa variabel tersebut berpengaruh negatif agak signifikan terhadap MFP. Model dari penelitian ini sebagai berikut:

$$\text{MFP} = 1354,938 + 2,329440\text{MTA} - 61,39023\text{FS} + e$$

Nilai MTA adalah 2.329440 terhadap MFP, dengan signifikansi $0,0000 > 0,05$ menurut hasil uji peneliti. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi yang digunakan dalam penelitian ini memiliki pengaruh positif dan signifikan secara statistik terhadap MFP. Dan Nilai FS adalah -0,000541 terhadap MFP, dengan signifikansi $0,0000 > 0,05$, menurut hasil uji peneliti. Akibatnya, model regresi yang digunakan dalam penelitian ini memiliki pengaruh negatif dan substansial terhadap MFP.

Likuiditas

Likuiditas reksa dana adalah Kemampuan perusahaan reksa dana untuk memenuhi tanggung jawabnya untuk membayar hutang jangka pendeknya, seperti hutang usaha, hutang dividen, dan hutang pajak, disebut sebagai likuiditas. Amihud (2002) mengukur likuiditas dengan menggunakan rasio harian rata-rata pengembalian saham terhadap volume dolar, dan ia menemukan bahwa pengembalian yang diharapkan atas kelebihan saham termasuk premi tidak likuid. Huang (2014) menggunakan tiga ukuran likuiditas: kepemilikan tunai, rasio likuiditas portofolio, dan kepemilikan saham likuiditas terbesar.

Karena likuiditas yang ada pada reksa dana pendapatan tetap kurang berbahaya dibandingkan reksa dana saham maka termasuk dalam saham pendapatan dan pertumbuhan. Reksa dana pendapatan tetap dapat tumbuh atau meningkat nilainya dari waktu ke waktu, tetapi reksa dana saham menawarkan pengembalian besar dengan risiko yang signifikan. Nilai sekuritas dibagi dengan total aset dikalikan 100 persen digunakan untuk menghitung likuiditas reksa dana (Googling, Houston 2003).

Kinerja reksa dana sangat dipengaruhi oleh likuiditas. Jenis investasi yang dilakukan oleh reksa dana memengaruhi tingkat likuiditas dan kemudahan pencairan, menurut Wattanatorn & Tansupswatdikul (2019). Semakin kuat likuiditas reksa dana, semakin banyak bagian investasi yang dimasukkan ke perusahaan *blue chip* atau obligasi dengan peringkat bagus.

Terlepas dari kenyataan bahwa ekuitas mendominasi aset dasar, pengaruhnya terhadap likuiditas belum pernah dipelajari dalam literatur reksa dana. Karena sebagian besar metrik kinerja yang berlaku didasarkan pada model penetapan harga aset modal standar, bukti empiris menunjukkan bahwa likuiditas menyebabkan inkonsistensi dalam menghitung risiko dan pengembalian. Hal ini juga dapat mengubah evaluasi kinerja reksa dana (Wattanatorn *et al.*, 2018). Ketika ada kekurangan relatif investor dengan permintaan likuiditas sederhana, dana tersebut harus membebankan biaya yang dikurangi dan beberapa keuntungan dalam bentuk pengembalian yang meningkat kepada investor, menurut Nanda, Narayanan, dan Warther (2000). Dalam dekade terakhir, peran likuiditas dalam penetapan harga aset dan pengembalian saham telah menarik minat investor. Menurut pernyataan sebelumnya, seiring dengan meningkatnya minat investor maka kinerja manajer investasi reksa dana juga akan meningkat.

Pada perusahaan reksa dana pendapatan tetap yang terdaftar di Otoritas Jasa Keuangan (OJK) di Indonesia, LIQUIDITY berpengaruh negatif dan kecil terhadap kinerja reksa dana. Berbeda dengan LIQUIDITY yang memiliki pengaruh baik dan signifikan terhadap kinerja reksa dana, temuan penelitian ini berbeda. Hal ini bertentangan dengan temuan Wattanatorn *et al.*, (2018) dan Nanda, Narayanan, dan Warther (2000) yang menemukan bahwa LIKUIDITAS berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja reksa dana.

Menurutnya, dengan meningkatnya minat investor, kinerja manajer investasi reksa dana juga meningkat. Selanjutnya, likuiditas terjamin; investor dapat menukarkan saham atau unit penyertaan setiap saat, sesuai dengan batasan masing-masing reksa dana sehingga memudahkan mereka dalam mengelola uangnya. Perusahaan publik wajib melakukan pembelian kembali saham/

unit penyertaan untuk menjaga tingkat likuiditas yang tinggi. Desmettre dan Deege, (2014), Amihud dan Mendelson, (1986), dan Huang, (2014) semuanya menemukan efek negatif dan tidak penting dalam studi mereka. Temuan penelitian ini tidak perlu diperhatikan karena sebagian besar unit penyertaan yang dijual kembali (*redemption*) oleh pemilik secara serentak kepada manajer investasi mempersulit penyediaan dana untuk pembayaran tersebut. likuidasi perusahaan manajer investasi sebagai pengelola reksa dana serta penutupan atau pailit beberapa emiten publik yang saham atau obligasinya merupakan portofolio reksa dana. Menurut Chen dkk. (2004), hubungan ini paling kuat di antara dana yang diinvestasikan dalam ekuitas kecil dan tidak likuid, menyiratkan bahwa efek skala yang tidak menguntungkan terkait dengan likuiditas. Interaksi likuiditas menghancurkan sebagian besar kinerja dana tersebut.

Perusahaan harus dapat menggenjot perdagangan efek di pasar modal Indonesia berdasarkan temuan penelitian ini guna meningkatkan likuiditas. Setiap instrumen investasi harus memiliki tingkat likuiditas yang tinggi agar investasi dapat berhasil. Akibatnya, investor dapat menarik unit penyertaannya kapan saja, sesuai dengan aturan reksa dana sehingga memudahkan mereka dalam mengelola uangnya.

$$\text{Likuiditas} = \frac{\text{Efek}}{\text{Total Asset}} \times 100\%$$

KASUS

Likuiditas dan *Market Timing* Terhadap *Mutual Fund Performance*

Tabel 3. Statistik Deskriptif Likuiditas, MT dan MFP

	MFP	MT	LIKUIDITAS
Mean	2156.630	-4920.409	92.39172
Median	1944.000	4649.000	96.67000

	MFP	MT	LIKUIDITAS
Maximum	9622.000	172141.0	99.17000
Minimum	0.026000	-689378.0	9.740000
Std. Dev.	2208.037	94324.34	12.73919
Observations	64	64	64

Sumber: data diolah 2020

Statistik deskriptif menunjukkan bahwa variabel *Liquidity* memiliki nilai *mean* yang lebih besar dari standar deviasi. Sedangkan nilai rerata variabel MFP dan MT lebih kecil dari nilai standar deviasi.

Tidak terdapat korelasi antar variabel independen dengan nilai lebih dari 0,90 pada uji multikolinearitas, menunjukkan bahwa model data panel dalam penelitian ini tidak memiliki masalah multikolinearitas. Tidak ada heteroskedastisitas dalam penelitian ini, dengan nilai probabilitas Osb^*R -squared sebesar 0,7007 (lebih besar dari 0,05). Selanjutnya hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai DW sebesar 3,878788 sehingga sesuai dengan *benchmark* Durbin-Watson adalah antara-4 DW 4 di mana tidak terdapat autokorelasi pada uji autokorelasi.

Tabel 4. Hasil Analisis Regresi Data Panel pada Variabel *Market Timing* (MT) dan LIKUIDITAS.

Variabel Terikat	Variabel Bebas	Koefisien Regresi	t-hitung	Prob.	Arah	Ket.
MFP	Konstanta	2334.424	2.4126	0.0222		
	MT	0.002641	2.1158	0.0428	(+)	Signifikan
	LIKUIDITAS	-2.27940	-0.2185	0.8285	(-)	Tidak Signifikan
R-Square		0.965069				
Adjust R Square		0.926646				
F-Statistik		25.11659				
F Signifikan		0.000000				

Sumber: data diolah 2020

Koefisien determinasi (R²) pada model FEM adalah 0,965069. Hal ini menunjukkan bahwa variabel bebas (MT dan LIKUIDITAS) dapat memengaruhi variabel terikat (MFP) sebesar 96,51 persen, sisanya 3,49 persen dijelaskan oleh faktor-faktor yang tidak termasuk dalam model penelitian.

Nilai F statistik untuk uji regresi data panel adalah 25.11659, dengan nilai signifikansi yang sama (F signifikan) sebesar 0,000000 yang lebih kecil dari 0,05 (0,0000 0,05). Temuan ini menyajikan model yang layak yang menjelaskan bagaimana dua variabel independen, MT dan LIQUIDITY, memiliki pengaruh simultan terhadap kinerja reksa dana pada bisnis reksa dana pendapatan tetap yang terdaftar di Otoritas Jasa Keuangan (OJK) selama periode 2018-2019.

Variabel Likuiditas (X1) pada uji-t memiliki nilai t-hitung sebesar -0,218526 dan tingkat probabilitas sebesar 0,8285 > 0,05 yang menunjukkan bahwa variabel tersebut memiliki pengaruh yang agak negatif dan tidak berpengaruh terhadap kinerja reksa dana. Variabel MT (X2) memiliki nilai t-hitung sebesar 2,115857 dan nilai probabilitas sebesar 0,04280,05 yang menunjukkan bahwa variabel tersebut berpengaruh positif dan signifikan secara parsial terhadap kinerja reksa dana, pada taraf signifikansi 5%.

Model dari penelitian ini sebagai berikut:

$$MFP = 2334,424 - 2,2794LIKUID + 0,002641MT + e$$

Berdasarkan pengujian peneliti, nilai likuiditas terhadap kinerja reksa dana adalah -2,279403, dengan signifikansi 0,8285 > 0,05. Akibatnya, model regresi yang digunakan dalam penelitian ini memiliki dampak negatif dan kecil terhadap kinerja reksa dana. Hasil pengujian peneliti menunjukkan bahwa nilai mt sebesar 0,002641 memiliki relevansi sebesar 0,0428 0,05 terhadap kinerja reksa dana. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi yang digunakan dalam penelitian ini berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja reksa dana.

Leverage

Leverage merupakan kemampuan perusahaan untuk mengelola aset atau sumber dana yang berasal dari hutang jangka panjang sehingga, dapat menguntungkan pihak prinsipal (Simbolon, 2016). Elfeky (2017) mengemukakan bahwa *leverage* memiliki nilai atau peranan dalam pengembalian saham ataupun premi dalam risiko keuangan dan digambarkan sebagai faktor risiko dependen.

Ho, Strange, & Piesse (2008) mempelajari penggunaan *leverage* bersama harga aset pada tahun 1980 dan 1998 pada pasar saham Hongkong. Dari hasil menunjukkan bahwa *leverage* peranan kuat dalam estimasi bersyarat dari data yang tersegmentasi sehingga mendapat kesimpulan bahwa *leverage* adalah faktor risiko yang relevan. Perusahaan yang memiliki kesulitan kondisi keuangan sebagai hasil dari *leverage* yang tinggi secara konsisten akan mengalami kebangkrutan dengan demikian *leverage* adalah sumber utama risiko yang terlepas dari peranan penting *leverage* dalam pendanaan dan risiko keuangan.

Leverage memang dikaitkan pada risiko yang tinggi dalam penggunaan aset dan investasi yang terkait, bauran modal sebagai faktor penting dalam penetapan harga aset. (Mandelker & Rhee, 1984) mengatakan bahwa penggunaan *leverage* yang wajar dan tepat akan bermanfaat bagi perusahaan. Elfeky (2017) dalam penelitiannya, *leverage* diukur dengan *long-term dept* dibagi *equity capital*. Dalam penelitian ini *leverage* akan diukur menggunakan

pengukuran *long-term debt* dibagi *equity capital*. pada laporan keuangan perusahaan reksa dana.

LEVE berpengaruh positif signifikan terhadap RISK pada perusahaan reksa dana campuran yang ada di Indonesia. Hasil penelitian ini searah dengan penelitian yang dilakukan Bhatti *et al.*, (2010), dan Mandelker dan Rhee, (1984) yang mengemukakan bahwa LEVE berpengaruh positif signifikan terhadap RISK.

