

KEMAMPUAN MEMILIH SAHAM DAN MARKET TIMING MANAJER INVESTASI REKSA DANA SAHAM DI BURSA EFEK INDONESIA

Waelan

*Jurusan Administrasi Niaga Politeknik Negeri Bali
e-mail: waelan_pnb@yahoo.com*

Abstract

Purpose of this article is to analyze equity mutual fund investment manager ability in Indonesian Stock Exchange by applying quadratic timing factor. The result indicate that investment manager of equity mutual fund in Indonesian Stock Exchange have no security selection ability and have small positive market timing ability. At the individual fund level, there are 4 investment manager have security selection ability, 3 investment manager have market timing ability, and 1 investment manager have both. There are trade-off between security selection ability and market timing ability.

Keywords: *Equity mutual fund, security selection ability, market timing ability, and trade-off.*

Abstrak

Artikel ini bertujuan untuk menganalisis manajer investasi reksa dana saham di Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan faktor quadratic timing. Hasil penelitian menunjukkan bahwa manajer investasi reksa dana saham di Bursa Efek Indonesia tidak memiliki kemampuan melakukan pemilihan dengan aman dan kemampuan market timing manajer investasi di BEI yang rendah dan tidak signifikan. Pada tingkat masing-masing reksa dana saham, 4 manajer investasi memiliki kemampuan memilih dengan aman, 3 manajer investasi memiliki kemampuan market timing, dan 1 manajer investasi memiliki kedua kemampuan tersebut. Terdapat trade-off antara kemampuan memilih dengan kemampuan market timing.

Kata kunci: *reksa dana, kemampuan memilih, kemampuan market timing, trade-off.*

PENDAHULUAN

Kegiatan investasi di pasar modal dapat dilakukan secara langsung dan tidak langsung. Investasi secara langsung misalnya membeli asset keuangan seperti saham dan investasi secara tidak langsung misalnya membeli surat berharga yang menunjukkan kepemilikan atas suatu perusahaan investasi (misalnya perusahaan reksa dana), yang selanjutnya perusahaan investasi itu membeli asset keuangan.

Perusahaan reksa dana (manajer investasi) membantu investor yang dihadapkan pada kendala seperti kecukupan modal dan ketersediaan waktu dan pengetahuan pengelolaan portofolio karena perusahaan reksa dana dapat menyediakan dua fasilitas yang sulit dipenuhi oleh investor perorangan yaitu

menciptakan skala ekonomis dalam berinvestasi melalui penggabungan dana investor untuk menciptakan investasi dalam jumlah yang besar yang akan mempengaruhi harga saham di bursa dan mampu menyediakan pengelolaan investasi dengan tenaga yang profesional yang memiliki analis sekuritas dan manajer portofolio yang bekerja secara *full time* dan selalu berusaha mendapatkan hasil investasi terbaik.

Bapepam membedakan reksa dana menjadi empat, yaitu: reksa dana saham, reksa dana pasar uang, reksa dana pendapatan tetap, dan reksa dana campuran. Reksa dana saham menanamkan dana yang dikelolanya sekurang-kurangnya 80% berbentuk saham atau ekuitas dan sisanya dapat diinvestasikan pada efek lain dan pasar uang. Manajer investasi akan

selalu berusaha meningkatkan keuntungan dalam mengelola dananya sehingga perlu mempertimbangkan antara lain saham yang mana yang akan dibeli (*security selection*) dan kapan saat yang tepat untuk membeli atau menjualnya (*market timing*). Dengan demikian manajer investasi harus mampu membagi perhatiannya terhadap pemilihan saham dan *market timing* secara baik dan melaksanakannya secara konsisten untuk mendapatkan nilai terbaik dari portofolio sahamnya.

KAJIAN TEORI

Return dan risiko merupakan dua unsur penting yang harus diperhatikan oleh investor. Tandelilin (2001) mendefinisikan risiko sebagai kemungkinan *return* aktual suatu investasi yang berbeda dengan *return* yang diharapkan. Husnan (2001) menyatakan pengukuran risiko bagi pemodal adalah dalam bentuk deviasi standar tingkat keuntungan portofolio (disebut risiko total), atau beta portofolio (disebut risiko sistimatis). Penghitungan kinerja portofolio dengan *the capital assets pricing model* (CAPM) yang dikembangkan oleh Jensen pada tahun 1966 ditujukan untuk menilai kemampuan peramalan manajer portofolio. *Return* portofolio dapat diestimasi sebagai fungsi *linear* dari risiko sistimatis, *return* nyata dalam portofolio pasar, tingkat *return* bebas risiko, dan *random error*. Jensen Alpha (α) mengukur *excess return* di atas tingkat *return* bebas risiko yang disesuaikan terhadap risiko pasar (Gregoriou, 2003). Alpha sebagai pengukuran umum kinerja relatif tidak mempertimbangkan ketepatan waktu pasar (*market timing*), karenanya perlu ditambahkan faktor kuadrat yang kemungkinan bisa menangkap fungsi *non-linear* dari *return* portofolio dan *return* pasar. Model ini diajukan oleh Treynor dan Mazuy pada tahun 1966 (Bauer, dkk., 2006):

$$R_{Pt} - R_{Ft} = \alpha_p + \beta_p(R_{Mt} - R_{Ft}) + \beta_{PT}(R_{Mt} - R_{Ft})^2 + \varepsilon_{Pt} \dots\dots\dots (1)$$

Dimana:

- R_{Pt} = *Return* portofolio p pada waktu t
- R_{Ft} = *Return* investasi bebas risiko pada waktu t
- R_{Mt} = *Return* pasar pada waktu t
- ε_{Pt} = *Error term*.

