



## Analisis *Securities Selection Skill* dan *Market Timing Ability* pada Kinerja Reksadana Syariah Campuran di Bursa Efek

Marta Dwiyana, Nur Indah Riwijanti dan Fita Setiadi

Politeknik Negeri Malang

[martamaryuda16@gmail.com](mailto:martamaryuda16@gmail.com)

### Informasi Artikel

Tanggal masuk	27-02-2017
Tanggal revisi	24-06-2017
Tanggal diterima	29-09-2017

### Keywords:

*The Performance of Equity Fund*  
*Market Timing Ability*  
*Securities Selection Skill*

### Abstract

*Mutual fund is a medium that is used to collect money from investors and then invested in the form of a portofolio by the investment manager. This research aims to measure the performance of the investment manager of Sharia mutual fund by analyzing his securities selection skill and market timing ability based on Treynor-Mazuy and Henriksson-Merton model. The data used in this research are Net Asset Value, Certificate of Indonesian Central Bank and the Jakarta Islamic Index. The population in this research are ninety-three mutual funds. Samples are taken by using purposive sampling techniques. The sample used are thirteen Sharia's mutual fund, listed in Indonesia Stock Exchange from 2014 to 2016. This research uses regression method, processed by using Eviews 7.0. The results show that is based on the Sharpe Ratio indicates that out of thirteen mutual funds, there are only four mutual funds that performed well, while nine other mutual funds were underperformance. The result based on the model of Treynor-Mazuy and Henriksson-Merton indicate that investment managers did not have the securities selection skill and market timing ability. In general, the findings indicate that the investment manager of mutual fund did not have the ability to choose asset from a portfolio which is expected to provide return and did not have the ability to take the right policy to buy or sell certain securities. It is suggested that Otoritas Jasa Keuangan should hold continuous training for the investment managers and should issue a new certification specifically for the investment manager by increasing the standard of competence.*

### Kata kunci:

*Kinerja Dana Ekuitas*  
*Market Timing Ability*  
*Security Selection Skill*

### Abstrak

*Reksadana adalah media yang digunakan untuk mengumpulkan uang dari investor dan kemudian diinvestasikan dalam bentuk portofolio oleh manajer investasi. Penelitian ini bertujuan untuk mengukur kinerja manajer investasi reksadana syariah dengan menganalisis securities selection skill dan market timing ability berdasarkan model Treynor-Mazuy dan Henriksson-Merton. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah Nilai Aktiva Bersih, Sertifikat Bank Indonesia dan Jakarta Islamic Index. Populasi dalam penelitian ini adalah sembilan puluh tiga reksadana. Sampel diambil dengan menggunakan teknik purposive sampling. Sampel yang digunakan adalah tiga belas reksadana syariah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari 2014 hingga 2016. Penelitian ini menggunakan metode regresi yang diolah dengan menggunakan Eviews 7.0. Hasil penelitian menunjukkan bahwa berdasarkan Sharpe Ratio mengindikasikan bahwa dari tiga belas reksadana, hanya ada empat reksadana yang berkinerja baik,*

sementara sembilan reksadana lainnya berkinerja buruk. Hasil berdasarkan model Treynor-Mazuy dan Henriksson-Merton mengindikasikan bahwa manajer investasi tidak memiliki *securities selection skill* dan *market timing ability*. Secara umum, temuan tersebut menunjukkan bahwa manajer investasi reksadana tidak memiliki kemampuan untuk memilih aset dari portofolio yang diharapkan untuk memberikan return dan tidak memiliki kemampuan untuk mengambil kebijakan yang tepat untuk membeli atau menjual sekuritas tertentu. Disarankan agar Otoritas Jasa Keuangan harus mengadakan pelatihan berkelanjutan untuk manajer investasi dan harus mengeluarkan sertifikasi baru khusus untuk manajer investasi dengan meningkatkan standar kompetensi.

## 1. Pendahuluan

Beragam pilihan produk reksadana, menimbulkan masalah bagi investor untuk memilih reksadana yang memiliki prospektus yang baik berdasarkan kinerja portofolionya. Menurut Jensen (1968), konsep kinerja portofolio dibagi menjadi dua, yaitu *securities selection skill* dan *market timing ability*

Penelitian ini dilakukan dengan fokus utama yang membahas tentang reksadana syariah, karena peran reksadana syariah dalam mengisi komposisi portofolio seorang investor individual sangat besar dalam jangka panjang. Tingkat pengembalian reksadana syariah yang wajar dan konsisten dalam jangka panjang menjadi daya tarik tersendiri bagi investor. Selain itu reksadana syariah yang diteliti adalah reksadana syariah campuran, karena reksadana syariah campuran memiliki keunggulan yaitu komposisi portofolio bisa lebih fleksibel, reksadana syariah campuran ini menawarkan kombinasi investasi dalam berbagai instrumen yang dapat menggabungkan saham dengan hutang, obligasi, dan lain-lain.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui kinerja Manajer Investasi reksadana syariah campuran yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode Januari 2014–Juni 2016 dalam mengukur *securities selection skill* dan *market timing ability* menggunakan model Henrikson-Merton dan Treynor-Mazuy, serta untuk mengukur kinerja reksadana syariah campuran di Indonesia periode Januari 2014–Juni 2016 menggunakan ukuran *Sharpe's Ratio*