Dalam penelitian sebelumnya mengatakan bahwa dalam pembatasan atau pengetatan LEVE akan memicu terjadinya risiko. Perusahaan dengan LEVE yang semakin tinggi atau besar akan membawa perusahaan pada keuntungan rill yang semakin rendah sehingga risiko pada perusahaan pun meningkat. Hal tersebut tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yoon & Jang, (2005) yang menyatakan bahwa LEVE berpengaruh positif tidak signifikan terhadap RISK, pengaruh LEVE di beberapa perusahaan relatif lebih rendah. Hasil ini tidak signifikan karena dalam beberapa perusahaan, manajer investasi yang termasuk dalam kelompok kecil mengurangi risiko keuangan dengan membuat tingkat keuangan LEVE lebih rendah. risiko keuangan akan meningkat ketika ukuran perusahaan lebih kecil. Dengan demikian, perusahaan kecil yang memiliki *leverage* keuangan yang lebih tinggi memiliki risiko keuangan yang lebih tinggi. Oleh karena itu, perusahaan kecil dapat mengurangi risiko keuangan dengan membuat tingkat *leverage* keuangan lebih rendah.

Dapat kita lihat pada manajer investasi *Aberdeen Standard Indonesia Balanced Growth Fund*. Keuangan LEVE pada tahun 2018 sebesar 34152883 turun menjadi 30993494 pada tahun 2019. Pada perusahaan tertentu hal tersebut dapat mengurangi tingkat risiko yang dimiliki oleh perusahaan. Perusahaan reksa dana campuran dapat melakukan penurunan keuangan LEVE dengan risiko rendah tetapi pengembalian rendah pula.

Risiko merupakan tingkat potensi atau peluang yang ditimbulkan oleh keadaan yang tidak sesuai dengan hasil yang diharapkan dan dalam risiko terdapat perbedaan yang sistematis antara dana bebas dan dana tanpa beban. Efek yang kuat akan muncul dari dana tanpa beban. Risiko dalam reksa dana memiliki kelas yang objektif dalam membandingkan pengembalian terhadap pihak prinsipal dan memaksimalkan keputusan investasi (Boguth & Simutin, 2014).

Galkiewicz (2015) mengatakan bahwa di antara dana bebas dan dana tanpa beban memiliki perbedaan risiko dikarenakan dana tanpa beban memiliki rasio kas yang tinggi. Boguth & Simutin (2014) menunjukkan bahwa secara teoretis reksa dana akan memiliki risiko pada aset ketika terkendala pada *leverage*. Risiko saat *leverage* mengikat dan tidak dapat diobservasi dimanfaatkan untuk menekan risiko, karena reksa dana tidak langsung dipengaruhi pendanaan dari ketersediaan pinjaman. Reksa dana dalam kondisi pendanaan didorong oleh nilai atas kinerja serta kemampuan dari pihak agen manajerial untuk melakukan likuiditas waktu sehingga tidak memunculkan risiko sesuai dengan pernyataan dari teori agensi (Safdar & Yan, 2017).

Dalam menganalisis risiko pada reksa dana, akan dipengaruhi oleh *leverage* serta *asset prices* dari reksa dana itu sendiri. Beta pasar rata-rata reksa dana yang dikelola secara aktif oleh perantara yang menghadapi pembatasan *leverage* dan membatasi *leverage*, dengan demikian ketatnya kendala *leverage* akan berpengaruh pula pada *asset prices* pada reksa dana. Ketika manajer aset menggeser risiko atau menekan risiko dengan melakukan pembatasan pada *leverage* sehingga akan berdampak pula pada *asset prices* maka akan terjadi risiko pada bentuk kas tingkat minimum (Alankar, Blaustein, & Scholes, 2013). Pal & Chandani (2014) mengatakan bahwa perubahan batasan yang diberikan kepada *leverage* akan banyak mengikat serta berpengaruh

pada *asset prices* pula, ketika *asset prices* mengalami kendala maka dampaknya akan terjadi kepada pihak prinsipal dan menaikkan risiko yang tinggi pula bagi reksa dana.

Risiko dari reksa dana dapat diukur menggunakan beta, beta merupakan pengukuran volatilitas dana tertentu dibandingkan dengan pasar keseluruhan. Beta dihitung menggunakan alat analisis yaitu analisis regresi. Dalam pengukurannya beta mengukur volatilitas dana dibandingkan tolak ukur, ini akan menunjukkan seberapa besar risiko akan berayun. Dana 1 beta akan bergerak sebanyak *benchmark* (Pal & Chandani, 2014).

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Long Term Debt}}{\text{Equity Capital}}$$

KASUS

Tabel 5. Statistik Deskriptif ASETP, LEVE dan RISK

	ASETP	LEVE	RISK
Mean	535894.6	181415.3	40.54212
Median	4474.985	63097.50	0.692000
Maximum	3643023.	965138.0	1059.000
Minimum	1238.210	20819.00	0.030000
Std. Dev.	930419.3	224401.9	201.6788
Observations	52	52	52

Sumber: Lampiran 6, data diolah 2019

Variabel ASSETP, LEVE, dan RISK memiliki nilai *mean* yang lebih kecil dari standar deviasi, menurut statistik deskriptif. Tidak terdapat korelasi antar variabel independen dengan nilai lebih dari 0,90 pada uji multikolinearitas, menunjukkan bahwa model data panel dalam penelitian ini tidak memiliki masalah multikolinearitas. Pada penelitian ini juga tidak terjadi heteroskedastisitas, dengan nilai probabilitas $Osb^*R\text{-squared}$ sebesar 0,4915. (lebih besar dari 0,05). Selanjutnya hasil uji autokorelasi menunjukkan bahwa nilai DW sebesar 1,094695 berada

di antara-2 DW 2 di mana tidak terdapat autokorelasi pada nilai DW sebesar 1,937305 yang kemudian berhubungan dengan *benchmark* Durbin-Watson.

Koefisien determinasi (R²) pada model FEM adalah 0,60273. Hal ini menunjukkan bahwa variabel bebas (LEVE, dan ASSETP) dapat memengaruhi variabel terikat (RISIKO) sebesar 60,02 persen, sedangkan sisanya 39,98 persen dijelaskan oleh variabel yang tidak termasuk dalam model penelitian ini.

Tabel 6. Hasil Analisis Regresi Data Panel pada Variabel *Mutual Fund Risk* (RISK), *Leverage* (LEVE), dan *Asset Prices* (ASETP).

Variabel Terikat	Variabel Bebas	Koefisien Regresi	t-hitung	Prob.	Arah	Ket.
RISK	Konst.	0.409912	8.002	0.000		
	LEVE	5.252237	95985	0.000	(+)	Signifikan
	ASETP	1.911532	45902	0.000	(+)	Signifikan
R-Square		0.600273				
Adjust RSquare		0.150580				
F-Statistik		1.334852				
F Signifikan		0.238916				

Sumber: data diolah 2019

Nilai F statistik uji regresi data panel adalah 1,334852, dengan nilai signifikansi yang sama (F signifikan) sebesar 0,238916 lebih besar dari 0,05 ($0,0000 > 0,05$). Temuan ini menunjukkan bahwa variabel LEVE dan ASSETP berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap RISIKO pada bisnis reksa dana Indonesia periode 2018-2019, dan model tersebut dapat diterapkan.

Variabel LEVE (X1) memiliki nilai t-hitung sebesar 8,002546 dan tingkat probabilitas 0,0000 0,05 pada uji-t, menunjukkan bahwa variabel tersebut berpengaruh positif parsial tetapi substansial terhadap RISIKO. Variabel ASSETP (X2) memiliki nilai t-hitung sebesar 95985113 dan nilai probabilitas sebesar 0,0000 0,05 yang menunjukkan bahwa variabel tersebut berpengaruh positif

signifikan sebagian terhadap RISIKO pada taraf signifikansi 5%. Berikut model penelitiannya:

$$\text{RISK} = 0.409912 + 5.2522\text{LEVE} + 1.9115\text{ASETTP} + e$$

Analisis peneliti menunjukkan bahwa nilai LEVE sebesar 5,252237 berhubungan dengan RISIKO, dengan signifikansi 0,0000 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi dalam penelitian ini berpengaruh positif dan signifikan terhadap RISK, dengan nilai ACETP sebesar 1,911532 terhadap RISK dan signifikansi 0,0000 0,05 dalam pengujian peneliti. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi yang digunakan dalam penelitian ini berpengaruh positif dan substansial terhadap RISK.

Kepemilikan Asing

Beberapa penelitian telah membahas masalah apakah ada Kesenjangan kinerja antara perusahaan asing dan domestik, baik secara teoretis dan secara empiris. Dasar teoretis utama terletak pada teori internalisasi di mana afiliasi asing yang didirikan di negara tuan rumah dan menerima aset tidak berwujud yang berasal dari perusahaan induk, biasanya dalam bentuk pengetahuan teknologi dan manajerial, dan nama merek. Ini mengarah ke peningkatan yang signifikan dalam produktivitas perusahaan penerima (Bentivogli & Mirenda, 2017). Di sisi lain, karena persentase kepemilikan asing di pasar negara berkembang biasanya rendah menyebabkan menjadi tidak jelas, apakah investor asing yang mencari peluang investasi dapat secara efektif dengan memainkan peran pemantauan dan meningkatkan kualitas tata kelola perusahaan domestik (Aggarwal, Erel, Stulz & Williamson, 2009).

Manajer investasi mempunyai kewajiban untuk memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham. Laiho, (2011) mengemukakan bahwa insentif manajer untuk memaksimalkan nilai pemegang saham meningkat seiring dengan tingkat kepemilikan mereka. Carney, Estrin & Shapiro, (2019) menemukan bahwa ketika konsentrasi kepemilikan meningkat, tingkat pengambilan risiko menurun.

Berkowitz & Qiu, (2003) mengemukakan bahwa insentif manajer untuk memaksimalkan nilai pemegang saham meningkat seiring dengan tingkat kepemilikan mereka. Semakin besar

konsentrasi kepemilikan, semakin baik kinerja perusahaan serta berdampak pada tingkat pengambilan risiko yang menurun (Yuan, Xiao, & Zou, 2008) Hubungan antara kinerja reksa dana dan kepemilikan asing perusahaan manajemen adalah melalui hubungan antara kinerja dana historis dan permintaan dana oleh investor. Ketika kinerja reksa dana meningkat, investor meningkatkan kepemilikan mereka atas dana tersebut sehingga nilai aset bersih dari dana tersebut meningkat. Karena perusahaan manajemen menerima persentase tetap dari NAB, peningkatan kinerja meningkatkan aliran biaya ke perusahaan manajemen yang timbul setelah biaya kepada pemilik perusahaan manajemen (Lindemanis *et al.*, 2019).

Carney *et al.*, (2019) menemukan hubungan negatif signifikan antara kinerja perusahaan (Tobin's Q) dan kepemilikan. Morck, Shleifer, & Vishny, (1989); Lindemanis *et al.*, (2019) menemukan hubungan positif signifikan antara kinerja perusahaan (diukur dengan Tobin's Q) dan konsentrasi kepemilikan..

Kepemilikan asing berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap *kinerja reksa dana* pada produk reksa dana saham syariah di Indonesia. Hasil penelitian ini berbeda dengan hipotesis yang menyatakan bahwa kepemilikan asing berpengaruh signifikan terhadap *kinerja reksa dana*. Hasil ini berbeda dengan penelitian Gede & Artini, (2018) yang menyatakan bahwa kepemilikan asing berpengaruh negatif *kinerja reksa dana*. Hasil ini juga berbeda dengan penelitian Lindemanis, Loze, & Pajuste, (2019) Smirnova & Sprenger, (2009) yang menyatakan bahwa kepemilikan asing berpengaruh positif dan signifikan terhadap *kinerja reksa dana*.

Teori mengatakan bahwa dengan adanya kepemilikan asing pada manajer investasi dapat meningkatkan kinerja reksa dana. Manajer investasi asing rata-rata merupakan perusahaan besar dan sudah berpengalaman dalam hal investasi. Hal ini sejalan dengan penelitian Lindemanis, Loze, & Pajuste, (2019) Smirnova &

Sprenger, (2009) yang menyatakan bahwa kepemilikan asing berpengaruh positif dan signifikan terhadap *kinerja reksa dana*. Namun, pada penelitian ini, kepemilikan asing terhadap manajer investasi tidak berpengaruh atau tidak signifikan terhadap kinerja reksa dana.

Kepemilikan asing tidak berpengaruh terhadap kinerja reksa dana karena kepemilikan asing bukan satu-satunya kepemilikan yang menggerakkan portofolio secara signifikan. Ada atau tidak adanya kepemilikan asing pada sebuah manajer investasi tidak akan memengaruhi kinerja reksa dananya, karena terdapat beberapa manajer investasi lokal yang memiliki tingkat kinerja yang meningkat daripada Tahun sebelumnya. Hal ini terjadi karena manajer investasi lokal tersebut menawarkan efek syariah yang bersifat ekuitas dan memiliki nilai *sharpe* (kinerja reksa dana) yang meningkat. contohnya pada Pinnacle Indonesia Sharia Equity Fund dari tahun 2018 (-0.134) menjadi (0,113) pada tahun 2019.