Alpha (α_p) dalam persamaan tersebut menggambarkan kemampuan memilih saham (*security-selection*), dimana α_p yang positif dan signifikan menggambarkan kemampuan *security selection* yang baik. β_{PT} menggambarkan kemampuan menentukan waktu yang tepat dalam membeli dan menjual saham (*market timing*), dimana β_{PT} yang positif dan signifikan menggambarkan kemampuan *market timing* yang baik.

Fama pada tahun 1972 menegaskan pembagian kemampuan peramalan manajer portofolio kedalam 2 komponen yang berbeda (Chen, dkk., 1992), yaitu: (1) meramalkan pergerakan harga masing-masing saham yang dipilih (*security-analysis* atau *microforecasting*), dan (2) meramalkan pergerakan harga pasar saham secara umum sebagai keseluruhan (*market timing* atau *macroforecasting*).

Kemampuan memilih saham merupakan kemampuan manajer investasi untuk memilih saham-saham yang *under valued* yang akan dimasukkan kedalam portofolio dan diprediksi mempunyai kinerja yang lebih baik masa mendatang. Jika nilai alpha positif dan signifikan mengindikasikan bahwa manajer investasi memiliki kemampuan memilih saham, karena alpha yang positif menunjukkan bahwa reksa dana saham tersebut menghasilkan *return* yang lebih besar dari *return* pasar. Sebaliknya, jika nilai alpha negatif maka mengindikasikan manajer investasi tidak memiliki kemampuan memilih saham, karena nilai alpha yang negatif menunjukkan bahwa *return* reksa dana saham lebih kecil dari *return* pasar. Nilai alpha sama dengan 0 berarti *return* reksa dana saham sama dengan *return* pasar.

Market timing merupakan kemampuan manajer investasi untuk melakukan penyesuaian portofolio asset guna mengantisipasi perubahan atau pergerakan harga pasar secara umum. Jika β_{PT} positif dan signifikan mengindikasikan manajer investasi memiliki kemampuan *market timing*. Jika β_{PT} negatif mengindikasikan bahwa manajer investasi tidak memiliki kemampuan *market timing*. Nilai β_{PT} merepresentasikan sensitifitas *return* saham terhadap perubahan *return* pasar, sehingga

semakin besar beta suatu saham maka saham tersebut semakin sensitif terhadap perubahan *return* pasar. Dengan demikian nilai β_{PT} yang lebih besar dari nol menunjukkan kemampuan manajer investasi dalam meningkatkan *return*.

Pengembangan Hipotesis

Dellva dkk. (2001) melakukan penelitian reksa dana saham periode 1989-1998 terhadap 35 perusahaan yang 13 perusahaan diantaranya merupakan perusahaan yang berkinerja baik dalam indeks S&P 500 selama periode rata-rata 5 tahun, menemukan bukti bahwa para manajer investasi memiliki kemampuan yang positif mengenai pemilihan saham, tetapi negatif dalam kemampuan *market timing*. Bello dan Janjigian (1997) meneliti 633 reksa dana domestic yang memiliki data minimum 42 bulan berurutan dari Januari 1984 sampai dengan Desember 1994 menemukan kemampuan memilih saham yang positif dan signifikan. Dalam penelitian terhadap reksa dana saham di BEI ini diajukan hipotesis:

H1a: Manajer investasi reksa dana saham di Bursa Efek Indonesia memiliki kemampuan memilih saham.

Comer (2006) dalam penelitian terhadap reksa dana yang terdaftar sebagai Weisenberger's Mutual Funds Panorama dari tahun 1981 sampai tahun 2000 menemukan bukti yang sangat kecil tentang kemampuan *market timing* antara tahun 1981-1991, sedangkan antara tahun 1992-2000 menemukan bukti yang kuat adanya kemampuan *market timing*. Ferri, dkk. (1984) yang meneliti 69 reksa dana memakai data mulai tahun 1975 sampai 1980 dari Wiesenberger's Management Results tidak menemukan bukti manajer investasi memiliki kemampuan *market timing*, dan hanya beberapa manajer investasi menunjukkan kemampuan *market timing*. Penelitian Chang dan Lewellen (1984) memakai data 67 reksa dana Januari 1971 sampai dengan Desember 1979 dari CRSP menemukan tidak terdapatnya kemampuan *market timing*. Bauer, dkk. (2006) dengan penelitiannya tentang pengukuran kinerja dan persistensi kinerja reksa dana di New Zealand memakai data

Januari 1990 sampai dengan September 2003 yang terdiri dari 30 reksa dana ekuitas domestik, 63 reksa dana ekuitas internasional, dan 50 reksa dana multisektor tidak menemukan adanya kemampuan *market timing* yang signifikan. Dalam penelitian ini diajukan hipotesis:

H1b: Manajer investasi reksa dana saham di Bursa Efek Indonesia tidak memiliki kemampuan *market timing*.