## 2. Kajian Teori

### 2.1 Reksadana Syariah

Pengertian reksadana adalah suatu mekanisme pengumpulan dana investasi yang dikelola oleh manajer investasi (Walia dan Kiran, 2009). Dengan demikian, reksadana merupakan jalan keluar bagi para pemodal kecil yang ingin ikut serta dalam berinvestasi di pasar modal dengan modal minimal yang relatif kecil

dan tidak memiliki banyak waktu serta keterbatasan pengetahuan dan tidak memiliki keahlian. Selain itu, dengan reksadana dana bisa diinvestasikan ke berbagai jenis surat berharga sesuai dengan tujuan dan motif investasi dari para investor (Agarwal, Tandon dan Raychudhuri, 2016).

Reksadana syariah merupakan tempat yang digunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal sebagai pemilik dana (*shahibul mal*) yang selanjutnya diinvestasikan ke dalam portofolio efek oleh Manajer Investasi sebagai wakil *shahibul mal* menurut ketentuan dan prinsip syariah Islam (Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) No. 20/DSN-MUI/IV/2001).

Menurut Mansor dan Bhatti (2011), reksadana syariah memiliki perbedaan konsep dan operasional yang cukup besar bila dibandingkan dengan reksadana non syariah. Walaupun, tujuannya sama yaitu untuk menyejahterakan investor dan memperoleh keuntungan. Lebih lanjut dinyatakan bahwa reksadana syariah menghindari investasi ke perusahaan di bidang bank konvensional, asuransi konvensional, perjudian, alkohol, dan produk non halal lainnya.

### 2.2 Kinerja Reksadana Syariah

Kinerja reksadana adalah suatu ukuran kemampuan kerja atau prestasi yang dicapai manajer investasi. *Rate of return* reksadana untuk suatu periode dihitung dengan menambahkan perubahan nilai asset netto ke jumlah distribusi pendapatan dan *capital gain* yang dilakukan sepanjang periode dan membagi total tersebut dengan nilai *asset netto* di awal periode (Sharpe, 1998). Nilai aktiva bersih (NAB) merupakan indikator yang sering digunakan untuk menilai kinerja dari suatu reksadana. Pengukuran kinerja reksadana selain berdasarkan pada tingkat pengembalian yang dihasilkan, juga harus memperhitungkan risiko reksadana. Berbagai metode telah dikembangkan dalam mengukur kinerja reksadana, yaitu ukuran *return* (laba) yang memperhitungkan faktor *risk* (risiko)

sebagai acuan sehingga terdapat keseimbangan dalam hubungan antara keduanya. Konsep tersebut disebut dengan istilah *Composite (risk adjusted) Measure of Portfolio Performance*, karena menggabungkan antara return dan risiko dalam perhitungan pengukuran.

Perkembangan metode pengukuran kinerja reksadana tersebut dipelopori oleh *Sharpe* (1998). Tujuan dari analisis *Sharpe Ratio* adalah mengukur sejauh mana diversifikasi portofolio kombinasi yang optimal dapat menghasilkan keuntungan dengan risiko tertentu. Pengukuran dengan metode ini berdasarkan *risk premium*. *Risk premium* adalah selisih antara rata-rata kinerja reksadana yang dihasilkan dengan rata-rata kinerja investasi bebas risiko.

### 2.3 *Securities Selection Skill dan Market Timing Ability*

Menurut Jensen (1968), konsep kinerja portofolio dibagi menjadi dua, yaitu *securities selection skill* dan *market timing ability*. *Securities selection skill* adalah kemampuan manajer investasi dalam memilih aset untuk membentuk portofolio efek yang diperkirakan akan memberikan *return* yang diharapkan di masa yang akan datang. Selanjutnya, *market timing ability* adalah kemampuan manajer investasi dalam mengambil kebijakan yang tepat pada saat membeli atau menjual aset tertentu untuk membentuk portofolio efek pada saat yang tepat. Untuk menghitung *securities selection skill* dan *market timing ability* digunakan dua model antar lain Treynor-Mazuy dan Henriksson-Merton.

Penelitian terdahulu tentang perbandingan kinerja reksadana saham dengan kinerja pasar (IHSG) menggunakan pendekatan *Sharpe* dan *Treynor* dilakukan oleh Ambarwati (2007). Hasil dari penelitian ini adalah terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja reksadana dibandingkan kinerja pasar dengan metode *Sharpe* dan tidak terdapat perbedaan antara kinerja reksadana dibandingkan kinerja pasar dengan metode *treynor*.