Berdasarkan hasil penelitian ini manajer investasi harus dapat meningkatkan serta mempertahankan tingkat kinerja reksa dananya. Rendahnya minat investor berinvestasi di reksa dana saham syariah membuat kinerja reksa dana ini menjadi salah satu cara untuk menarik minat investor untuk berinvestasi pada produk reksa dana saham syariah. Semakin banyak yang berinvestasi maka manajer reksa dana akan mendapatkan sumber daya yang bisa membantu perkembangan manajer reksa dana.

KASUS

Tabel 7. Statistik Deskriptif Kepemilikan Asing, INVA dan MFP

	MFP	KPAS	INVA
Mean	-1.323.680	0.090909	-0.039773
Median	-0.160500	0.000000	0.011500
Maximum	1.422.000	1.000.000	1.039.000
Minimum	-2.896.000	0.000000	-0.844000

	MFP	KPAS	INVA
Std. Dev.	6.104.261	0.289683	0.286915
Observations	66	66	66

Sumber: data diolah 2020

Nilai rata-rata variabel Kinerja Reksa Dana, Kepemilikan Asing (KPAS), dan Kemampuan Investasi (INVA) lebih kecil dari nilai standar deviasi menurut statistik deskriptif. Dalam penelitian ini, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi digunakan untuk melakukan uji asumsi tradisional. Tidak terdapat korelasi antar variabel independen dengan nilai lebih dari 0,90 pada uji multikolinearitas, menunjukkan bahwa model data panel dalam penelitian ini tidak memiliki masalah multikolinearitas. Juga tidak ada heteroskedastisitas dalam penyelidikan ini, dengan nilai probabilitas $Os_b \cdot R$ -kuadrat 0,1257. (lebih besar dari 0,05). Selanjutnya pada uji autokorelasi nilai DW sebesar 1,937305 yang kemudian mengacu pada *benchmark* Durbin-Watson, hasil pengujian menunjukkan nilai DW sebesar 1,937305 antara $-2 < DW < 2$ di mana tidak terdapat autokorelasi.

Koefisien determinasi (R^2) pada model REM adalah 0,226982. Hal ini menunjukkan bahwa variabel bebas (KPAS dan INVA) dapat memengaruhi variabel terikat (MFP) sebesar 22,6 persen, sedangkan sisanya 77,4 persen dijelaskan oleh faktor-faktor yang tidak termasuk dalam model penelitian.

Tabel 8. Hasil Analisis Regresi Data Panel pada Variabel Kinerja Reksa Dana (MFP), Kepemilikan Asing (KPAS), dan Investment Ability (INVA)

Variabel Terikat	Variabel Bebas	Koefisien Regresi	t-hitung	Prob.	Arah	Ket.
Kinerja reksa dana	Konst.	-101.93	-1.3924	0.1687		
	Kepemilikan Asing	105.933	0.44036	0.6612	(+)	Tidak signifikan
	Investment Ability	1007.36	4.24507	0.0001	(+)	Signifikan

Variabel Terikat	Variabel Bebas	Koefisien Regresi	t-hitung	Prob.	Arah	Ket.
R-Square		0.22698				
Adjust RSquare		0.20248				
F-Statistik		9.24939				
F Signifikan		0.00030				

Sumber: data diolah 2020

Nilai F statistik untuk uji regresi data panel tersebut adalah 9,249393, dengan nilai signifikansi yang sama (F signifikan), yaitu 0,000301, lebih kecil dari 0,05 (0,0000 0,05). Temuan ini menunjukkan bahwa dua variabel independen, KPAS dan INVA, memiliki pengaruh simultan terhadap kinerja reksa dana pada produk reksa dana saham syariah tahun 2018-2019, dan dapat dibuat model yang realistis.

Pada uji-t, variabel KPAS (X1) memiliki nilai t-hitung sebesar 0,440362 dan tingkat probabilitas sebesar 0,6612 > 0,05 yang menunjukkan bahwa secara parsial variabel tersebut berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap kinerja reksa dana, pada tingkat yang signifikan. Variabel INVA (X2) memiliki nilai t-hitung sebesar 4,245070 dengan nilai probabilitas 0,0001 < 0,05 yang menunjukkan bahwa secara parsial variabel tersebut berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja reksa dana, pada taraf signifikan 5 persen.

Model yang digunakan dalam penelitian ini didasarkan pada hasil pengujian regresi yang disajikan pada tabel 8.

$$MFP = -101.9329 + 105.93KPAS - 1007.36INVA + e$$

Nilai kepemilikan asing terhadap kinerja reksa dana adalah 105,9337, menurut pengujian peneliti, dengan signifikansi 0,6612 > 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi yang digunakan dalam penelitian ini memiliki pengaruh yang signifikan namun terbatas terhadap kinerja reksa dana. Nilai INVA untuk kinerja reksa dana adalah 1007.360 dalam pengujian peneliti, dengan

signifikansi $0,0001 < 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi yang digunakan dalam penelitian ini berpengaruh signifikan dan signifikan terhadap kinerja reksa dana.

Kemampuan Manajer Investasi

Kemampuan investasi dalam penelitian saya saat ini adalah bagaimana manajer investasi pada perusahaan reksa dana menghasilkan keuntungan lebih, dengan meningkatkan pengembalian dan mengurangi *fund size* yang dikelola (Nanda *et al.*, 2000). Hal ini pun memengaruhi kinerja reksa dana untuk berinvestasi dalam aset berisiko dan mendapatkan pengembalian melebihi tingkat bebas risiko (Nanda *et al.*, 2000).

Manajer yang terampil dalam memilih investasi dan mengelola biaya mampu menghasilkan kelebihan pengembalian dibandingkan dengan investor individu (Nanda *et al.*, 2000). Berdasarkan latar belakang maka kemampuan manajer investasi yang akan di teliti ialah *stock selection* yang merupakan kemampuan manajer portofolio dalam memilih sekuritas yang tepat (Shanmugham & Zabiulla, 2012). Shanmugham & Zabiulla, (2012) dalam penelitiannya di India menyatakan bahwa kemampuan *stock selection* berdasarkan Jensen four factor model memiliki pengaruh *alpha* positif signifikan terhadap kinerja reksa dana.

Khorana *et al.*, (2007) menjelaskan bahwa manajer investasi lebih senang menggunakan modal internal (likuiditasnya) untuk membiayai investasi karena modal internal dapat mengurangi keterlibatan pengawasan dari pemegang saham atau pihak eksternal terhadap keputusan investasi yang dilakukan oleh manajer guna meningkatkan kinerja perusahaan.

Kemampuan manajer investasi dalam mengelola portofolio dapat ditentukan oleh kinerja reksa dana dengan melihat tingkat pengembalian dan risiko (Deb, 2019). Manajer investasi melakukan strategi yang mengandung risiko yang akan meningkatkan kinerja perusahaan. ketika perusahaan dengan aset di tempat telah berkomitmen peluang investasi, akan ada lebih sedikit kebutuhan untuk memotivasi manajer untuk mencari investasi yang berisiko tetapi menguntungkan (Nanda *et al.*, 2000).

Pada penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa perusahaan dengan manajemen investasi yang baik cenderung mengungguli perusahaan serupa, dengan peluang investasi yang tinggi dan kepemilikan saham manajemen yang rendah (Hutchinson & Gul, 2004). Menurut teori Manajemen Investasi, semakin besar pengorbanan (risiko) maka semakin besar juga keuntungan yang akan di dapatkan dan semakin tinggi tingkat pengembalian dan risiko dari investasi maka semakin baik pula kinerja reksa dananya (Deb, 2019). Didapati dari penelitian terdahulu didapatkan hubungan positif signifikan *investment ability* terhadap kinerja reksa dana (Chevalier & Ellison, 1999; Hutchinson & Gul, 2004).

Investment ability berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja reksa dana pada produk reksa dana saham syariah di Indonesia. Hasil penelitian ini sama dengan hipotesis yang menyatakan bahwa *Investment ability* berpengaruh signifikan terhadap kinerja reksa dana. Hasil ini berbeda dengan penelitian Gede & Artini, (2018) (Sari & Faisal, 2018) yang menyatakan bahwa *Investment ability* tidak berpengaruh pada kinerja reksa dana. Namun hasil penelitian ini sama dengan penelitian Lindemanis, Loze, & Pajuste, (2019) Smirnova & Sprenger, (2009) yang menyatakan bahwa *Investment ability* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja reksa dana.

Teori mengatakan bahwa ketika kemampuan manajer investasi meningkat maka akan meningkatkan kinerja reksa dana.

Kemampuan manajer investasi dalam pengelolaan portofolio efek sangat memengaruhi kinerja suatu reksa dana. Manajer investasi yang memiliki kemampuan dalam memilih saham yang tepat untuk di masukkan kedalam portofolionya dan dikelola untuk menghasilkan *return* yang diharapkan para investor, dapat menarik minat banyak investor lain sehingga semakin banyak dana yang dikelola maka semakin tinggi juga *return* yang akan di terima. Hal ini sejalan dengan penelitian (Panjaitan, 2012) yang menyatakan bahwa manajer investasi yang memiliki kemampuan memilih saham yang tepat untuk portofolio yang akan dikelola, akan meningkatkan nilai kinerja reksa dananya.

Berdasarkan hasil penelitian ini manajer investasi harus dapat meningkatkan serta mempertahankan tingkat kinerja reksa dananya. Sebuah manajer investasi harus memiliki kemampuan *stock selection* yang baik untuk dapat memilih dan mengelola portofolio yang tepat sehingga akan meningkatkan kinerja reksa dana yang dikelola tersebut. Rendahnya minat investor berinvestasi di reksa dana saham syariah membuat ini menjadi salah satu cara untuk menarik minat investor untuk berinvestasi pada produk reksa dana saham syariah. Semakin banyak yang berinvestasi maka manajer reksa dana akan mendapatkan sumber daya yang bisa membantu perkembangan manajer reksa dana dalam hal meningkatkan kinerja reksa dana.

$$\alpha = \bar{R}P - (\bar{R}f + \beta (\bar{R}m - \bar{R}f))$$

Dimana:

α = Jensen alpha

$\bar{R}P$ = Rata-rata bulanan *return* reksa dana

$\bar{R}f$ = Rata-rata bulanan investasi *return* bebas risiko

$\bar{R}m$ = Kinerja Pasar

(β) = Nilai Beta portofolio

Gross Domestic Product

Produk domestik bruto (GDP) adalah nilai pasar dari semua barang dan jasa akhir (final) yang diproduksi dalam sebuah Negara pada suatu periode. Menurut Anget *et al.*, (2007) GDP merupakan ringkasan statistik dari kegiatan ekonomi. GDP rill digunakan sebagai pengukuran pertumbuhan ekonomi. Sebagai objek yang beroperasi sebagai bagian dari keseluruhan sistem ekonomi, perusahaan perseptif terhadap perubahan pertumbuhan ekonomi. Tingginya tingkat pertumbuhan ekonomi membuat makin banyak modal yang dibutuhkan untuk kegiatan perekonomian yang dapat menekan keluarnya modal saham pasar sehingga akan berdampak kurang baik pada pengembalian saham (Nguyen *et al.*, 2019). Berdasarkan salah satu pendekatan yang umum digunakan nominal GDP dapat dihitung dengan menjumlahkan semua investasi yang dihitung suatu pengeluaran untuk barang dan modal yang digunakan untuk semua jenis investasi ditambah konsumsi total yaitu menghitung semua konsumsi dari individual atau rumah tangga untuk beberapa jenis barang seperti: Durable Goods, Non-Durable Goods dan Service ditambah Pengeluaran yang dilakukan pemerintah dan ditambah dengan selisih total ekspor yang dikurangi total impor. Jadi rumusan mencari GDP adalah $GDP = C+I+G+(X-M)$. Jumlah tingkatan GDP dapat dilihat dari data yang dirilis oleh BPS.

Gross Domestic Product adalah nilai pasar dari semua barang dan jasa akhir yang diproduksi dalam sebuah Negara pada suatu periode. Menurut Ang *et al.*, (2007) GDP merupakan ringkasan

statistik dari kegiatan ekonomi. GDP riil digunakan sebagai pengukuran pertumbuhan ekonomi. Sebagai objek yang beroperasi sebagai bagian dari keseluruhan sistem ekonomi, perusahaan perseptif terhadap perubahan pertumbuhan ekonomi. Tingginya tingkat pertumbuhan ekonomi membuat makin banyak modal yang dibutuhkan untuk kegiatan perekonomian yang dapat menekan keluarnya modal saham pasar sehingga akan berdampak kurang baik pada pengembalian saham (Nguyen *et al.*, 2019).