Lee dan Rahman (1990) meneliti *return* bulanan selama 87 bulan (Januari 1977 – Maret 1984) sebanyak 93 reksa dana dari CRSP menemukan bukti pada tingkat masing-masing reksa dana terdapat kemampuan yang tinggi dalam memilih saham dan *market timing*. Deb, dkk. (2007) meneliti data bulanan dan mingguan reksa dana di India dari Januari 2000 sampai dengan Juni 2005 menemukan bahwa dari sebanyak 768 kasus terdapat 128 memiliki kemampuan memilih saham yang positif dan signifikan 5 persen. Kon (1983) meneliti 37 reksa dana yang masing-masing memiliki *return* 198 bulan mulai Januari 1960 sampai dengan 1976 hasilnya mengindikasikan reksa dana secara individual memiliki bukti kemampuan *market timing* yang signifikan. Rao (2000) memakai sampel sebanyak 570 reksa dana periode tahun 1987-1996 menganalisis kemampuan *market timing* dan menemukan 4 reksa dana positif dan signifikan 1 persen, 37 reksa dana positif dan signifikan 5 persen. Chen, dkk. (1992) meneliti kemampuan *security-selection* dan *market timing* terhadap 93 reksa dana untuk periode 87 bulan menemukan 5 reksa dana memiliki kinerja *market timing* positif, 23 reksa dana memiliki kinerja *market timing* sangat rendah, dan secara kolektif tidak memiliki kemampuan *market timing* yang signifikan. Bukti yang didapatkan juga menunjukkan adanya *trade-off* antara kemampuan memilih saham dengan kemampuan *market timing*. Dalam penelitian ini diajukan hipotesis:

H2: Terdapat *trade-off* antara kemampuan memilih saham dengan kemampuan *market timing* manajer investasi reksa dana saham di Bursa Efek Indonesia.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini memakai data reksa dana saham yang beredar di BEI dengan periode penelitian selama 6 tahun, mulai 1 Januari 2001 sampai dengan 31 Desember 2006. Data yang dipakai merupakan data sekunder yang berbasis data bulanan. Data meliputi nilai aktiva bersih (NAB), pendapatan, indeks harga saham gabungan (IHSG), dan suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI). Reksa dana saham yang dijadikan sampel penelitian meliputi keseluruhan reksa dana saham yang telah beredar di BEI minimal 2 bulan.

Definisi Operasional

1. *Benchmark* (patok duga) dalam mengukur kinerja portofolio adalah *single benchmark* yaitu *risk free return* atau *return* dari investasi bebas risiko, menggunakan suku bunga tahunan SBI.
2. *Trade-off* terjadi manakala kemampuan memilih saham dan kemampuan *market timing* saling mempengaruhi secara negatif dan signifikan.

Pengukuran Variabel

1. Menghitung *return* bulanan masing-masing reksa dana saham:

$$R_{Pt} = (NAB_{Pt} - NAB_{Pt-1}) / NAB_{Pt-1}$$

Dimana:

R_{Pt} = *return* reksa dana saham p bulan t

NAB_{Pt} = NAB reksa dana saham p akhir bulan t

NAB_{Pt-1} = NAB reksa dana saham p akhir bulan t-1

2. Menghitung *return* bulanan investasi bebas risiko:

$$R_{Ft} = SBI_t / 12$$

Dimana:

R_{Ft} = *Return* investasi bebas risiko bulan t.

SBI_t = Suku bunga SBI bulan t

3. Menghitung *return* bulanan pasar:

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

Dimana:

R_{Mt} = *Return* pasar bulan t

$IHSG_t$ = IHSG akhir bulan t

$IHSG_{t-1}$ = IHSG akhir bulan t-1

Metode Analisis

Pengujian hipotesis 1a dan hipotesis 1b menempuh langkah-langkah: menghitung *return* bulanan masing-masing reksa dana saham, menghitung *return* bulanan investasi bebas risiko, menghitung *return* bulanan pasar, mengestimasi regresi menggunakan model (1) dengan data *pooled* mencakup keseluruhan reksa dana saham dan keseluruhan periode penelitian untuk mendapatkan kemampuan memilih saham (α_p) dan kemampuan *market timing* (β_{PT}). Hipotesis 1a diterima jika α_p positif dan signifikan. Hipotesis 1b diterima jika β_{PT} tidak positif dan signifikan.