### 2.4 Penelitian Terdahulu

Menurut Jensen (1968), konsep kinerja portofolio dibagi menjadi dua, yaitu *securities selection skill* dan *market timing ability*. *Securities selection skill* adalah kemampuan manajer investasi dalam memilih aset untuk membentuk portofolio efek yang diperkirakan akan memberikan *return* yang diharapkan di masa yang akan datang. Selanjutnya, *market timing ability* adalah kemampuan manajer investasi dalam mengambil kebijakan yang tepat pada saat membeli

atau menjual aset tertentu untuk membentuk portofolio efek pada saat yang tepat. Untuk menghitung *securities selection skill* dan *market timing ability* digunakan dua model antar lain Treynor-Mazuy dan Henriksson-Merton.

Penelitian terdahulu tentang perbandingan kinerja reksadana saham dengan kinerja pasar (IHSG) menggunakan pendekatan *Sharpe* dan *Treynor* dilakukan oleh Ambarwati (2007). Hasil dari penelitian ini adalah terdapat perbedaan yang signifikan antara kinerja reksadana dibandingkan kinerja pasar dengan metode *Sharpe* dan tidak terdapat perbedaan antara kinerja reksadana dibandingkan kinerja pasar dengan metode *treynor*.

## 3. Metode Penelitian

### 3.1 Desain dan Objek Penelitian

Penelitian ini dilakukan pada reksadana syariah campuran yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode Januari 2014-Juni 2016. Penelitian ini menggunakan analisis inferensial. Selanjutnya dilakukan pengukuran terhadap kinerja *securities selection skill* dan *market timing ability* pada reksadana syariah yang dikelola oleh manajer investasi menggunakan ukuran *Treynor-Mazuy* dan *Henriksson-Merton*, serta mengukur kinerja reksadana syariah campuran menggunakan teori *the Sharpe's Ratio*.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder dan menggunakan metode dokumentasi, meliputi Nilai Aktiva Bersih (NAB) bulanan, data tingkat suku bunga bulanan SBI dan data kinerja *Jakarta Islamic Index (JII)*.

Jumlah populasi dalam penelitian ini adalah 19 reksadana syariah campuran periode Januari 2014-Juni 2016. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling* yang merupakan pengambilan sampel secara tidak acak agar memenuhi kriteria untuk mendapatkan sampel yang *representative* sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Oleh karena itu, jumlah sampel penelitian yang diperoleh 13 reksadana syariah campuran sesuai dengan kriteria yang ditentukan.

### 3.2 Definisi Operasional Variabel

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *return* reksadana syariah, *market return* dan *risk free return*. Adapun definisi operasional variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. *Return* reksadana syariah

Return reksadana syariah merupakan ukuran kinerja manajer investasi yang telah dicapai dalam periode tertentu yang diperhitungkan dari data NAB per unit. *Return* reksadana syariah dapat dihitung dengan cara sebagai berikut:

$$R_{p,t} = \frac{NAB_t - NAB_{t-1}}{NAB_{t-1}}$$

Keterangan:

$R_{p,t}$  = *return* reksadana syariah periode t

$NAB_t$  = Nilai Aktiva Bersih reksadana syariah periode t

$NAB_{t-1}$  = Nilai Aktiva Bersih reksadana syariah periode t-1

## 2. *Market Return (Jakarta Islamic Index)*

Suatu ukuran kemampuan kinerja pasar sebagai pembandingnya, dalam menunjukkan suatu kinerja yang telah dicapai dalam periode tertentu yang diperhitungkan dari nilai JII (*Jakarta Islamic Index*). *Return* pada JII dapat dihitung dengan formula sebagai berikut:

$$R_{m,t} = \frac{JII_t - JII_{t-1}}{JII_{t-1}}$$

Keterangan:

$R_{m,t}$  = *market return* periode t

$JII_t$  = nilai JII periode t

$JII_{t-1}$  = nilai JII periode t-1

## 3. *Risk free return (Sertifikat Bank Indonesia)*

Merupakan investasi dengan bebas risiko yang diasumsikan dengan tingkat rata-rata suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI). Perhitungan *risk free* dapat diketahui dengan cara sebagai berikut:

$$R_f = \frac{\sum SBI}{\sum Periode}$$

Model analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi yang diolah menggunakan aplikasi *EViews 7.0*, sedangkan untuk penyusunan data menggunakan aplikasi *Microsoft Excel 2013*. Jenis data pada penelitian ini adalah data *time series*. Dalam laporan akhir ini untuk menghitung *securities selection skill* dan *market timing ability* menggunakan dua model Treynor-Mazuy dan Henriksson-Merton, yaitu:

### 1. Model Treynor-Mazuy

Bentuk yang dipergunakan dalam model ini adalah dengan rumus sebagai berikut:

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

Dimana:

$R_p$  = *return* reksadana pada periode t

$R_f$  = *return* bebas risiko pada periode t

$R_m$  = *return* pasar pada periode t

$\alpha$  = koefisien regresi yang merupakan indikasi *Securities selection* dari manajer investasi

$\beta$  = koefisien regresi *excess market return* atau slope pada waktu pasar turun (*bearish*)

$\gamma$  = koefisien regresi yang merupakan indikasi kemampuan *market timing* dari manajer investasi