Menurut Assefa *et al.*, (2017) menemukan adanya hubungan yang positif antara Pertumbuhan GDP terhadap pengembalian saham reksa dana yang didasari dengan bukti meningkatnya persentase pengembalian saham seiring dengan pertumbuhan GDP. Nguyen *et al.*, (2019) juga menemukan hubungan faktor ekonomi makro yaitu pertumbuhan GDP yang memiliki dampak yang positif terhadap *return* saham reksa dana sesuai dengan peningkatannya. Dari penjelasan diatas, semakin tinggi pertumbuhan *Gross Domestic Product* maka semakin tinggi *return* saham reksa dana yang akan diterima dan semakin rendah pertumbuhan *Gross Domestic Product* maka semakin rendah *return* saham reksa dana yang akan diterima.

GDP dapat memengaruhi besarnya *return* saham reksa dana. Konsumsi barang dan jasa yang diproduksi oleh perusahaan akan naik karena GDP naik karena kenaikan biaya. Ketika harga naik tetapi daya beli masyarakat tetap atau menurun, pendapatan perusahaan turun. Jika laba perusahaan turun, kinerja perusahaan akan memburuk dari waktu ke waktu. Akibatnya minat investor terhadap saham perusahaan akan berkurang. Dengan kata lain, saham perusahaan akan kurang mendapat apresiasi dari investor sehingga menyebabkan harga saham ikut turun. hal ini dapat menyebabkan harga saham perusahaan turun seiring dengan *return* yang dihasilkan. GDP dengan *return* saham reksa dana memiliki hubungan yang positif, bukti dari hubungan ini adalah *return*

saham reksa dana bertindak sebagai lindung nilai terhadap inflasi dan GDP.

Menurut Lee, (2010) mengapa *return* saham dikatakan sebagai pelindung nilai yang baik terhadap tingkat inflasi dikarenakan likuiditas klaim terhadap aset fisik yang pengembalian riil-nya harus tetap tidak berpengaruh oleh inflasi. Hasil penelitian ini sama dengan hasil penelitian (Nguyen *et al.*, 2019). yang menemukan adanya pengaruh yang positif antara tingkat inflasi terhadap *return* saham reksa dana pada tingkat inflasi. Kim & In, (2005) menemukan hubungan positif antara pengembalian saham dengan tingkat inflasi pada jangka pendek (1-periode bulan) dan pada jangka panjang (periode 128 bulan) sedangkan hubungan negatif ditunjukkan pada skala menengah, namun *return* saham tidak memainkan peran pelindung nilai dari inflasi pada skala menengah. Namun berbeda dengan hasil penelitian dari Lee, (2010) yang mengatakan bahwa antara *return* saham dengan tingkat inflasi memiliki hubungan yang negatif untuk periode keseluruhan. Semakin tinggi tingkat inflasi maka semakin rendah *return* saham reksa dana yang diterima dan sebaliknya semakin rendah tingkat inflasi maka semakin tinggi *return* saham reksa dana yang diterima.

KASUS

Tabel 9. Statistik Deskriptif GDP, Inflasi dan *Return* Saham Reksa dana

	GDP	Inflasi	<i>Return</i> Saham Reksa dana
Mean	9400.450	3.240000	3.184286
Median	9400.450	3.240000	4.310000
Maximum	14837.40	3.280000	14.840000
Minimum	3963.500	3.200000	-38.640000
Std. Dev.	5502.855	0.040485	9.002475
Observations	42	42	42

Sumber: data diolah 2020

Keterangan: Pada variabel x1 yaitu GDP menggunakan satuan (Triliun)

GDP dan inflasi memiliki nilai rata-rata yang lebih tinggi dari standar deviasi, menurut statistik deskriptif. Sedangkan *return* saham reksa dana memiliki nilai *mean* yang lebih rendah dari standar deviasi.

Dalam penelitian ini digunakan uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi untuk melakukan uji asumsi klasik. Tidak terdapat hubungan antara variabel bebas dengan nilai lebih dari 0,90 pada uji multikolinearitas, menunjukkan bahwa model data panel dalam penelitian ini tidak memiliki masalah multikolinearitas. Karena adanya Near Singular Matrix, temuan perhitungan heteroskedastisitas tidak dapat dilakukan dalam penelitian ini. Selanjutnya hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai DW sebesar 1,766936 yang selanjutnya berhubungan dengan *benchmark* Durbin-Watson berada di antara-2 DW 2 di mana tidak terdapat autokorelasi pada uji autokorelasi.

Koefisien determinasi (R²) pada model *Ordinary Least Square* (OLS) adalah 0,180708. Hal ini menunjukkan bahwa variabel bebas (PDB dan Tingkat Inflasi) dapat memengaruhi variabel terikat (*return* saham reksa dana) sebesar 18,07 persen, sedangkan sisanya 81,93 persen dijelaskan oleh variabel lain yang tidak termasuk dalam model penelitian ini.

Tabel 10. Hasil Analisis Regresi Data Panel pada Variabel *Return* Saham Reksa Dana, *Gross Domestic Product* (GDP), Tingkat Inflasi.

Variabel Terikat	Variabel Bebas	Koefisien Regresi	t-hitung	Prob.	Arah	Ket.
<i>Return</i> saham reksa dana	Konst.	1.0522	0.920	0.36		
	GDP	0.0009	12.63	0.00	(+)	Signifikan
	Inflasi	0.0003	8.393	0.00	(+)	Signifikan
R-Square		0.180708				
Adjust Rsquare		0.138693				
F-Statistik		4.301025				
F Signifikan		0.020514				

Sumber: data diolah 2020

Nilai F statistik uji regresi data panel sebesar 4,301025 dengan nilai signifikansi yang sama (F signifikan) yaitu 0,020514 lebih kecil dari 0,05 (0,020514 < 0,05). Temuan ini menunjukkan bahwa tiga faktor independen, yaitu PDB dan Tingkat Inflasi, berpengaruh secara simultan terhadap *return* saham reksa dana pada sampel OJK Reksa Dana Pendapatan Tetap Periode 2018-2019, dan model yang layak dapat dikembangkan.

Pada uji-t, variabel GDP (X1) memiliki nilai t-hitung sebesar 12.63734 dan tingkat probabilitas sebesar 0,0000 < 0,05 menunjukkan bahwa variabel tersebut berpengaruh positif signifikan terhadap *return* Saham Reksa Dana. Variabel Tingkat Inflasi (X2) memiliki nilai t hitung sebesar 8,39349 dan nilai probabilitas sebesar 0,0000 < 0,05 yang menunjukkan berpengaruh positif sebesar 5 persen terhadap *return* saham reksa dana. Model penelitiannya adalah sebagai berikut:

$$\text{MFP} = 1,05220 + 0,000928 \text{ GDP} + 0,000374 \text{ TI} + e$$

Hasil pengujian peneliti menunjukkan korelasi yang kuat antara PDB dengan *return* saham reksa dana sebesar 0,000928 dengan signifikansi 0,0000 < 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi yang digunakan dalam penelitian ini berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham reksa dana. Hasil pengujian peneliti menunjukkan nilai 0,000374 untuk tingkat inflasi terhadap *return* saham reksa dana dengan signifikansi 0,00000 < 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi yang digunakan dalam penelitian ini berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham reksa dana.

Inflasi

Inflasi didefinisikan sebagai peningkatan yang stabil dalam tingkat harga keseluruhan barang dan jasa selama periode waktu tertentu. Ketika harga naik, setiap unit mata uang hanya dapat membeli lebih sedikit barang dan jasa, menyebabkan inflasi mengikis daya beli uang-hilangnya nilai riil dalam media pertukaran dan unit hitung internal perekonomian. Inflasi, menurut Nurhakimet *al.*, (2016), dapat didefinisikan sebagai seperangkat keadaan di mana harga barang naik sementara nilai mata uang turun sehingga merugikan situasi ekonomi secara keseluruhan.

Tingkat inflasi dan hiperinflasi yang tinggi akan meningkatkan biaya produksi bagi pelaku usaha; daya beli yang lebih rendah dan biaya produksi yang tinggi akan berdampak tidak langsung pada kondisi pasar modal; dan inflasi yang sangat rendah akan mengakibatkan pertumbuhan ekonomi yang sangat lambat. sehingga pada akhirnya harga saham bergerak lambat (Sudarsono, 2014). Peningkatan jumlah uang beredar yang berlebihan dapat mengakibatkan tingkat inflasi yang tinggi. *Return* saham yang lebih rendah dari rata-rata pasar saham dapat disebabkan oleh tingkat inflasi yang tinggi (Choudhry, 2001). Tingkat inflasi, yang merupakan persentase perubahan tahunan dalam indeks harga umum dari waktu ke waktu, digunakan untuk menghitung inflasi. Terjadinya determinan inflasi dari sisi penawaran (*cosh push inflation*). *Cosh push inflation* terjadi sebagai akibat dari depresiasi nilai tukar, dampak inflasi dari luar negeri khususnya negara mitra dagang, kenaikan harga komoditas yang diatur pemerintah, dan

terjadinya *supply shock* negatif akibat bencana alam. Akibatnya, distribusi terganggu. Ada inflasi tarikan permintaan selain inflasi dorongan paksa, yang disebabkan oleh permintaan yang kuat untuk produk dan jasa relatif terhadap ketersediaannya.

Inflasi dapat memengaruhi besarnya *return* saham reksa dana, menurut penelitian Choudhry (2001). Harga barang dan jasa yang diproduksi oleh korporasi akan naik ketika inflasi naik karena kenaikan biaya. Ketika harga naik tetapi daya beli masyarakat tetap atau menurun, pendapatan perusahaan turun. Jika laba perusahaan turun, kinerja perusahaan akan memburuk dari waktu ke waktu. Akibatnya minat investor terhadap saham perusahaan akan berkurang; Dengan kata lain saham perusahaan akan kurang mendapat apresiasi dari investor sehingga menyebabkan harga saham turun seiring dengan *return* yang dihasilkan. Hubungan antara inflasi dan *return* saham reksa dana adalah positif, sebagaimana dibuktikan oleh fakta bahwa *return* saham reksa dana beroperasi sebagai lindung nilai terhadap inflasi.

Pengembalian saham dianggap sebagai lindung nilai yang kuat terhadap inflasi karena klaim likuiditas pada aset fisik yang pengembalian aktualnya harus tetap tidak terpengaruh oleh inflasi, menurut Lee (2010). Temuan penelitian ini identik dengan penelitian sebelumnya (Nguyen *et al.*, 2019). yang menemukan bahwa tingkat inflasi memiliki dampak yang menguntungkan pada pengembalian saham reksa dana pada tingkat inflasi. Kim dan In (2005) menemukan hubungan positif antara pengembalian saham dan tingkat inflasi dalam jangka pendek (1 bulan) dan jangka panjang (128 bulan), tetapi hubungan negatif pada skala menengah, dengan pengembalian saham tidak bertindak sebagai faktor pelindung.. pada skala inflasi tingkat menengah. Namun, ini bertentangan dengan temuan Lee (2010), yang mengklaim bahwa ada hubungan negatif antara *return* saham dan tingkat inflasi untuk seluruh periode. Semakin rendah tingkat inflasi, semakin baik

return saham reksa dana; sebaliknya semakin tinggi tingkat inflasi maka semakin rendah *return* saham reksa dana.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa inflasi memiliki pengaruh yang baik dan cukup besar terhadap *return* saham reksa dana pendapatan tetap pada perusahaan reksa dana Indonesia. Temuan penelitian ini bertentangan dengan anggapan bahwa tingkat inflasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* saham reksa dana pada bisnis reksa dana di Indonesia.

Temuan penelitian ini berbeda dengan Lee, (2010) dan Li *et al.*, (2010), yang menemukan bahwa tingkat inflasi dan *return* saham memiliki hubungan negatif dan substansial dari waktu ke waktu. Semakin rendah tingkat inflasi, semakin baik *return* saham reksa dana; sebaliknya semakin tinggi tingkat inflasi maka semakin rendah *return* saham reksa dana. Saat inflasi mencapai 3,13 persen pada 2018, *return* saham reksa dana di perusahaan Investasi Sukuk Asanusa Syariah turun-2,89 persen. Inflasi turun menjadi 2,72 persen pada 2019, tetapi pengembalian reksa dana tumbuh menjadi 10,27 persen.