Pengujian hipotesis 2, yaitu untuk mengetahui terdapatnya *trade off* antara kemampuan memilih saham dengan kemampuan *market timing*, terlebih dahulu perlu melakukan analisis terhadap kemampuan memilih saham dan kemampuan *market timing* manajer investasi masing-masing reksa dana saham, dengan menempuh langkah-langkah: menghitung *return* bulanan masing-masing reksa dana saham, menghitung *return* bulanan investasi bebas risiko, menghitung *return* bulanan pasar, mengestimasi regresi menggunakan model (1) dengan data *time-series* untuk mendapatkan kemampuan memilih saham (α_p) dan kemampuan *market timing* (β_{PT}) manajer investasi masing-masing reksa dana saham. Dengan hasil yang didapatkan selanjutnya mengestimasi pengaruh kemampuan memilih saham (α_p) terhadap kemampuan *market timing* (β_{PT}) dengan data *cross section* menggunakan model yang dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\beta_{PTk} = a + b\alpha_{pk} + \varepsilon_{pk} \dots\dots\dots (2)$$

Dimana β_{PTk} adalah kemampuan *market timing* dari reksa dana saham sebanyak k, α_{pk} adalah kemampuan memilih saham dari reksa dana saham sebanyak k, dan b adalah besarnya koefisien pengaruh. Serta mengestimasi pengaruh kemampuan *market timing* (β_{PT}) terhadap kemampuan memilih saham (α_p) dengan data *cross section* dengan menggunakan model yang dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\alpha_{pk} = a + b\beta_{PTk} + \varepsilon_{pk} \dots\dots\dots (3)$$

Dimana α_{pk} adalah kemampuan memilih saham dari reksa dana saham sebanyak k, β_{PTk} adalah kemampuan *market timing* dari reksa dana saham sebanyak k, dan b adalah besarnya koefisien pengaruh. Hipotesis 2 diterima jika pengaruh kemampuan memilih saham terhadap kemampuan *market timing*, yaitu nilai b yang dihasilkan dari model (2) dan pengaruh kemampuan *market timing* terhadap kemampuan memilih saham, yaitu nilai b yang dihasilkan dari model (3), kedua-keduanya memiliki nilai negatif dan signifikan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Data untuk penelitian ini didapatkan dari Pusat Data Bisnis dan Ekonomi (PD BE), Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Gajah Mada. Jumlah reksa dana saham yang beredar di BEI dari Januari 2001 sampai dengan Desember 2006 terdapat perkembangan, yakni pada awal Januari 2001 sebanyak 22 reksa dana saham dan pada akhir Desember 2006 sebanyak 46 reksa dana saham. Dilakukan *screening* data untuk mendapatkan nilai residual berdistribusi normal dengan menentukan *data outlier* sebesar 2,5 standar deviasi untuk sampel kecil (kurang dari 80) dan 3 standar deviasi untuk sampel 80 atau lebih (Hair dalam Imam Ghozali, 2006). Dalam menormalkan data, selain menentukan *data outlier* juga dilakukan transformasi data. Uji normalitas data menggunakan Kosmogorov-Smirnov (KS). Estimasi regresi menggunakan *ordinary least square* (OLS) dimana agar estimasi regresi data *time series* dan *cross section* memperoleh hasil yang memenuhi sifat *best linear unbiased estimator* (BLUE) memerlukan terpenuhinya uji asumsi klasik yang terdiri dari multikolinearitas, otokorelasi, dan heteroskedastisitas. Uji multikolinearitas menggunakan matriks korelasi SPSS, uji otokorelasi menggunakan Durbin-Watson (DW), uji heteroskedastisitas menggunakan

uji White. Uji normalitas, estimasi regresi, dan uji asumsi klasik OLS.

Pembahasan

Data reksa dana saham dalam periode penelitian tidak memiliki observasi yang berimbang dikarenakan sebagian reksa dana saham baru mulai beredar dan sebagian reksa dana saham sudah tidak beredar lagi dalam periode tersebut sehingga estimasi regresi data *pooled* menggunakan teknik *unbalanced* untuk mendapatkan ketepatan hasil estimasi.

Kemampuan Memilih Saham dan Market Timing

Hasil analisis kemampuan memilih saham dan kemampuan *market timing* manajer investasi reksa dana saham di BEI menggunakan data *pooled* yang mencakup seluruh reksa dana saham selama periode penelitian ditunjukkan dalam tabel 1.

Konstanta atau α_p negatif dan signifikan menandakan manajer investasi di BEI tidak memiliki kemampuan memilih saham, karena *return* reksa dana saham lebih kecil dari *return* pasar. Kemampuan memilih saham yang negatif menunjukkan kurangnya kemampuan peramalan pergerakan harga saham-saham yang dipilih (*security analysis* atau *microforecasting*). Dengan hasil ini hipotesis 1a tidak terdukung. Hasil ini juga tidak mendukung temuan Bello dan Janjigian (1997) ataupun Dellva, dkk. (2001). β_{PT} sebesar 0,001 dengan uji t sebesar 0,68 menandakan terdapat kemampuan *market timing*, namun sangat kecil dan tidak signifikan. β_{PT} yang sangat kecil ini juga menandakan manajer investasi di BEI memiliki kemampuan peramalan pergerakan harga saham secara umum (*macroforecasting*) yang sangat kecil. Dengan hasil ini hipotesis 1b terdukung. Hasil ini mendukung temuan Chang dan Lewellen (1984) dan Bauer, dkk. (2006).