$\varepsilon_p$  = *random error*

### 2. Model Henriksson-Merton

Bentuk yang dipergunakan dalam model ini adalah dengan formula sebagai berikut:

$$R_p - R_f = \alpha + \beta(R_m - R_f) + \gamma(R_m - R_f)D + \varepsilon_p$$

Dimana:

$R_p$  = *return* reksadana pada periode t

$R_f$  = *return* bebas risiko pada periode t

$R_m$  = *return* pasar pada periode t

$B$  = koefisien regresi *excess market return* atau slope pada waktu pasar turun (*bearish*)

$\Gamma$  = koefisien regresi yang merupakan indikasi kemampuan *market timing* dari manajer investasi

$D$  = dummy untuk melakukan peramalan *market timing* dengan ketentuan:

$D = 1$ , Jika  $(R_m - R_f) > 0$  *Up market (bullish)* dan  $D = 0$ , Jika  $(R_m - R_f) < 0$  *Down market (bearish)*

$\varepsilon_p$  = *random error*.

Selanjutnya untuk menghitung pengukuran kinerja reksadana syariah campuran menggunakan metode *Sharpe's Ratio*. Tujuan dari analisis *Sharpe Ratio* adalah mengukur diversifikasi portofolio kombinasi yang optimal dan dapat menghasilkan keuntungan dengan risiko tertentu. Untuk mendapatkan nilai *Sharpe* digunakan rumus:

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

Keterangan:

$S_p$  = Rasio Sharpe

$R_p$  = *return* portofolio

$R_f$  = *return* bebas risiko tingkat bunga bebas risiko

$\sigma_p$  = Standard Deviasi (total risiko yaitu hasil jumlah dari risiko sistemik dan risiko unsistemik)

## 4. Hasil dan Pembahasan

### 4.1 Hasil Uji Hipotesis

Berdasarkan hasil uji  $t$  model Treynor-Mazuy menunjukkan bahwa  $\beta_0$  dari 13 reksadana yang diregresi rata-rata didapatkan nilai probabilitas  $> 5\%$  dengan demikian, maka  $H_0$  diterima sehingga dapat dikatakan bahwa koefisien regresi tidak signifikan. Sama halnya dengan  $\beta_2$ , menyatakan bahwa hasil perhitungan uji  $t$  dari 13 reksadana yang diregresi rata-rata didapatkan nilai probabilitas  $> 5\%$  dengan demikian, maka  $H_0$  tidak ditolak sehingga dapat dikatakan bahwa koefisien regresi tidak signifikan. Pada perhitungan uji  $t$  model Henriksson-Merton didapatkan hasil  $\delta_0$  dari 13 reksadana hampir semua data reksadana memiliki nilai probabilitas  $> 5\%$  dengan demikian, maka  $H_0$  diterima sehingga dapat dikatakan bahwa koefisien regresi tidak signifikan. Begitu juga dengan  $\delta_2$ , dari 13 reksadana variabel independen berpengaruh tidak signifikan terhadap variabel dependen atau hasil perhitungan uji  $t$  dari 13 reksadana yang diregresi rata-rata didapatkan nilai probabilitas  $> 5\%$  dengan demikian, sehingga  $H_0$  tidak ditolak. Dari hasil perhitungan model Treynor-Mazuy dan Henriksson-Merton menyatakan uji  $t$  ini mengindikasikan bahwa konstanta dan variabel independen tersebut tidak signifikan mempengaruhi nilai variabel dependennya.

Berdasarkan hasil uji  $F$ -stat, menurut model Treynor-Mazuy dan model Henriksson-Merton, dari 13 reksadana syariah memiliki  $F$ -stat lebih besar dari  $F_{tabel} = 4,102821015$  dan  $Prob < 5\%$  sehingga  $H_0$  ditolak atau model benar. Maka dapat disimpulkan bahwa keseluruhan variabel *up market excess return* dan *down market excess return* merupakan variabel independen yang dihasilkan dari regresi dapat menjelaskan variabel portofolio *return* dari reksadana sebagai variabel dependennya. Sehingga dapat dikatakan bahwa keseluruhan variabel-variabel independen memiliki hubungan dan memberikan kontribusi pada variabel dependen, sehingga variabel independennya dapat digunakan untuk memprediksi variabel dependennya. Berdasarkan hasil uji  $R^2$  menurut model Treynor-Mazuy dan model Henriksson-Merton tidak terdapat reksadana yang memiliki nilai *Adjusted R<sup>2</sup>* negatif, karena 13 reksadana memiliki nilai *Adjusted R<sup>2</sup>* yang tinggi. Semakin besar nilai *Adjusted R<sup>2</sup>* maka semakin baik model.

#### 4.2 Pembahasan

Hasil ringkasan pengujian regresi menggunakan model Treynor-Mazuy dan Henriksson-Merton yang telah dilakukan dapat dilihat pada tabel Kinerja Manajer Investasi dengan Model Treynor-Mazuy dan Henriksson-Merton (Lampiran 1).