Berdasarkan hipotesis, tingkat inflasi berpengaruh negatif terhadap besarnya *return* saham reksa dana. Ketika inflasi terjadi, biaya produksi naik sementara daya beli masyarakat turun, mengakibatkan hilangnya pendapatan perusahaan dan, seiring waktu, penurunan kinerja perusahaan. Akibatnya, investor akan kehilangan minat terhadap saham perusahaan sehingga apresiasi terhadap saham tersebut kurang. Menurut penelitian Choudhry (2001), tingkat inflasi yang tinggi dapat mengakibatkan pengembalian saham yang lebih buruk daripada rata-rata pasar saham karena biaya produksi meningkat sementara daya beli masyarakat menurun. Hipotesis ini ditolak karena temuan penelitian ini positif dan signifikan karena banyak investor menggunakan metode *Treasury Inflation-Protected* (efek perlindungan inflasi) untuk melindungi portofolio mereka dari

inflasi, memastikan bahwa klaim likuiditas pada aset fisik dan pengembalian riil tidak terpengaruh. oleh inflasi, dan *return* saham digunakan sebagai lindung nilai terhadap inflasi pada periode tertentu (Lee, 2010). Selanjutnya, manajer investasi menerbitkan obligasi dengan jaminan bahwa nilai nominal akan naik sejalan dengan inflasi sebagaimana ditentukan oleh Indeks Harga Konsumen, memastikan bahwa pengembalian investor akan meningkat sejalan dengan inflasi sementara tingkat suku bunga tetap konstan.

Manajer investasi dapat meningkatkan kualitas kinerja perusahaan dan teknologi berdasarkan temuan penelitian ini. Dalam skenario ini, perusahaan juga harus melibatkan pemegang saham dalam pengambilan keputusan, terutama dalam hal mengambil langkah-langkah yang akan menghasilkan peningkatan keuntungan bagi perusahaan dan investor tanpa membebani konsumen atau beban yang akan melemahkan keterlibatan perusahaan. Dari pemegang saham, kemungkinan lain dalam pengambilan keputusan dapat muncul, memungkinkan keputusan yang beragam ini berfungsi sebagai pengetahuan bagi perusahaan dan membantunya berkembang di masa depan.

Pandemi COVID-19 berdampak pada pola inflasi Indonesia, menurut data Badan Pusat Statistik (BPS). Menurut BPS, inflasi Juli 2020 tidak lagi searah dengan inflasi 2019. Inflasi di Indonesia beberapa bulan terakhir negatif, minus 0,1 persen (deflasi). Ada deflasi yang belum pernah terjadi sebelumnya dua bulan setelah Ramadhan. Pada 2019, deflasi seharusnya terjadi tiga bulan setelah bulan puasa, sesuai dengan pola inflasi. Inflasi negatif 0,27 persen pada September 2019. Inflasi yang rendah pertama kali muncul pada bulan Ramadhan periode April-Mei 2020, dengan nilai inflasi kedua sebesar 0,08 dan 0,07 persen, mengindikasikan dampak COVID-19 terhadap inflasi Indonesia.

Tingkat inflasi nasional meningkat secara dramatis selama krisis, tetapi ini tidak diimbangi dengan peningkatan pendapatan masyarakat. Hal ini mengakibatkan turunnya pendapatan riil masyarakat dan meningkatnya tekanan hidup, khususnya bagi masyarakat menengah ke bawah. Saat inflasi naik, Bank Indonesia akan menaikkan suku bunga SBI untuk menjaga inflasi dan mendorong investor untuk tetap berpartisipasi di pasar modal.

Inflasi dapat meningkatkan biaya pembiayaan perusahaan maka lonjakan inflasi dapat mengirimkan sinyal negatif kepada pelaku pasar modal. Jika nilai produksi suatu perusahaan naik lebih cepat dari pendapatannya maka profitabilitas perusahaan akan turun sehingga mengakibatkan turunnya harga reksa dana saham (Tandelilin, 2010). Apabila diteliti dengan menggunakan model kondisional Treynor Mazuy, hasil penelitian Anita (2013) mengungkapkan bahwa inflasi berpengaruh besar negatif terhadap kinerja reksa dana saham. Pada umumnya investor reksa dana syariah memanfaatkan data inflasi untuk mengambil keputusan investasi, dengan asumsi ketika inflasi tinggi maka *return* reksa dana syariah akan tumbuh, dan ketika inflasi rendah maka *return rate* reksa dana akan menurun. Dapat dikatakan bahwa ketika inflasi turun, tingkat pengembalian investasi saham turun, yang menjadi faktor pertimbangan investor saat menginvestasikan uang mereka.

KASUS

Perhitungan model kondisional Treynor-Mazuy merupakan perhitungan regresi kuadratik yang menggabungkan model Treynor-Mazuy tanpa syarat dengan model *conditional performance evaluation* (CPE) Ferson and Schadt (1996) dengan memasukkan nilai inflasi dan nilai tukar sebagai indikator faktor makroekonomi. dipertimbangkan. Nilai keterampilan memilih saham diwakili oleh nilai *alpha* dalam persamaan regresi Treynor-Mazuy, sedangkan

kemampuan *market timing* diwakili oleh nilai gamma. Berikut ini adalah persamaan model kondisional Treynor-Mazuy:

$$R_p - R_f = \alpha + \beta_1(R_m - R_f) + \beta_2(\text{inflasi})(R_m - R_f) + \beta_3(\text{kurs})(R_m - R_f) + \gamma(R_m - R_f)^2 + \varepsilon_p$$

Keterangan:

R_p = Return portofolio reksa dana

R_f = Risk free/return bebas risiko periode penelitian

R_m = Return market periode penelitian

α = Intersep yang mewakili indikasi *stock selection*

β = Koefisien regresi dari *excess market return*

γ = Koefisien yang mewakili kemampuan *market timing*

ε_p = error

Berikut rekapitulasi cara menghitung kinerja reksa dana saham dengan menggunakan pengukuran Sharpe dan cara menguji *market timing* dan keterampilan pemilihan saham menggunakan pengukuran kondisional Treynor Mazuy, yang memperhitungkan inflasi dan nilai tukar rupiah:

Tabel 11. Rekapitulasi Hasil Perhitungan *Treynor Mazuy Conditional Model*

No	Nama Reksa Dana	Y	X3 Condi	X4 Condi	Sharpe Ratio	MTA conditio nal	SS conditio nal
		Kinerja RD	γ	α			
1	Schroder Dana Prestasi Plus	0.0714	-1.3050	-0.0007	√	-	-
2	Batavia Dana Saham	0.0815	-3.4152	0.0036	√	-	√
3	Ashmore Dana Ekuitas Nusantara	0.1292	-1.2085	0.0043	√	-	√
4	Schroder Dana Prestasi	0.1017	-2.1668	0.0038	√	-	√
5	Mandiri Saham Atraktif	0.0945	-4.8569	0.0058	√	-	√
6	Manulife Dana Saham Utama	0.2267	-2.7103	0.0161	√	-	√
7	Ashmore Dana Progresif Nusantara	0.1635	-4.4545	0.0203	√	-	√
8	Ashmore Saham Sejahtera Nusantara	0.1461	-2.2270	0.0073	√	-	√
9	Eastspring Investments Value Discovery Kelas B	0.1978	-2.1460	0.0199	√	-	√
10	Manulife Dana Saham Kelas A	0.1303	-3.5563	0.0113	√	-	√
11	Batavia Saham Cemerlang	0.0716	-5.1965	0.0062	√	-	√

No	Nama Reksa Dana	Y	X3	X4	Shar pe Ratio	MTA conditio nal	SS conditio nal
		Kinerja RD	Condi γ	Condi α			
12	Sam Dana Cerdas	0.0554	-4.4604	0.0070	√	-	√
13	Batavia Saham Sejahtera	0.0715	-5.2020	0.0062	√	-	√
14	Sucorinvest Equity Fund	0.2223	-3.6102	0.0080	√	-	√
15	Sequis Equity Maxima	0.0508	-5.2451	0.0006	√	-	√
16	Trimegah Saham Nusantara	0.0894	-5.3398	0.0061	√	-	√
17	Danareksa Mawar Ekuitas Plus	0.0625	-5.1348	-0.0007	√	-	-
18	Hpam Smart Beta Ekuitas	0.1463	-4.3535	0.0134	√	-	√
19	Syailendra Dana Ekuitas Sejahtera	0.0322	-3.7326	-0.0041	√	-	-
20	Manulife Dana Saham Andalan	0.2729	-0.2330	0.0188	√	-	√
21	Simas Saham Unggulan	-0.1248	-1.2657	-0.0097	-	-	-
22	Schroder 90 Plus Equity Fund	0.0871	-2.3561	0.0004	√	-	√
23	Bahana Primavera 99 Kelas S	0.0340	-5.1296	0.0013	√	-	√
24	BNP Paribas Pesona	0.0759	-3.9909	0.0070	√	-	√
25	BNP Paribas Ekuitas	0.0758	-3.9382	0.0055	√	-	√
26	BNI-AM Inspiring Equity Fund	0.0326	-6.1426	0.0075	√	-	√
27	BNP Paribas Maxi Saham	0.0417	-6.1284	0.0032	√	-	√
28	Panin Dana Maksima	0.0796	-3.1282	0.0017	√	-	√
29	Schroder Dana Prestasi Prima	0.0749	-3.5878	0.0007	√	-	√
30	Schroder Dana Istimewa	0.1875	-2.4895	0.0177	√	-	√
31	BNP Paribas Infrastruktur Plus	0.0674	-5.4752	0.0098	√	-	√
32	Capital Equity Fund	0.0130	12.8300	-0.0138	√	√	-
33	Bahana Stellar Equity Fund	0.0317	-3.4107	-0.0037	√	-	-
34	Mandiri Investa Atraktif	0.0901	-4.7161	0.0010	√	-	√
35	Sam Indonesian Equity Fund	0.2963	10.8225	0.1069	√	√	√
36	Fwd Asset Dividend Yield Equity Fund	0.0864	-3.1045	-0.0031	√	-	-
37	Danareksa Mawar Ekuitas Utama	0.0651	-5.1867	0.0008	√	-	√
38	BNP Paribas Solaris	0.2447	-2.3359	0.0165	√	-	√
39	Manulife Dana Ekuitas Utama	0.1419	-5.6932	0.0112	√	-	√
40	Mandiri Investa Cerdas Bangsa	0.0652	-3.9212	0.0015	√	-	√
41	Schroder Dana Ekuitas Utama	0.1308	-2.3703	0.0061	√	-	√
42	Panin Dana Berkembang	0.1052	-4.7119	0.0049	√	-	√
43	Ashmore Saham Sejahtera Nusantara II	0.1032	-3.7680	0.0058	√	-	√
44	Panin Dana Teladan	0.1590	-0.6648	0.0147	√	-	√
45	Trimegah Bhakti Bangsa	0.1455	-4.5553	0.0137	√	-	√
46	Tram Consumption Plus	0.1058	-6.0054	0.0103	√	-	√
47	Pan Arcadia Dana Saham Bertumbuh	0.4709	23.2547	-0.0585	√	√	-
48	Ashmore Saham Dinamis Nusantara	0.2299	-2.5171	0.0169	√	-	√
49	Pinnacle Dana Prima	0.3409	8.4968	-0.0283	√	√	-
50	Syailendra Equity Garuda Fund	0.0939	-3.0738	0.0053	√	-	√
51	Mandiri Dynamic Equity	0.2516	-6.9340	0.0363	√	-	√

No	Nama Reksa Dana	Y	X3 Condi	X4 Condi	Shar pe Ratio	MTA conditio nal	SS conditio nal
		Kinerja RD	γ	α			
52	Panin Dana Berdedikasi	0.0443	-6.3179	0.0052	√	-	√
53	Bahana Dana Ekuitas Andalan	0.0357	-5.2229	0.0024	√	-	√
54	Mandiri Investa Equity Movement	0.0756	-4.7041	0.0001	√	-	√
55	Pool Advista Kapital Optimal	0.3381	13.8990	-0.0444	√	√	-
	Average & Good Performance	0.1221	-2.2563	0.0056	54	5	45
	Percentage				98.18	9.09	81.82

Sumber: Hasil olah data, 2021.

Hanya 5 reksa dana ekuitas atau 9,09 persen, yang positif berdasarkan perhitungan model *Treynor-Mazuy Conditional*. Koefisien variabel gamma memiliki nilai positif, menunjukkan bahwa kemampuan manajer investasi untuk memasarkan waktu membantu meningkatkan pengembalian dana ekuitas. Hasil yang dihasilkan tidak signifikan karena manajer investasi tidak mempertimbangkan variabel makroekonomi seperti inflasi dan nilai tukar rupiah dalam pengambilan keputusan investasi. Yang perlu diperhatikan adalah jika inflasi naik, yang diikuti dengan kenaikan biaya perusahaan dan penurunan profitabilitas, harga reksa dana akan turun. Kurs tersebut kemudian dipengaruhi oleh nilai tukar rupiah yang tinggi.