Tabel 1: Hasil analisis kemampuan memilih saham dan *market timing* manajer investasi reksa dana saham di BEI.

Sampel	1.658
Outlier	102
Observasi	1.556
Uji normalitas KS	1,336 probabilitas 0,06
Model regresi	$R_{Pt} - R_{Ft} = \alpha_p + \beta_p(R_{Mt} - R_{Ft}) + \beta_{PT}(R_{Mt} - R_{Ft})^2 + \varepsilon_{Pt}$
Hasil estimasi regresi	$R_{Pt} - R_{Ft} = -0,18 + 0,88(R_{Mt} - R_{Ft}) + 0,001(R_{Mt} - R_{Ft})^2$
t	= -2,37 93,31 0,68

Trade-Off Kemampuan Memilih Saham dengan Market Timing.

Tabel 2: Hasil analisis kemampuan memilih saham dan *market timing* manajer investasi masing-masing reksa dana saham di BEI menggunakan model Treynor & Mazuy :

$$R_{Pt} - R_{Ft} = \alpha_P + \beta_P(R_{Mt} - R_{Ft}) + \beta_{PT}(R_{Mt} - R_{Ft})^2 + \varepsilon_{Pt}$$

No.	Reksa Dana Saham	Uji Normalitas				Kemampuan					Uji Asumsi Klasik OLS			Prob. White
		Sam-pel	Out-lier	Obs-vasi	Prob. KS	Memilih saham		Market Timing		Matrix Kore-lasi	DW		Prob.	
						α_P	t	β_{PT}	t		Tes	Tabel $\alpha=5\%$		
1	ABN Amro Dana Saham	72	8	64	0,76	-0,42	-2.13*	0,001	0,24	-0,01	1,961	1,536	1,662	0,57
2	Arjuna ++)	72	3	69	0,63	-0,06	-0,20	0,001	0,13	-0,31	2,345	1,554	1,672	0,63
3	Bahana Dana Prima	72	2	70	0,76	-0,08	-0,20	0,002	0,29	-0,13	1,769	1,554	1,672	0,33
4	BNI Dana Berkembang	72	2	70	0,31	-0,16	-0,40	-0,009	-1,46	-0,13	1,993	1,554	1,672	0,73
5	BIG Nusantara	72	4	68	1,00	-1,60	-4.26**	0,001	0,09	-0,12	1,744	1,554	1,672	0,16
6	BILLIS Super Dinamika+)	4	0	4	0,97	-	-	-	-	0,93	2,046	-	-	-
7	Bima	65	13	52	0,13	-0,38	-2.06*	-0,020	-7.66**	0,04	1,833	1,490	1,641	0,08
8	CitiReksaDana Ekuitas	59	1	58	0,88	0,17	0,50	0,005	0,90	0,22	2,200	1,514	1,652	0,18
9	Dana Ekuitas Andalan	12	1	11	0,93	0,71	0,83	0,070	1,50	-0,89	1,952	0,658	1,604	0,65
10	Dana Megah Kapital	59	2	57	0,96	0,29	0,67	-0,014	-2.13*	-0,01	1,844	1,514	1,652	0,35
11	Dana Sentosa	39	1	38	0,89	-1,16	-2.54*	-0,021	-2.28*	-0,31	2,420	1,373	1,594	0,70
12	Danamon GT Mega+)	4	0	4	0,97	-	-	-	-	0,93	2,046	-	-	-
13	Danamon GT Raya+)	5	0	5	0,98	-	-	-	-	0,05	2,110	-	-	-
14	Danareksa Mawar	72	5	67	0,98	-0,01	-0,03	0,007	1,65	-0,20	2,059	1,554	1,672	0,40
15	Danareksa Syariah	27	1	26	0,71	-0,26	-0,51	-0,001	-0,11	0,06	1,834	1,224	1,553	0,85
16	First State Deviden Yield	16	1	15	0,93	0,54	0,78	0,062	1,55	-0,89	2,608	0,946	1,543	0,80
17	First State Indoequity	23	1	22	0,92	0,81	1,50	0,005	0,46	0,19	2,422	1,147	1,541	0,87
18	Fortis Ekuitas+) +++)	6	0	6	0,58	-	-	-	-	-0,90	2,666	-	-	0,30
19	GTF Agresif	32	0	32	0,86	-2,14	-1,90	0,015	1,02	-0,04	1,998	1,309	1,574	0,23
20	GTF Sejahtera	32	3	29	0,59	-0,65	-1,77	-0,004	-0,86	-0,05	1,790	1,270	1,563	0,33
21	GTF Sentosa	32	0	32	0,96	-0,36	-0,52	0,011	1,10	-0,04	1,627	1,297	1,570	0,28
22	Indosurya Katulistiwa	17	0	17	0,06	3,71	0,74	-0,035	-0,55	0,19	1,218	1,015	1,536	0,96
23	Mahanusa D.Ekuitas+++)	10	0	10	0,42	3,83	1,87	-0,005	-0,02	-0,07	2,392	0,697	1,641	0,44