Berdasarkan hasil regresi dengan menggunakan Model Treynor-Mazuy di atas, dapat dilihat bahwa ada 6 reksa dana yang memiliki koefisien *beta* ( $\beta_0$ ) yang

positif, yaitu Asanusa Amanah Syariah Fund, Insight Syariah Berimbang (I-SHARE), Pacific Balance Syariah, SAM Syariah Berimbang, Schroder Syariah Balanced Fund, Trim Syariah Berimbang, dan nilai  $t$ -stat dari 6 reksa dana tersebut tidak signifikan pada  $\alpha = 5\%$ . Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa dari 6 manajer investasi masing-masing reksadana tersebut tidak memiliki *securities selection skill*. Hasil regresi juga menunjukkan 7 reksa dana lainnya memiliki koefisien  $\beta_0$  yang negatif, yaitu Avrist Balanced-Amar Syariah, Cipta Syariah Balance, Danareksa Syariah Berimbang, MNC Dana Syariah Kombinasi, Mandiri Investa Syariah Berimbang, PNM Syariah, Panin Dana Syariah Berimbang. Semua nilai  $t$ -stat untuk 7 reksadana masing-masing tersebut tidak signifikan pada  $\alpha = 5\%$ . Nilai  $\beta_0$  yang negatif menunjukkan bahwa manajer investasi reksadana tersebut tidak memiliki *securities selection skill*.

Berdasarkan hasil regresi dengan menggunakan Model Henriksson-Merton di atas, dapat dilihat bahwa ada 6 reksadana yang memiliki koefisien  $\delta_0$  yang positif, yaitu Asanusa Amanah Syariah Fund, Insight Syariah Berimbang (I-SHARE), Pacific Balance Syariah, SAM Syariah Berimbang, Schroder Syariah Balanced Fund, Trim Syariah Berimbang, dan nilai  $t$ -stat 6 reksadana tersebut tidak signifikan pada  $\alpha = 5\%$ . Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa dari 6 manajer investasi reksadana tidak memiliki *securities selection skill*. Hasil regresi juga menyatakan bahwa dari 7 reksadana lainnya menunjukkan koefisien  $\delta_0$  yang negatif, yaitu Avrist Balanced-Amar Syariah, Cipta Syariah Balance, Danareksa Syariah Berimbang, MNC Dana Syariah Kombinasi, Mandiri Investa Syariah Berimbang, PNM Syariah, Panin Dana Syariah Berimbang. Semua nilai  $t$ -stat untuk 7 reksadana tersebut tidak signifikan pada  $\alpha = 5\%$ . Nilai  $\delta_0$  yang negatif menunjukkan bahwa manajer investasi reksadana tersebut tidak memiliki *securities selection skill*. Hasil ringkasan regresi model Treynor-Mazuy dan Henriksson-Merton yang telah dilakukan dapat dilihat pada tabel Kinerja Manajer Investasi dengan Model Treynor-Mazuy dan Henriksson-Merton (Lampiran 2).

Berdasarkan model Treynor-Mazuy, *market timing ability* manajer investasi ditunjukkan oleh koefisien regresi  $\beta_2$ . Hasil regresi menunjukkan bahwa terdapat 4 reksadana yang memiliki koefisien  $\beta_2$  yang positif, yaitu Avrist Balanced-Amar Syariah, Cipta Syariah Balance, Cipta Syariah Balance Panin Dana Syariah Berimbang. Tetapi semua nilai  $t$ -stat ke-4 reksadana tersebut tidak signifikan pada  $\alpha = 5\%$ . Maka dapat disimpulkan bahwa tidak ada manajer investasi yang memiliki *Market Timing Ability* atau tidak memiliki kemampuan dalam meramalkan keadaan pasar dan tidak dapat memilih waktu yang tepat pada saat pembelian maupun penjualan sekuritas sehingga tidak dapat memberikan kontribusi pada *return* reksadana, serta 9 reksadana lainnya memiliki koefisien  $\beta_2$

yang negatif yaitu Asanusa Amanah Syariah Fund, Danareksa Syariah Berimbang, Insight Syariah Berimbang (I-SHARE), MNC Dana Syariah Kombinasi, PNM Syariah, Pacific Balance Syariah, SAM Syariah Berimbang, Schroder Syariah Balanced Fund, Trim Syariah Berimbang, dimana dari 9 reksadana tersebut mempunyai nilai *t-stat* yang tidak signifikan. Nilai  $\beta_2$  yang negatif menunjukkan bahwa manajer investasi dari reksadana tersebut tidak memiliki *market timing ability*.