Mayoritas orang tidak memiliki keterampilan *market timing* yang memadai. Capital Equity Fund 12.8300, Sam Indonesian Equity Fund 12.8300, Pan Arcadia Dana Saham Tumbuh 23.2547, Pinnacle Dana Prima 8.4968, dan Pool Advista Kapital Optimal 13.8990 termasuk di antara lima reksa dana tersebut. Ini berarti bahwa *market timing* manajer investasi berkontribusi terhadap pertumbuhan imbal hasil reksa dana dengan nilai koefisien untuk setiap kenaikan atau penurunan imbal hasil satu basis poin, dengan asumsi inflasi dan nilai tukar sebagai variabel kontrol dan tidak ada pengaruh lain.

Selama masa studi, rata-rata adalah 2,2563. Angka ini menunjukkan bahwa manajer investasi reksa dana saham di Indonesia rata-rata tidak memiliki kapasitas yang baik untuk mengambil keputusan tepat waktu untuk menjual dan mengakuisisi saham. Sedangkan perhitungan menunjukkan 55 reksa dana saham memiliki nilai negatif, sepuluh perusahaan reksa dana atau 81,81 persen reksa dana memiliki kemampuan seleksi saham positif. Selama masa penelitian, perhitungan rata-rata total sampel reksa dana saham diperoleh hasil sebesar 0,0056. Angka ini menunjukkan bahwa sebagian besar manajer investasi Indonesia telah mampu memenuhi tanggung jawab pemilihan sahamnya. Manajer investasi reksa dana telah cukup mampu mengidentifikasi saham yang tergolong *undervalued* di pasar.

Perkembangan Perusahaan Reksa Dana

Sejak berdirinya PT Danareksa pada tahun 1976, reksa dana telah hadir di Indonesia. Di mana PT Danareksa telah merilis Sertifikat Danareksa sebagai instrumen investasi. Proses di balik sertifikat reksa dana sangat menarik. Di mana PT Danareksa mendistribusikan uang hasil pengelolaan dana dalam bentuk dividen dua kali setahun kepada pemegang sertifikat dengan persentase minimal yang nilainya sebanding dengan bunga deposito dengan tenor 12 bulan. Jika keuntungan yang dihasilkan lebih kecil dari tingkat bunga deposito, PT Danareksa harus menaikkannya agar persentase dividen yang diterbitkan sama dengan tingkat bunga deposito.

Pemerintah Indonesia memberlakukan UU Nomor 8 Tahun 1995 yang mengatur tentang pasar saham. Sejak diberlakukannya undang-undang tersebut, status hukum reksa dana semakin kuat. Ketentuan umum pasar modal dijelaskan dalam pasal pertama UU Pasar Modal. Peran dan tanggung jawab Badan Pengawas Pasar Modal dijelaskan pada bab kedua (Bapepam). Bursa Efek, Lembaga Kliring dan Penjaminan serta Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian semuanya dibahas pada bab ketiga. Bab keempat membahas fitur dan kondisi pengelolaan reksa dana. Bab lainnya menjelaskan peran dan tanggung jawab berbagai entitas yang membantu kegiatan pasar modal, seperti peran penting bank kustodian dalam mengelola reksa dana.

Jual beli reksa dana serta pengelolaannya, semuanya diatur dalam ketentuan undang-undang. Adanya pembatasan pemerintah telah mendorong perusahaan sekuritas lain untuk masuk ke pasar dan menawarkan produk investasi reksa dana. Bapepam (Badan Penyelenggara Pasar Modal) awalnya memantau reksa dana, namun pada 30 Desember 2005, Bapepam dan Direktorat Jenderal Lembaga Keuangan (DJLK) melebur menjadi Bapepam-LK. Setelah itu, Bapepam-LK melakukan pemantauan terhadap aktivitas reksa dana di Indonesia; Namun, sejak berlakunya Undang-Undang Republik Indonesia, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) telah mengambil alih peran tersebut.

Sejak berdirinya PT Portal Investasi Bareksa di tahun 2013, reksa dana terbuka semakin diminati. PT Bareksa adalah perusahaan pertama yang menawarkan gagasan "supermarket reksa dana", dan sebagai hasil dari konsep ini, PT Bareksa menjadi perusahaan pertama yang menawarkan reksa dana *online* di bawah naungan OJK.

Kehadiran Bareksa mendorong perusahaan lain untuk mengikutinya, dan banyak agen reksa dana *online* tambahan mengikuti, memperkenalkan gagasan investasi reksa dana ke perangkat seluler. Adanya kemajuan teknis berbasis aplikasi *mobile* merupakan tonggak paling signifikan dalam perkembangan dunia reksa dana di Indonesia. Prevalensi perangkat *mobile* telah berkontribusi pada peningkatan minat reksa dana di kalangan masyarakat umum. Kita sekarang dapat dengan mudah membandingkan kinerja perusahaan reksa dana serta membeli dan menjual reksa dana secara *online* dari mana saja di jaringan internet. Likuiditas reksa dana meningkat signifikan. Dengan nilai minimal pembelian mulai dari nominal Rp.10.000,00 yang mudah dijangkau.

Reksa dana menjadi sarana investasi pilihan bagi investor dengan dana kelolaan di kisaran ratusan triliun rupiah. Berdasarkan data yang dihimpun Otoritas Jasa Keuangan (OJK),

jumlah investor dan dana kelolaan (AUM) reksa dana secara keseluruhan meningkat drastis dari tahun ke tahun. Meski pandemi Covid-19 merusak pasar modal Indonesia pada 2020, tidak menyurutkan investor untuk berinvestasi di reksa dana.

Pembangunan platform investasi melalui aplikasi seluler, yang dapat dilakukan dengan cukup cepat dan dengan sedikit dana yang tersedia, secara substansial membantu penciptaan investasi di daerah padat penduduk. Hal ini memudahkan penetrasi reksa dana, menjadikan reksa dana lebih populer dibandingkan alat investasi pasar modal lainnya.

Analisis data menggunakan statistik deskriptif pada setiap variabel yang digunakan dalam penelitian untuk memberikan gambaran tentang data. Nilai rata-rata, nilai standar deviasi, nilai minimum, dan nilai maksimum masing-masing variabel dibahas dalam pembahasan analisis deskriptif. Berikut ini adalah hasil perhitungan statistik deskriptif yang dilakukan dalam penelitian ini dengan menggunakan Stata 16:

Tabel 12. Hasil deskripsi data perkembangan perusahaan reksa dana

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
kinerja	55	.1220691	.0984873	-.1247642	.4709219
MTAuncond	55	-.1138833	2.172995	-2.738108	8.234275
SSSuncond	55	.0009641	.0115128	-.0265528	.0582571
MTAcondi	55	-2.256315	5.574203	-6.934006	23.25468
SSScondi	55	.005566	.0199809	-.0584528	.1068816

Sumber: Hasil olah data STATA 16, 2021.

Nilai terbesar dimiliki oleh Reksa Dana Pan Arcadia, yaitu Growing Stock Fund dengan manajer investasi PT Pan Arcadia Capital, sesuai tabel 12, kinerja reksa dana saham yang merupakan variabel dependen. Sedangkan reksa dana Simas Saham memiliki nilai minimum.

Nilai *mean* sebesar 0,1220691 dan nilai standar deviasi atau standar deviasi sebesar 0,0984873 untuk PT Sinarmas Asset Management sebagai manajer investasi sebesar-0,1247642 menunjukkan bahwa sebaran data variabel kinerja reksa dana saham dalam penelitian ini sebesar 9,84 persen.

Reksa Dana Mandiri Dynamic Equity dengan PT Mandiri Manajemen Investasi sebagai manajer investasi memiliki jumlah terendah-2.738108, sedangkan Reksa Dana Pool Advista Kapital Optimal dengan manajemen investasi PT Optimal Capital Advista Pool memiliki jumlah terbaik 8.234275. Nilai *mean* sebesar-0,1138833, dan standar deviasi sebesar 2,172995, yang menunjukkan bahwa model *independent market timing* tanpa syarat memiliki tingkat penyebaran data sebesar 21,73 persen.

Variabel *Stock Selection Skill Unconditional Model* memiliki nilai minimal-0.0265528 yang berasal dari reksa dana Advista Kapital Optimal Pool yang dikelola oleh PT Pool Advista Kapital Optimal, dan nilai maksimum 0,0582571, yang berasal dari Sam Indonesian Equity Fund yang dikelola oleh PT Samuel Manajemen Aset. Nilai rata-rata adalah 0,0009641, dan standar deviasi adalah 0,0115128, menunjukkan bahwa variabel keterampilan pemilihan saham model tanpa syarat memiliki tingkat distribusi data 1,15 persen.

Timing Ability Conditional Model merupakan variabel pasar dengan nilai minimal-6.934006 yang berasal dari reksa dana Mandiri Dynamic Equity dengan manajer investasi PT Mandiri Manajemen Investasi dan nilai maksimum 23.25468 yang berasal dari Pan Arcadia, Reksa Dana Tumbuh dengan Manajer Investasi PT Ibukota Pan Arcadia. Nilai *mean* yang diperoleh adalah-2,256315, dengan standar deviasi 5,574203, menunjukkan sebaran data sebesar 55,74 persen pada variabel independen *market timing ability conditional model*. Dibandingkan dengan perusahaan lain, fluktuasi data model kondisional kemampuan waktu pasar di

setiap perusahaan yang diamati secara substansial lebih tinggi dan menunjukkan tingkat variabilitas tertinggi.

Model *Stock Selection Skill Conditional*, memiliki nilai minimal-0.0584528 yang berasal dari Reksa Dana Pan Arcadia, Reksa Dana Tumbuh Bersama PT Pan Arcadia Capital sebagai manajer investasi, dan nilai maksimum 0,1068816 yang berasal dari Sam Indonesian Equity Fund dengan PT Samuel Asset Management sebagai manajer investasi. 0,005566 adalah nilai rata-rata yang diperoleh. Tingkat sebaran data variabel bebas dari model *stock selection skill conditional* sebesar 1,20 persen ditunjukkan oleh nilai standar deviasi sebesar 0,0199809.

Penutup

Kinerja reksa dana dipengaruhi oleh *Market Timing Ability* secara menguntungkan dan substansial. Karena manajer investasi dengan kemampuan dan pengalaman *market timing* yang kuat biasanya mengungguli pasar. Hal ini disebabkan oleh penilaian yang tepat dari manajer investasi untuk melakukan modifikasi portofolio saat melakukan pembelian dan penjualan saham untuk mengantisipasi fluktuasi harga pasar.

Perilaku investor saat berinvestasi tidak mempertimbangkan dana yang dikelola dari portofolio reksa dana, melainkan kapasitas kemampuan manajer investasi untuk mengelola dana, *fund size* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja reksa dana. Lebih lanjut, hasil ini merupakan efek dari buruknya penyampaian informasi manajer investasi kepada investor.

Di perusahaan reksa dana Indonesia, *leverage* memiliki pengaruh menguntungkan yang kuat terhadap risiko reksa dana. Bisnis reksa dana yang dijalankan oleh manajer investasi yang menggunakan banyak *leverage* akan memiliki banyak risiko, yang dapat dikurangi jika manajer investasi menggunakan banyak *leverage*.

Risiko reksa dana intelektual secara signifikan dipengaruhi oleh harga aset. Perusahaan dengan penilaian aset yang tinggi lebih cenderung mengambil risiko. Hal ini dikarenakan besarnya potensi harga aset dalam pengelolaan menciptakan tingkat risiko dalam proses pengelolaan harga aset. Harga aset, di sisi lain, dapat

digunakan untuk mengurangi dampak risiko reksa dana intelektual ini.

Likuiditas negatif dan tidak signifikan terhadap *kinerja reksa dana* pada perusahaan reksa dana pendapatan tetap yang terdaftar dalam Otoritas Jasa Keuangan (OJK) di Indonesia karena penjualan kembali (*redemption*) sebagian besar unit penyertaan oleh pemilik kepada manajer investasi secara bersamaan dapat menyulitkan dalam penyediaan uang tunai bagi pembayaran tersebut. Selain itu, ini terjadi akibat manajer investasi tersebut mengalami *rush* (penarikan dana secara besar-besaran) atas unit penyertaan reksa dana sehingga memengaruhi investor reksa dana untuk melakukan penjualan kembali unit penyertaan reksa dana tersebut.