24	Makinta Mantap	16	1	15	0,98	1,87	1,40	-0,037	-0,48	-0,89	1,574	0,946	1,543	0,21
25	Mandiri Investa Atraktif	16	0	16	0,16	0,03	0,01	-0,054	-0,48	-0,90	2,359	0,982	1,539	0,23
26	Manulife Dana Saham	40	2	38	0,96	0,10	0,39	0,011	2.23*	-0,38	2,186	1,373	1,594	0,63
27	Master Dinamis	61	2	59	0,98	-0,49	-1,83	-0,001	-0,08	-0,19	1,676	1,514	1,652	0,85
28	NAM Investasi Agresif	17	1	16	0,94	-0,37	-0,40	0,007	0,44	0,23	2,188	0,982	1,539	0,58
29	Niaga Saham	54	0	54	0,77	-0,38	-1,13	0,001	0,01	-0,20	2,207	1,490	1,641	0,50
30	Nikko Saham Nusantara	72	3	69	0,94	-0,28	-0,72	-0,007	-1,12	-0,09	1,970	1,554	1,672	0,96
31	Panin Dana Maksima	72	4	68	0,65	0,51	1,77	-0,003	-0,59	-0,07	1,774	1,554	1,672	0,13
32	Phinisi Dana Saham	72	1	71	0,93	0,11	0,52	0,007	2.22*	-0,13	1,964	1,571	1,680	0,75
33	Platinum Saham	34	1	33	0,51	0,63	0,86	-0,002	-0,11	-0,18	1,468	1,321	1,577	0,59
34	Pratama Saham+++)	7	0	7	0,94	3,57	5.08**	-0,357	-2.61*	-0,65	2,059	0,467	1,896	0,24
35	R.D. MaestroDinamis+)+++)	5	0	5	1,00	-	-	-	-	-0,69	2,480	-	-	-
36	R.D.Dana Ekts. Prima+++)	10	0	10	0,16	1,81	0,35	-0,057	-0,23	-0,79	2,422	0,697	1,641	0,36
37	Reliance Equity Fund	13	0	13	0,23	7,11	0,70	-0,270	-0,55	-0,93	2,572	0,861	1,562	0,80
38	Rencana Cerdas	72	3	69	0,82	0,57	2.31*	-0,001	-0,06	-0,13	2,208	1,554	1,672	0,27
39	Rifan Syariah	18	0	18	0,69	-1,25	-4.79**	-0,001	-0,01	-0,61	2,107	1,046	1,535	0,83
40	Saham BUMN	21	0	21	0,13	-0,19	-0,11	-0,054	-1,65	0,14	2,412	1,125	1,538	0,20
41	Schroder D./Istimewa	24	0	24	0,25	0,69	0,57	-0,025	-1,03	0,12	1,901	1,188	1,546	0,36
42	Schroder D.Prestasi Plus	70	2	68	0,65	0,48	2.10*	0,007	2.08*	-0,05	1,712	1,554	1,672	0,71
43	Si Dana Saham	72	4	68	0,98	0,65	2.77**	0,004	1,11	-0,13	1,609	1,554	1,672	0,57
44	Trim Kapital	12	0	12	0,31	1,19	0,39	0,001	0,01	-0,94	2,218	0,812	1,579	0,41
45	Paramitra Premium+)	3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
46	Si Dana Saham Optima+)	3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

+) observasi yang kecil (terbatasi periode penelitian) tidak mendapatkan hasil uji atau nilai tabel.

++) Estimasi menggunakan deferensi tingkat satu atau $d(y)$ c $d(x)$ $d(x^2)$ untuk mengatasi otokorelasi.

+++) Estimasi menggunakan center data (data mentah - mean atau $X_i - X_{mean}$) untuk menghilangkan multikolinearitas.

* Signifikan pada $\alpha = 5\%$.

** Signifikan pada $\alpha = 1\%$.

Untuk mengetahui adanya *trade-off* antara kemampuan memilih saham dengan kemampuan *market timing* perlu diestimasi terlebih dahulu kemampuan memilih saham dan kemampuan *market timing* manajer investasi masing-masing reksa dana saham menggunakan data *time series*. Hasil analisis meliputi jumlah sampel, data *outlier*, jumlah observasi, uji normalitas KS, hasil estimasi regresi, dan uji asumsi klasik OLS. Uji asumsi klasik dalam analisis ini terdiri dari multikolinearitas, otokorelasi, dan heteroskedastisitas. Hasil analisis tersebut ditunjukkan dalam tabel 2.