Berdasarkan model Henriksson-Merton, *market timing ability* manajer investasi ditunjukkan oleh koefisien regresi  $\delta_2$ . Hasil regresi menunjukkan bahwa terdapat 4 reksadana yang memiliki koefisien  $\beta_2$  yang positif, yaitu Avrist Balanced-Amar Syariah, Cipta Syariah Balance, Cipta Syariah Balance Panin Dana Syariah Berimbang. Tetapi semua nilai *t-stat* ke-4 reksadana tersebut tidak signifikan pada  $\alpha = 5\%$ . Maka dapat disimpulkan bahwa tidak ada manajer investasi yang memiliki *market timing ability*, serta 9 reksadana lainnya memiliki koefisien  $\beta_2$  yang negatif yaitu Asanusa Amanah Syariah Fund, Danareksa Syariah Berimbang, Insight Syariah Berimbang (I-SHARE), MNC Dana Syariah Kombinasi, PNM Syariah, Pacific Balance Syariah, SAM Syariah Berimbang, Schroder Syariah Balanced Fund, Trim Syariah Berimbang, dimana dari 9 reksadana tersebut mempunyai nilai *t-stat* yang tidak signifikan. Nilai  $\beta_2$  yang negatif menunjukkan bahwa manajer investasi dari reksadana tersebut tidak memiliki *market timing ability*.

Hasil ringkasan analisis kinerja reksadana yang telah disusun guna mempermudah melakukan perbandingan kinerja antar manajer investasi reksadana syariah. Hasil analisis dapat dilihat pada Tabel 1 berikut ini :

**Tabel 1. Analisis Kinerja Reksa Dana Syariah (Risk Adjusted Measures)**

Reksadana	Average Return	Std. Deviasi	Indeks Sharpe
Asanusa Amanah Syariah Fund	0,0061806	0,030623109	0,0006809
Avrist Balanced-Amar Syariah	0,0025337	0,033076899	-
Cipta Syariah Balance	0,0047661	0,026326811	0,0529336
Danareksa Syariah Berimbang	0,0055950	0,023594687	-
Insight Syariah Berimbang (I-SHARE)	0,0060631	0,027558725	0,0035049

MNC Dana Syariah Kombinasi	0,0022123	0,022934904	-
Mandiri Investa Syariah Berimbang	0,0058560	0,022934904	0,0132449
PNM Syariah	-	0,028059089	-
Pacific Balance Syariah	0,0129517	0,039979628	0,1698866
Panin Dana Syariah Berimbang	0,0065360	0,045936255	0,0081923
SAM Syariah Berimbang	0,0047965	0,040359295	-
Schroder Syariah Balanced Fund	0,0090423	0,02101088	0,1371958
Trim Syariah Berimbang	0,0083196	0,02947795	0,0732713

Pada hasil analisis kinerja reksadana menggunakan metode pengukuran dengan penyesuaian risiko (*risk-adjusted measures*) dapat dilihat pada Tabel 3 di atas berdasarkan *Sharpe Ratio*, kinerja dari 13 reksadana hanya ada 4 reksadana yang memiliki kinerja yang baik yaitu Pacific Balance Syariah, Panin Dana Syariah Berimbang, Schroder Syariah Balanced Fund, Trim Syariah Berimbang. Sedangkan 9 reksadana lainnya memiliki kinerja yang buruk yaitu Asanusa Amanah Syariah Fund, Avrist Balanced-Amar Syariah, Cipta Syariah Balance, Danareksa Syariah Berimbang, Insight Syariah Berimbang (I-SHARE), MNC Dana Syariah Kombinasi, Mandiri Investa Syariah Berimbang, PNM Syariah, SAM Syariah Berimbang. *Return* reksadana Pacific Balance Syariah menunjukkan kinerja tertinggi sebesar 0,1698866. Sedangkan reksadana PNM Syariah menunjukkan kinerja terendah yaitu sebesar -0,2372217.

## 5. Kesimpulan

Hasil penelitian terhadap *securities selection skill* berdasarkan model Treynor-Mazuy dan Henriksson-Merton dari perhitungan dua model tersebut menunjukkan hasil yang sama, yaitu dari 13 reksadana yang diteliti, manajer investasi tidak memiliki *securities selection skill*, hal tersebut dilihat dari ke-13 reksadana syariah yang memiliki nilai koefisien *beta* ( $\beta_0$ ) dan *delta* ( $\delta_0$ ) yang negatif tidak signifikan. Selanjutnya hasil penelitian terhadap *market timing ability* berdasarkan model Treynor-Mazuy dan Henriksson-Merton menunjukkan dari 13 reksadana yang diteliti, tidak terdapat satupun Manajer Investasi yang memiliki *market timing ability*. Hasil tersebut dilihat dari nilai koefisien *beta* ( $\beta_2$ ) dan *delta* ( $\delta_2$ ) yang

negatif tidak signifikan. Hasil penelitian terhadap kinerja reksadana berdasarkan *Sharpe Ratio* menunjukkan bahwa dari 13 reksadana hanya ada 4 reksadana yang kinerjanya baik, sedangkan 9 reksadana lainnya kinerjanya buruk.

Bagi investor yang ingin melakukan investasi di reksadana syariah hendaknya mempertimbangkan terlebih dahulu kemampuan manajer investasi dalam memilih aset untuk membentuk portofolio efek yang diperkirakan akan memberikan *return* yang diharapkan di masa yang akan datang.