Kepemilikan asing positif dan tidak signifikan terhadap *kinerja reksa dana* pada produk reksa dana saham syariah, karena kepemilikan asing bukan satu-satunya kepemilikan yang menggerakkan portofolio secara signifikan. Ada atau tidak adanya kepemilikan asing pada sebuah manajer investasi tidak akan memengaruhi kinerja reksa dananya, karena terdapat beberapa manajer investasi lokal yang memiliki tingkat kinerja yang meningkat daripada Tahun sebelumnya. Hal ini terjadi karena manajer investasi lokal tersebut menawarkan efek syariah yang bersifat ekuitas dan memiliki nilai *sharpe* (kinerja reksa dana) yang meningkat.

Investment ability berpengaruh positif dan signifikan terhadap *kinerja reksa dana*. Hal ini disebabkan karena bahwa manajer investasi reksa dana saham syariah di Indonesia memiliki kemampuan memilih saham yang tepat untuk portofolio yang akan dikelola sehingga meningkatkan nilai kinerja reksa dananya. Manajer investasi reksa dana saham syariah memiliki *stock selection skill* yang baik dalam hal ini dapat meningkatkan kinerja reksa dananya sesuai dengan yang di harapkan investor.

Gross Domestic Product signifikan terhadap *return* saham reksa dana pada reksa dana pendapatan tetap di Indonesia, karena pada saat *domestic product* mengalami peningkatan *return* saham juga mengalami peningkatan.

Tingkat inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham reksa dana, karena banyak investor melindungi portofolio dari inflasi dengan mekanisme *Treasury Inflation-Protected* (efek lindung inflasi) sehingga likuiditas klaim terhadap aset fisik yang pengembalian riil-nya tetap dan tidak dipengaruhi oleh inflasi dan pada periode tertentu *return* saham digunakan sebagai nilai lindung bagi inflasi.

Manajer investasi harus dapat meningkatkan *return* dari pengelolaan portofolio. Rendahnya minat investor untuk berinvestasi di reksa dana saham karena risikonya yang tinggi akan menjadi hal yang tepat untuk memberikan pelayanan terbaik, mendapat kepercayaan serta menarik minat dari para calon investor untuk berinvestasi di reksa dana saham.

Diversifikasi portofolio reksa dana dapat memberikan relaksasi dana investor yang berdampak positif. Peranan keahlian dan kemampuan manajer investasi menjadi hal penting dalam berinvestasi reksa dana. Adanya keputusan-keputusan dari manajer investasi yang beragam yang dapat menjadi informasi untuk investor sehingga dapat menjadi lebih baik.

Perusahaan harus dapat mendorong perdagangan surat-surat berharga di pasar modal Indonesia sehingga dapat meningkatkan likuiditas pasar. Supaya investasi yang dilakukan berhasil maka setiap instrumen investasi harus mempunyai tingkat likuiditas yang cukup tinggi. Dengan demikian, pemodal dapat mencairkan kembali unit penyertaannya setiap saat sesuai ketentuan yang dibuat masing-masing prospektus reksa dana sehingga memudahkan investor mengelola kasnya.

Pertimbangan *market timing* oleh manajer investasi dalam membentuk portofolio reksa dana dapat dijadikan acuan bagi investor dalam mengevaluasi keputusan untuk berinvestasi dalam reksa dana. *Return* yang diperoleh investor dipengaruhi oleh kemampuan *market timing* manajer investasi, karena pemilihan efek-efek yang mempunyai prospek kinerja yang baik di masa mendatang akan memberi keuntungan pada investor atas dana yang diinvestasikan pada reksa dana.

Manajer investasi harus dapat meningkatkan tingkat kinerja portofolio reksa dana yang dikelolanya. Salah satu penyebab rendahnya minat investor berinvestasi pada reksa dana saham syariah adalah nilai kinerja reksa dananya yang masih terbilang lebih rendah di dibandingkan dengan produk reksa dana yang lainnya. Manajer investasi dapat melakukan penurunan nilai keuangan terhadap *leverage* yang terlalu tinggi menjadi rendah sehingga dapat menekan tingkat risiko yang dimiliki oleh manajer investasi maupun kepada pihak prinsipal. Penurunan nilai *leverage* tentunya harus diiringi dengan pengelolaan yang baik sehingga bisa mendapatkan keuntungan yang tinggi pula.

Para manajer investasi sebaiknya melakukan pengoptimalan pengelolaan *asset under management* sehingga berdampak positif pada penekanan risiko. Selain memaksimalkan dana pihak prinsipal, dari pengelolaan dana oleh manajer investasi juga memperoleh manfaat kepercayaan pengelolaan dari pihak prinsipal yang efektif.

Perusahaan harus dapat meningkatkan serta mempertahankan kualitas kinerja portofolio reksa dana yang dikelolanya. Rendahnya minat investor berinvestasi di Reksa dana pendapatan tetap membuat kualitas kinerja perusahaan ini menjadi salah satu cara untuk memberikan informasi bagi calon investor dan menarik minat para calon investor untuk berinvestasi di perusahaan reksa dana pendapatan tetap.

Para pemegang saham perusahaan aset sekuritas harus selalu terlibat terhadap keputusan-keputusan dalam perusahaan terutama dalam hal pengambilan langkah untuk mempertahankan pengembalian baik bagi investor itu sendiri maupun perusahaan tanpa membebankan kepada pihak lain.

REFERENSI

- Alaabed, A., Ferdous Chowdhury, M. A., & Masih, M. (2019). Size, Correlations, and Diversification: New Evidence From an Application of Wavelet Approach to The Emerging Islamic Mutual Fund Industry. *Borsa Istanbul Review*, 19, S14-S20. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2018.08.001>
- Alankar, A., Blaustein, P., & Scholes, M. S. (2013). The Cost of Constraints: Risk Management, Agency Theory and Asset Prices. *SSRN Electronic Journal*, 1-56. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2337797>
- Aymanns, C., & Farmer, J. D. (2015). The dynamics of the leverage cycle. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 50, 155-179. <https://doi.org/10.1016/j.jedc.2014.09.015>
- Azis, M. (2017). *Reksa dana dan Kinerja Keuangan Perbankan*. (T. Fitriastuti, ed.). Samarinda.
- Azis, M., Purnamasari, I., & Nadir, M. (2017). *Portofolio Reksa dana dan Kinerja Keuangan Perbankan* (T. Fitriastuti, ed.). Samarinda: Mulawarman University PRESS.
- Badhani, D. K. N., & Kumar, D. A. (2019). Market timing Skill of Foreign Portfolio Investors in India. *IIMB Management Review*. <https://doi.org/10.1016/j.iimb.2019.07.012>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and Capital Structure. *Journal of Finance*, 57(1), 1-32. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>
- Baltagi, B. H. (2002). *Econometric Analysis of Panel Data* (3rd ed.). Wiley; 3 edition (July 18, 2005).

- Bekaert, G., Engstrom, E., & Xing, Y. (2009). Risk, uncertainty, and asset prices. *Journal of Financial Economics*, 91(1), 59–82. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.01.005>
- Bhatti, I., Ariff, M., & Mansor, F. (2015). New Evidence on the Impact of Fees on Kinerja reksa dana. “*Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*.” <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2014.12.009>
- Bhatti, A. M., Majeed, K., Ijaz-ur-Rehman, & Khan, W. A. (2010). Affect of *leverage* on risk and stock *returns*: Evidence from Pakistani companies. *International Research Journal of Finance and Economics*, 58(58), 32–49.
- Bodie, Kane, & Marcus. (1999). Investments. In *McGRAW-HILL Internasional Editions* (Fourth Edi, p. 1).
- Boguth, O., & Simutin, M. (2014). Tightness of Funding Constraints and Asset Prices: Insights from Mutual Fund Risk Taking. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2517704>
- Boguth, O., & Simutin, M. (2017). US CR. *Journal of Financial Economics*. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.12.002>
- Brendea, G. (2012). Testing the Impact of *Market timing* on the Romanian Firms’ Capital Structure. *Procedia Economics and Finance*, 3(12), 138–143. [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(12\)00132-3](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(12)00132-3)
- Busse, J. A. (1999). Volatility timing in mutual funds: Evidence from daily *returns*. *Review of Financial Studies*, 12(5), 1009–1041. <https://doi.org/10.1093/rfs/12.5.1009>
- Chang, E. C., & Lewellen, W. G. (1984). *Market timing* and Mutual Fund Investment Performance. *The Journal of Business*, 57(1), 57. <https://doi.org/10.1086/296224>
- Chen, D., Gan, C., & Hu, B. (2015). Performance of Mutual Funds-an Empirical Study. *Lincoln University*, (03), 130–146.

- Chen, J., Hong, H., Huang, M., & Kubik, J. D. (2004). Does *Fund size* Erode Mutual Fund Performance? The Role of Liquidity and Organization. *American Economic Review*, 94(5), 1276–1302. <https://doi.org/10.1257/0002828043052277>
- Deb, S. G. (2019). PT US CR. *IIMB Management Review*. <https://doi.org/10.1016/j.iimb.2019.03.014>
- Dimmock, S. G., Kouwenberg, R., Mitchell, O. S., & Peijnenburg, K. (2016). Ambiguity aversion and household portfolio choice puzzles: Empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 119(3), 559–577. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.01.003>
- Diserens, C., Fragnière, E., Holenstein, C., & Rufino, S. (2018). Paradoxes of Portfolio Performance Calculation for Wealth Management: Avoiding Reporting Pitfalls. *Journal of Financial Risk Management*, 07(03), 205–222. <https://doi.org/10.4236/jfrm.2018.73014>
- Eisenhardt, K. M., & Eisenhardt, K. M. (2018). *Linked references are available on JSTOR for this article: Agency Theory: An Assessment and Review*. 14(1), 57–74.
- Elfeky, M. I. (2017). The extent of voluntary disclosure and its determinants in emerging markets: Evidence from Egypt *The Journal of Finance and Data Science*, 3(1–4), 45–59. <https://doi.org/10.1016/j.jfds.2017.09.005>
- Elton, E. J., Gruber, M. J., & Blake, C. R. (2012). Does *Mutual Fund size* Matter? The Relationship Between Size and Performance. In *Review of Asset Pricing Studies* (Vol. 2). <https://doi.org/10.1093/rapstu/ras001>
- Freeman, R. E. E., & McVea, J. (2005). A *Stakeholder* Approach to Strategic Management. *SSRN Electronic Journal*, (March 2018). <https://doi.org/10.2139/ssrn.263511>
- Fabozzi, F. J., & Francis, J. C. (1977). Stability Tests for Alphas and Betas Over Bull and Bear Market Conditions. *The Journal of*

- Finance*, 32(4), 1093–1099. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1977.tb03312.x>
- Fabozzi, F. J., Markowitz, H. M., Kolm, P. N., & Gupta, F. (2011). Portfolio Selection. *The Theory and Practice of Investment Management: Asset Allocation, Valuation, Portfolio Construction, and Strategies, Second Edition*, 7(1), 45–78. <https://doi.org/10.1002/9781118267028.ch3>
- Fabozzi, & Frank J. (1999). Financial Management and Analysis. In *McGRAW-HILL Internasional Editions* (Third Edit).
- Fama, E. F. (1970). Session Topic: Stock Market Price Behavior Session Chairman: Burton G. Malkiel Efficient Capital Markets: A Review Of Theory And Empirical Work. *Jstor*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.1684/bdc.2014.1986>
- Person, W., & Mo, H. (2016). Performance Measurement with Selectivity, Market and Volatility Timing. *Journal of Financial Economics*, 121(1), 93–110. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.02.012>
- Galkiewicz, D. P. (2015). *Regulation, Leverage, and Derivative Use by Mutual Funds*. 187.
- George, O. (2015). www.econstor.eu.
- Gunarathna, V. (2016). How does Financial *Leverage* Affect Financial Risk? An Empirical Study in Sri Lanka. *Amity Journal of Finance*, 1(1), 57–66.
- Heaton, J., & Lucas, D. (2000). Portfolio choice and asset prices: The importance of entrepreneurial risk. *Journal of Finance*, 55(3), 1163–1198. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00244>
- Henriksson, R. D., & Merton, R. C. (1981). On *Market timing* and Investment Performance. II. Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills. *The Journal of Business*, 54(4), 513. <https://doi.org/10.1086/296144>
- Ho, R. Y. W., Strange, R., & Piesse, J. (2008). Corporate financial *leverage* and asset pricing in the Hong Kong market.