Hasil analisis dalam tabel 2 menunjukkan 4 manajer investasi reksa dana saham memiliki kemampuan memilih saham yang signifikan, yaitu: Pratama Saham dengan nilai α_p sebesar 3,57 signifikan 1%, Rencana Cerdas dengan nilai α_p sebesar 0,57 signifikan 5%, Schroder Dana Prestasi Plus dengan nilai α_p sebesar 0,48 signifikan 5%, dan Si Dana Saham dengan nilai α_p sebesar 0,65 signifikan 1%. Hasil analisis juga menunjukkan 3 manajer investasi memiliki kemampuan *market timing* yang signifikan yaitu: Manulife

Dana Saham dengan nilai β_{PT} sebesar 0,011 signifikan 5%, Phinisi Dana Saham dengan nilai β_{PT} sebesar 0,007 signifikan 5%, dan Schroder Dana Prestasi Plus dengan nilai β_{PT} sebesar 0,007 signifikan 5%. Dalam tabel tersebut juga tampak bahwa manajer investasi reksa dana saham Schroder Dana Prestasi Plus memiliki kemampuan memilih saham dan kemampuan *market timing*.

Pengujian terdapatnya *trade-off* dilakukan terhadap kemampuan memilih saham dan kemampuan *market timing* reksa dana saham yang memenuhi uji asumsi klasik OLS yaitu 39 reksa dana saham. Estimasi pengaruh kemampuan memilih saham (α_p) terhadap kemampuan *market timing* (β_{PT}) menggunakan OLS menghasilkan estimasi yang mengandung heteroskedastisitas karenanya diestimasi menggunakan ARCH (*autoregressive conditional heteroskedasticity*). Estimasi menggunakan ARCH memenuhi sifat BLUE (Winarno, 2007). Hasil analisisnya ditunjukkan dalam tabel 3. Hasil estimasi pengaruh kemampuan *market timing* terhadap kemampuan memilih saham ditunjukkan dalam tabel 4.

Tabel 3: Hasil analisis pengaruh kemampuan memilih saham (α_p) terhadap kemampuan *market timing* (β_{PT}) manajer investasi reksa dana saham di BEI.

Sampel	39
Outlier	2
Observasi	37
Uji normalitas KS	0,835 probabilitas 0,49 (data berdistribusi normal)
Model Regresi	$\beta_{PTk} = a + b\alpha_{pk} + \varepsilon_{pk}$
Hasil estimasi OLS	$\beta_{PTk} = -0,003 - 0,024\alpha_{pk}$ $t = -0,534 \quad -6,248$
Uji asumsi klasik OLS	- Uji DW = 1,782 ($d_L = 1,419$ dan $d_U = 1,530$) tidak mengandung otokorelasi. - Obs*R ² uji White = 15,413 probabilitas 0,001 mengandung heteroskedastisitas.
Hasil estimasi ARCH	$\beta_{PTk} = -0,004 - 0,025\alpha_{pk}$ $t = -0,838 \quad -9,140$ Memenuhi sifat BLUE: - Uji DW = 1,770 ($d_L = 1,419$ dan $d_U = 1,530$) tidak mengandung otokorelasi. - Obs*R ² uji ARCH LM = 0,451 probabilitas 0,50 tidak mengandung heteroskedastisitas.

Tabel 4: Hasil analisis pengaruh kemampuan *market timing* (β_{PT}) terhadap kemampuan memilih saham (α_p) manajer investasi reksa dana saham di BEI.

Sampel	39
Outlier	2
Observasi	37
Uji normalitas KS	0,581 probabilitas 0,89 (data berdistribusi normal)
Model Regresi	$\alpha_{pk} = a + b\beta_{PTk} + \varepsilon_{pk}$
Hasil estimasi OLS	$\alpha_{pk} = 0,801 - 22,008\beta_{PTk}$ $t = 0,449 \quad -6,248$
Uji asumsi klasik OLS	- Uji DW = 1,554 ($d_L = 1,419$ dan $d_U = 1,530$) tidak mengandung otokorelasi. - $Obs \cdot R^2$ uji White = 1,125 probabilitas 0,57 tidak mengandung heteroskedastisitas.
Hasil estimasi ARCH	$\alpha_{pk} = 0,012 - 19,55\beta_{PTk}$ $t = 0,066 \quad -7,05$ Memenuhi sifat BLUE: - Uji DW = 1,505 ($d_L = 1,419$ dan $d_U = 1,530$) tidak dapat diputuskan mengandung otokorelasi. - $Obs \cdot R^2$ uji ARCH LM = 0,071 probabilitas 0,79 tidak mengandung heteroskedastisitas.