Saat dilakukan pemilihan terhadap aset-aset untuk membentuk portofolio, sebaiknya manajer investasi melakukan analisis lebih mendalam mengenai kinerja reksadana syariah yang bersangkutan, tidak hanya menggunakan strategi yang berdasarkan intuisi manajer investasi. Hal tersebut bertujuan untuk dapat lebih meningkatkan kemampuan manajer investasi saat memilih aset-aset dalam portofolio investasinya agar dapat meningkatkan kinerja reksadana syariah.

Dalam hal ini peran dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK) adalah menyelenggarakan pelatihan secara rutin bagi para manajer investasi, maupun dengan menerbitkan sertifikasi baru khusus untuk para manajer investasi dengan meningkatkan standar kompetensi dibanding sebelumnya. Sebagai hasil dari penerbitan sertifikasi tersebut, diharapkan manajer investasi dapat meningkatkan kemampuan dalam melakukan *securities selection skill* dan *market timing ability* dalam mengelola reksadana syariah campuran di Indonesia.

### Daftar Rujukan

- Abdel-Kader, M & Y. Kuang. (2007). Risk-Adjustment Performance, Selectivity, Timing Ability and Performance Persistence of Hong Kong Mutual Funds. *Journal of Asia-Pacific Business*, 8(2), 25-58.
- Agarwal, S., C. Tandon & P. S. Raychudhuri. (2016). Determinants of Mutual Funds Investor Preferences and Returns in India: An Empirical Assessment in Delhi- NCR Region. *The International Journal of Business & Management*, 4 (10), 417-424.
- Ambarwati. (2007). Analisis Perbandingan Kinerja Reksadana Saham dengan Kinerja Pasar (IHSG) melalui Pendekatan Sharpe dan Treynor. *Tesis Tidak Dipublikasikan*. Universitas Diponegoro.
- Ashraf, D. (2013). Performance evaluation of Islamic mutual funds relative to conventional funds: Empirical evidence from Saudi Arabia", *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 6 (2), pp.105-121, <https://doi.org/10.1108/17538391311329815>
- Bukhari, S. K. H & M. Azam. (2015). A Comparative Returns Performance Review of Islamic Equity Funds with Socially Responsible Equity Funds and the Broader Market Indices. *The Lahore Journal of Economics*, 20 (2), 53–75.
- Chen, L., A. Adams & R. Taffler. (2013). What style-timing skills do mutual fund “stars” possess? *Journal of Empirical Finance*, 21 (2013), 156–173.
- Christensen, M. (2013). Danish mutual fund performance. *Journal Applied Economic Letters*, 20 (8), 818-820.
- Cuthbertson, K., D. Nitzsche, N. O'Sullivan. (2008). UK mutual fund performance: skill or luck? *Journal of Empirical Finance*, 15(2008), 613–634.
- Cuthbertson, K., D. Nitzsche & N. O'Sullivan. (2010). The Market Timing Ability of UK Mutual Funds. *Journal of Business, Finance and Accounting*, 37 (1), 270-289.
- Dewan Syariah Nasional MUI. (2001). “*Himpunan Fatwa Dewan Syariah Nasional*”. MUI, Jakarta.
- Henriksson DR, Merton RC. 1981. On Market Timing and Investment Performance II, Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills. *Journal of Business*, 54 pp. 513-533.
- Imisiker, S & U. Ozlale. (2014). Assessing Selectivity and Market Timing Performance of Mutual Funds for an Emerging Market: The Case of Turkey. *Journal Emerging Markets Finance and Trade*, 44 (2), 87-99.
- Jiang J., T. Yao & T. Yu. (2007). Do mutual funds time the market? Evidence from portfolio holdings. *Journal of Financial Economics* 86, 724-758.
- Mansor, F & M. I. Bhatti. (2011). The Islamic Mutual Fund Performance: New Evidence on Market Timing and Stock Selectivity. *Proceeding. International Conference on Economics and Finance Research*, 487-494.
- Putri, R. A. (2012). *Pengukuran Kemampuan Stock Selection dan Market Timing Reksa Dana Saham di Indonesia*. Tesis. Universitas Indonesia, Program Magister Manajemen. Jakarta: Fakultas Ekonomi.
- Sharpe, W.F., G. J. Alexander, and J.V. Bailey. (1998). *Investment*. Parentice Hall: New York.
- Swinkels, L & L. Tjong-A-Tjoe. (2007). Can Mutual Funds Time Investment Styles? *Journal of Asset Management*, 8(2007), 123-132.
- Treynor, J. L. and K. Mazuy. (1966). *Can Mutual Funds Outguess The Market?*, Harvard Business Review, (online), Vol. 44, hal. 131–136, (<http://users.business.uconn.edu/jgolec/Treynor-Mazuy.pdf>, diakses 15 Maret 2013).

- Waelan. (2008). *Kemampuan Memilih Saham dan Market Timing Manajer Investasi Reksa Dana Saham di Bursa Efek Indonesia*. Tesis. Vol 12. hal. 167–176, (<http://journal.uui.ac.id/index.php/JAAI/article/view/2262> diakses 10 Februari 2013).
- Walia, N. & R. Kiran. (2009). An Analysis of Investor's Risk Perception towards Mutual Funds Services. *International Journal of Business and Management*, 4 (5), 106-120.