- International Business Review*, 17(1), 1-7. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2007.05.004>
- Huij, J., & Post, T. (2011). On the Performance of Emerging Market Equity Mutual Funds. *Emerging Markets Review*, 12(3), 238-249. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2011.03.001>
- Humphrey, J. E., & Lee, D. D. (2011). Australian Socially Responsible Funds: Performance, Risk and Screening Intensity. *Journal of Business Ethics*, 102(4), 519-535. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0836-7>
- Jarrow, R. (2012). Detecting asset price bubbles. *Journal of Derivatives*, 20(1), 30-34. <https://doi.org/10.3905/jod.2012.20.1.030>
- Kasanen, E., Kinnunen, J., Östermark, R., & Aaltonen, J. (1992). The Performance of a Newly Emerged Mutual Fund Industry on a Thin Security Market: Empirical Evidence From Finland. *International Review of Financial Analysis*, 1(2), 149-160. [https://doi.org/10.1016/s1057-5219\(15\)30012-0](https://doi.org/10.1016/s1057-5219(15)30012-0)
- Koizumi, Y., Yamada, R., Nishioka, M., Matsumura, Y., Tsuchido, T., & Taya, M. (2002). Deactivation kinetics of Escherichia coli cells correlated with intracellular superoxide dismutase activity in photoreaction with titanium dioxide particles. *Journal of Chemical Technology and Biotechnology*, 77(6), 671-677. <https://doi.org/10.1002/jctb.619>
- Kon, S. J. (1983). The Market-Timing Performance of Mutual Fund Managers. *The Journal of Business*, 56(3), 323. <https://doi.org/10.1086/296204>
- Lu, N. C., Cheng, Y. H., Wang, Y. T., & Cheng, J. (2007). Dynamic propagation problems on mode III asymmetrical interface crack. *Harbin Gongye Daxue Xuebao/Journal of Harbin Institute of Technology*, 39(11), 1710-1714. <https://doi.org/10.1007/s>
- Maciel, L., Gomide, F., & Ballini, R. (2016). A differential evolution algorithm for yield curve estimation. In *Mathematics and*

- Computers in Simulation* (Vol. 129). <https://doi.org/10.1016/j.matcom.2016.04.004>
- Mandelker, G. N., & Rhee, G. (1984). The Impact of the Degrees of Operating and Financial *Leverage* on Systematic Risk of Common Stock Author (s): Gershon N. Mandelker and S. Ghon Rhee Source: *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 19, No. 1 (Mar., 1984), pp. 45.
- Maroof, L., Javid, A. Y., & Mian, R. U. (2019). *Performance and Timing Abilities of Mutual Funds During Bull and Bear Market : Evidence From Pakistan*. 21(1), 192-209.
- Muttakin, M. B., Khan, A., & Belal, A. R. (2015). Intellectual capital disclosures and corporate governance: An empirical examination. *Advances in Accounting*, 31(2), 219-227. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2015.09.002>
- Nanda, V., Narayanan, M. P., & Warther, V. A. (2000). Liquidity, investment ability, and mutual fund structure. *Journal of Financial Economics*, 57(3), 417-443. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00063-5](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00063-5)
- Nguyen, C. P., Schinckus, C., & Hong Nguyen, T. V. (2019). Google search and stock returns in emerging markets. *Borsa Istanbul Review*. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2019.07.001>
- Obreja, I. (2013). Book-to-Market Equity, Financial *Leverage*, and the Cross-Section of Stock Returns. *Review of Financial Studies*, 26(5), 1146-1189. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs180>
- Pal, M. S., & Chandani, A. (2014). A Critical Analysis of Selected Mutual Funds in India. *Procedia Economics and Finance*, 11(14), 481-494. [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(14\)00214-7](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(14)00214-7)
- Panda, B., & Leepsa, N. M. (2017). Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, 10(1), 74-95. <https://doi.org/10.1177/0974686217701467>

- Philippas, N. (2011). *Market timing And Selectivity: An Empirical Investigation Into The Features Of Greek Mutual Fund Managers*. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 18(3), 97-108. <https://doi.org/10.19030/jabr.v18i3.2143>
- Phillips, B., Pukthuanthong, K., & Rau, P. R. (2017). Size Doesn't Matter: Diseconomies of Scale in the Mutual Fund Industry Revisited. *Journal of Banking and Finance*, (2018). <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.12.005>
- Ritter, J. R. (2005). Economic growth and equity returns. *Pacific Basin Finance Journal*, 13(5), 489-503. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2005.07.001>
- Rzeczniczak, P., & Swinkels, L. A. P. (2011). Performance Evaluation of Polish Mutual Fund Managers. *SSRN Electronic Journal*, (April). <https://doi.org/10.2139/ssrn.1124363>
- Safdar, R., & Yan, C. (2017). Information risk, stock returns, and asset pricing: Evidence from China. *Accounting Research Journal*, 30(4), 379-394. <https://doi.org/10.1108/ARJ-04-2015-0057>
- Sharpe, W. F. (1990). Asset allocation: Management style and performance measurement. *The Journal of Portfolio Management*, (Ca 94022).
- Shilpi, M., & Arti, P. (2014). A Critical Analysis of Selected Mutual Funds in India. *Procedia Economics and Finance*, 11(14), 481-494. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(14\)00214-7](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(14)00214-7)
- Siegel, J. J. (2003). What is an asset price bubble? An operational definition. *European Financial Management*, 9(1), 11-24. <https://doi.org/10.1111/1468-036X.00206>
- Simbolon, I. P. (2016). *Capital Asset Pricing Model in Forecasting the Expected Return : Theory and Evidence*. 1(2), 64-71. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19(1), 45-57. Retrieved from <https://www.jstor.org/stable/2331000>
Accessed:

- Tuzel, S., & Zhang, M. Ben. (2017). Local Risk, Local Factors, and Asset Prices. *Journal of Finance*, 72(1), 325–370. <https://doi.org/10.1111/jofi.12465>
- Ünal, G., & Tan, Ö. F. (2015). Selectivity and Market timing Ability of Polish Fund Managers Analysis of Selected Equity Funds. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 213(212), 411–416. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.11.559>
- Vithessonthi, C., & Tongurai, J. (2015). The effect of firm size on the leverage-performance relationship during the financial crisis of 2007-2009. *Journal of Multinational Financial Management*, 29, 1–29. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2014.11.001>
- Wattanatorn, W., & Tansupswatdikul, P. (2018). An ability to Forecast Market Liquidity - Evidence from South East Asia Mutual Fund Industry. *The Journal of Finance and Data Science*. <https://doi.org/10.1016/j.jfds.2018.10.002>
- Wattanatorn, W., Padungsaksawasdi, C., Chunhachinda, P., & Nathaphan, S. (2020). Mutual fund liquidity timing ability in the higher moment framework. *Research in International Business and Finance*, 51 (December 2018), 101105. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101105>
- Wurgler, B. and. (2002). *American Finance Association Market timing and Capital Structure Author (s) : Malcolm Baker and Jeffrey Wurgler Source : The Journal of Finance, Vol. 57, No. 1 (Feb., 2002), pp. 1-32 Published by : Wiley for the American Finance Association Stabl. 57(1), 1–32.*
- Yoon, E., & Jang, S. (2005). The Journal of Hospitality Financial Management The Effect of Financial Leverage on Profitability and Risk of Restaurant Firms. *Journal of Hospitality Financial Management*, 13(1), 37–41. <https://doi.org/10.1080/10913211.2005.10653798>
- Zhao, X., & Wang, S. (2007). Empirical Study on Chinese Mutual Funds' Performance. *Systems Engineering-Theory & Practice*, 27(3), 1–11. [https://doi.org/10.1016/s1874-8651\(08\)60020-4](https://doi.org/10.1016/s1874-8651(08)60020-4)

INDEKS

- Fund Size*, 1, 3, 14, 17, 25, 26, 27, 28, 29, 48, 70, 77
- GDP, 51, 52, 53, 54, 55
- Gross Domestic Product, 51, 52, 54, 72
- Inflasi, 53, 54, 55, 56, 57, 58, 59, 60, 61, 63, 72
- Kepemilikan Asing, 7, 42, 43, 44, 45, 46, 71
- Kinerja Reksa dana, v, 1, 2, 3, 4, 5, 7, 8, 12, 14, 16, 17, 18, 19, 20, 21, 22, 23, 24, 25, 26, 28, 32, 35, 43, 44, 45, 46, 48, 49, 50, 60, 61, 67, 68, 70, 71, 73, 76
- Manajemen Investasi, 11, 49, 68, 85
- Manajemen Portofolio, 12, 20
- Manajer Investasi, 1, 2, 3, 4, 6, 8, 9, 11, 12, 14, 16, 17, 18, 19, 20, 21, 22, 23, 24, 25, 26, 27, 28, 32, 37, 43, 44, 48, 49, 50, 59, 63, 64, 67, 68, 69, 70, 71, 72, 73
- Market Timing*, 1, 2, 3, 4, 5, 8, 12, 17, 18, 19, 20, 21, 23, 24, 28, 29, 33, 34, 61, 63, 68, 70, 73
- Market Timing Ability*, 17, 18, 21, 22, 28, 68, 70
- Obligasi, 11, 31, 59
- Pandemi COVID-19, 59, 67
- Portofolio, v, 1, 3, 4, 5, 6, 8, 9, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17, 18, 19, 20, 21, 22, 23, 24, 25, 26, 27, 28, 31, 33, 44, 48, 49, 50, 58, 61, 70, 71, 72, 73, 75, 81, 85
- Portofolio Efek, 1, 3, 9, 12, 16, 25, 26, 27, 28, 50
- Reksa dana, v, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 12, 14, 15, 16, 17, 18, 19, 20, 21, 22, 23, 24, 25, 26, 27, 28, 30, 31, 32, 33, 35, 37, 38, 39, 40, 43, 44, 45, 46, 47, 48, 49, 50, 52, 53, 54, 55, 57, 58, 60, 61, 63, 64, 65, 66, 67, 68, 69, 70, 71, 72, 73, 75, 76, 85
- Risiko, 1, 4, 5, 6, 7, 8, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17, 20, 25, 27, 31, 32, 36, 37, 38, 39, 42, 43, 48, 49, 50, 61, 70, 73
- Saham, 2, 3, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 14, 15, 18, 19, 20, 21, 22, 23, 24,

25, 26, 27, 30, 31, 32, 33, 36,
42, 43, 44, 46, 48, 49, 50, 51,
52, 53, 54, 55, 56, 57, 58, 59,
60, 61, 62, 63, 64, 65, 67, 68,
70, 71, 72, 73, 74, 85

Teori Portofolio, 11, 12, 13

Teori *Stakeholder*, 14, 20, 27

TENTANG PENULIS

Musdalifah Azis lahir di Ujung Pandang tahun 1980 adalah alumni S-1 FEB-Manajemen Universitas Hasanuddin di Makassar lulus 2004, Kemudian tahun 2009 menyelesaikan studi S-2 di Program Magister Sains, Konsentrasi Manajemen dan Keuangan di Universitas Hasanuddin di Makassar. Serta S-3-Pascasarjana Ilmu Ekonomi Universitas Hasanuddin di Makassar lulus 2013. Penulis menjadi dosen tetap sejak tahun 2005 di Universitas Mulawarman Samarinda. Buku yang telah diterbitkan antara: Manajemen Investasi: Fundamental, Teknikal, *Return Saham*, dan Perilaku Investor; Portofolio Reksa dana dan Kinerja Keuangan Perbankan; Taktik dan Strategi Dalam Manajemen Operasional Korporasi, Dasar dan Aplikasi Ekonomi Manajerial Korporasi, Penganggaran Bisnis Korporasi. Dari pengalaman mengajar S-1, S-2 MM dan membimbing disertasi S-3-Ilmu Manajemen FEB Universitas Mulawarman di Samarinda. Penulis dapat dihubungi via email: musdalifah.azis@feb.unmul.ac.id.

Rusdiah Iskandar lahir di Buntok Kalimantan Tengah tahun 1952, Lulus Sarjana Muda Jurusan Manajemen Perusahaan Fakultas Ekonomi Universitas Mulawarman Tahun 1976, Lulus S-1 Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Mulawarman Tahun 1981, Lulus S-1 Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya Tahun 1993, Lulus S-2 Jurusan Manajemen Fakultas

Ekonomi Universitas Airlangga Tahun 1998, Lulus S3 Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga Tahun 2005. Saat ini beliau aktif mengajar sebagai Guru Besar dan Dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Mulawarman. Buku yang telah diterbitkan: Kewirausahaan pada Industri Kecil (Konsep dan Studi Empiris) dan Stock Split, Bid-Ask Spread, Volume Perdagangan dan Abnormal *Return*. Penulis dapat dihubungi via email: rusdiah.iskandar@feb.unmul.ac.id.