$\beta_{PTk} = -0,004 - 0,025\alpha_{pk}$ menandakan bahwa pada saat kemampuan memilih saham sama dengan 0 kemampuan *market timing* sebesar -0,004 dan setiap peningkatan 1 satuan kemampuan memilih saham menyebabkan kemampuan *market timing* menurun sebesar 0,025 satuan. $\alpha_{pk} = 0,012 - 19,55\beta_{PTk}$ menandakan bahwa pada saat kemampuan *market timing* sebesar 0 kemampuan memilih saham sebesar 0,012 dan setiap peningkatan 1 satuan kemampuan *market timing* menyebabkan kemampuan memilih saham menurun sebesar 19,55 satuan. Pengaruh kemampuan memilih saham terhadap kemampuan *market timing* dan sebaliknya bersifat negatif dan signifikan sehingga terjadi *trade-off* antar keduanya. Dengan hasil ini hipotesis 2 terdukung. Hasil ini mendukung temuan penelitian Chen, dkk. (1992).

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Manajer investasi reksa dana saham di BEI tidak memiliki kemampuan memilih saham. Temuan ini tidak mendukung Bello dan Janjigian (1997), dan Dellva, dkk. (2001). Sedangkan kemampuan *market timing* manajer investasi di BEI sangat kecil dan tidak signifikan, mendukung temuan Chang dan Lewellen (1984), Lee dan Rahman (1990),

Bauer, dkk. (2006), dan Deb, dkk. (2007). Pada tingkat masing-masing reksa dana saham terdapat kemampuan memilih saham dan kemampuan *market timing*. Dari 44 manajer investasi reksa dana saham di BEI terdapat 4 manajer investasi yang memiliki kemampuan memilih saham, 3 manajer investasi yang memiliki kemampuan *market timing* dan 1 manajer investasi yang memiliki kemampuan memilih saham dan kemampuan *market timing*. Analisis terdapatnya *trade-off* menggunakan OLS masih mengandung heteroskedastisitas, karenanya dilakukan estimasi menggunakan ARCH. Hasilnya menunjukkan terdapatnya *trade-off* antara kemampuan memilih saham dengan kemampuan *market timing*, mendukung temuan Chen, dkk. (1992).

Saran

Penelitian ini melakukan analisis kemampuan manajer investasi reksa dana saham menggunakan Model Treynor & Mazuy atau *quadratic timing factor*, *benchmark* menggunakan *risk free return* dengan proksi bunga tahunan SBI, dan *return* pasar menggunakan proksi indeks harga saham gabungan BEI. Untuk mendapatkan pemahaman yang optimal terhadap kemampuan manajer investasi reksa dana saham di BEI perlu kiranya dilakukan penelitian-penelitian

sejenis yang menggunakan proksi yang berbeda ataupun menggunakan model yang lain.

REFERENSI

- Bauer, R., Otten, R. and Rad, A.T. (2006). "New Zealand Mutual Funds: Measuring Performance and Persistence in Performance". *Accounting and Finance*, Vol.46, Page 347-363.
- Bello, Z.Y. and Janjigian, V. (1997). "A Reexamination of the Market-Timing and Security-Selection Performance of Mutual Fund". *Financial Analysis Journal*, Vol. Sept-Oct.1997, Page 24-30.
- Chang, E.C. and Lewellen, W.G. (1984). "Market Timing and Mutual Fund Investment Performance". *Journal of Business*, Vol.57, No.1, Page 57-72.
- Chen, CR.et.al.(1992). "A Cross-Sectional Analysis of Mutual Funds Market Timing and Security Selection Skill". *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.19, No. 5, Page 659-675.
- Comer, G.(2006). "Hybrid Mutual Fund and Market Timing Performance". *Journal of Business*, Vol.79, No.2, Page 771-797.
- Deb, S.G., Banerjee, A. and Chakrabarti, B.B. (2007). "Market Timing and Stock Selection Ability of Mutual Funds in India: An Empirical Investigation". *Vikalpa*, Vol.32, No.2, Page 39-51.
- Dellva, W.L., De Maskey, A.L. and Smith, C.A. (2001). "Selectivity and Market Timing Performance of Fidelity Sector Mutual Funds". *The Financial Review*, Vol.36, P 39-54.
- Ferri, M.G., Oberhelman, H.D. and Roenfeld, R.L. (1984). "Market Timing and Mutual Fund Portfolio Composition". *The Journal of Financial Research*, Vol.VII, No.2, Page 143-150.
- Ghozali, I. (2006). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gregoriou, G.N. (2003). "Performance evaluation of funds of hedge funds using conditional alphas and betas". *Derivatives Use, Trading & Regulation*, Vol.Eight, No.Four, Page 324-344.
- Husnan, S. (2001). *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Kon, S.J. (1983). "The Market-Timing Performance of Mutual Fund Managers". *Journal of Business*, Vol. 56, No.31, Page 323-347.
- Lee, C.F. and Rahman, S. (1990). "Market Timing, Selectivity, and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation". *Journal of Business*, Vol. 63, No.2, Page 261-278.
- Rao, S.P.U. (2000). "Market Timing and Mutual Fund Performance". *American Business Review*, Vol. June 2000, Page 75-79.
- Tandelilin, E. (2001). *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: Badan Penerbit Fakultas Ekonomi UGM.
- Winarno, W.W. (2007). *Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.