## LAMPIRAN

**Lampiran 1. Kinerja Manajer Investasi dengan Model Treynor-Mazuy dan Henrikzon-Merton**

Reksadana		Treynor- Mazuy	Henrikzon- Merton
		$\beta_0$	$\delta_0$
Asanusa Amanah Syariah Fund	Coefficient	0,000866	0,002372
	t-Statistic	0,233601	0,511039
	Prob	0,8171	0,6135
Avrist Asset Management, PT	Coefficient	-0,005181	-0,006643
	t-Statistic	-1,551818	-1,590136
	Prob	0,1323	0,1234
Ciptadana Asset Management, PT	Coefficient	-0,001831	-0,001762
	t-Statistic	-0,628742	-0,480654
	Prob	0,5348	0,6346
Danareksa Investment Management, PT	Coefficient	-0,000512	-0,000670
	t-Statistic	-0,33479	-0,34813
	Prob	0,7404	0,7304
Insight Investments Management, PT	Coefficient	7,35E-05	0,000156
	t-Statistic	0,040702	0,068418
	Prob	0,9678	0,946
MNC Asset Management, PT	Coefficient	-0,002488	-0,003317
	t-Statistic	-0,638905	-0,671406
	Prob	0,5283	0,5077
Mandiri Manajemen Investasi, PT	Coefficient	-0,000921	-0,000911
	t-Statistic	-0,833346	-0,652048
	Prob	0,412	0,5199
PNM Investment Management, PT	Coefficient	-0,006055	-0,003832
	t-Statistic	-1,453442	-0,736743
	Prob	0,1576	0,4676
Pacific Capital Investment, PT	Coefficient	0,010579	0,007737
	t-Statistic	1,282098	0,737244
	Prob	0,2107	0,4673
Panin Asset Management, PT	Coefficient	-0,002251	-0,004918
	t-Statistic	-0,407465	-0,786598
	Prob	0,6878	0,4384
Samuel Aset Manajemen, PT	Coefficient	0,000932	0,002948
	t-Statistic	0,159993	0,403151
	Prob	0,8741	0,6900
Schroder Investment Management Indonesia, PT	Coefficient	0,002818	0,003105
	t-Statistic	1,520159	1,331431
	Prob	0,1401	0,1942
Trimegah Asset Management, PT	Coefficient	0,002139	0,002259
	t-Statistic	0,861983	0,723376
	Prob	0,3963	0,4757

**Lampiran 2. Kinerja Manajer Investasi dengan Model Treynor-Mazuy dan Henrikzon-Merton**

Reksadana		Treynor- Mazuy	Henrikzon- Merton
		$\beta_2$	$\delta_2$
Asanusa Amanah Syariah Fund	Coefficient	-0,719449	-0,17606
	t-Statistic	-0,451061	-0,70064
	Prob	0,6555	0,4895
Avrist Asset Management, PT	Coefficient	0,910641	0,192276
	t-Statistic	0,633837	0,849959
	Prob	0,5315	0,4028
Ciptadana Asset Management, PT	Coefficient	0,177286	0,013066
	t-Statistic	0,141464	0,06581
	Prob	0,8886	0,9480
Danareksa Investment Management, PT	Coefficient	-0,155742	-0,004685
	t-Statistic	-0,236781	-0,044935
	Prob	0,8146	0,9645
Insight Investments Management, PT	Coefficient	-0,256326	-0,031390
	t-Statistic	-0,33002	-0,254975
	Prob	0,7439	0,8007
MNC Asset Management, PT	Coefficient	-1,138153	-0,057110
	t-Statistic	-0,679028	-0,213503
	Prob	0,5029	0,8325
Mandiri Manajemen Investasi, PT	Coefficient	0,306378	0,030088
	t-Statistic	0,644292	0,397636
	Prob	0,5248	0,6940
PNM Investment Management, PT	Coefficient	-0,529542	-0,206479
	t-Statistic	-0,295365	-0,733216
	Prob	0,7700	0,4697
Pacific Capital Investment, PT	Coefficient	-2,708585	-0,075851
	t-Statistic	-0,76277	-0,133488
	Prob	0,4522	0,8948
Panin Asset Management, PT	Coefficient	3,29891	0,343644
	t-Statistic	1,277797	1,015066
	Prob	0,2153	0,3191
Samuel Aset Manajemen, PT	Coefficient	-1,746438	-0,314334
	t-Statistic	-0,696709	-0,793865
	Prob	0,4919	0,4342
Schroder Investment Management Indonesia, PT	Coefficient	-0,058963	-0,025692
	t-Statistic	-0,0739	-0,203454
	Prob	0,9416	0,8403
Trimegah Asset Management, PT	Coefficient	-0,130774	-0,021433
	t-Statistic	-0,122459	-0,126729
	Prob	0,9034	0,9001