

**ANALISIS KINERJA MANAJER REKSADANA: ANTARA KEBERUNTUNGAN
DAN KETERAMPILAN**

JURNAL



Ditulis Oleh :

Nama : Nirmala Devi Rejeki
Nomor Mahasiswa : 14311599
Jurusan : Manajemen
Bidang Konsentrasi : Keuangan

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

FAKULTAS EKONOMI

YOGYAKARTA

2018

Analisis Kinerja Manajer Reksadana: Antara Keberuntungan dan Keterampilan

Nirmala Devi Rejeki

Email: nirmaladevi184@gmail.com

Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis kinerja manajer reksadana saham di Indonesia apakah lebih diatribusikan pada keterampilan atau keberuntungan. Periode waktu yang dipilih dalam penelitian adalah tahun 2007-2009 dan didapatkan sampel sebanyak 266 reksadana saham yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI). Peneliti menggunakan tiga model untuk mengetahui kinerja reksadana yakni model CAPM, model tiga faktor Fama-French, dan model empat faktor Carhart. Analisis yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan analisisregresi linier berganda untuk mengetahui hasil uji hipotesis yang ada. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kinerja manajer reksadana di Indonesia lebih diatribusikan pada keterampilan/keahlian.

Kata Kunci: Kinerja Reksadana, Keterampilan, Keberuntungan, Model CAPM, Model Tiga Faktor Fama-French, Model Empat Faktor Carhart

1. PENDAHULUAN

Berkembangnya pemahaman masyarakat terhadap investasi menjadikan banyak orang tertarik untuk menanamkan dana yang dimiliki pada berbagai instrumen investasi. Instrumen investasi ini dapat berupa instrumen keuangan seperti saham, obligasi, ataupun instrumen *non*-keuangan seperti emas dan properti. Beragamnya pilihan instrumen yang tersedia ini membuat para pemilik dana atau investor harus memastikan instrumen investasi apa yang tepat bagi mereka. Banyak pertimbangan yang perlu dilakukan oleh para investor dalam memilih investasi apa yang akan dipilih. Pentingnya melakukan pertimbangan dalam memilih investasi yang tepat dan cocok ini berhubungan erat dengan harapan investor atas nilai pengembalian investasi di masa yang akan datang.

Setiap investor pasti mengharapkan akan mendapatkan keuntungan yang besar dari setiap investasi yang dilakukan. Keuntungan investasi yang didapatkan oleh investor tidak selalu sesuai dengan apa yang diharapkan. Banyak hal yang menyebabkan ketidaksesuaian ini, mulai dari kurangnya pengetahuan yang dimiliki oleh investor dalam memilih instrumen investasi yang tepat, kurangnya pengetahuan dalam menganalisis informasi yang tersedia, atau ketiadaan waktu yang cukup bagi investor untuk melakukan semua hal yang berkaitan dengan pengelolaan investasi secara baik dan profesional.

Untuk mengatasi hal ini, banyak di antara investor yang kemudian menanamkan dananya pada instrumen investasi yang dikelola secara profesional oleh manajer investasi. Instrumen investasi ini sering disebut dengan reksadana, yang pada dasarnya merupakan kontrak investasi kolektif antara sekumpulan investor dengan pengelola dana. Pada reksadana, investor dapat menanamkan dananya dan tetap mendapatkan keuntungan tanpa harus terlibat dalam pengelolaan. Beberapa hal lain

yang menjadikan reksadana sebagai alternatif investasi bagi para investor selain memberikan keuntungan melalui pemantauan rutin investasi yang dilakukan juga ada beberapa hal lain, antara lain pengelolaan yang dilakukan secara profesional, diversifikasi investasi yang mengurangi tingkat risiko, adanya transparansi informasi bagi investor, likuiditas yang tinggi, biaya yang rendah, serta keamanan yang lebih terjamin.

Manajer reksadana dapat melakukan diversifikasi pada investasi yang dilakukan, sehingga investor dapat mengurangi tingkat risiko yang ada. Hal ini menunjukkan bahwa dana yang terkumpul tidak hanya didistribusikan pada satu jenis investasi saja melainkan pada berbagai investasi yang memungkinkan. Dengan demikian, jika sewaktu-waktu terjadi hal yang tidak diinginkan, pengelola mengharapkan hanya beberapa investasi saja yang akan terpengaruh. Keterbukaan informasi yang diberikan oleh reksadana juga memberikan kemudahan bagi investor untuk tetap memantau dana yang mereka tanamkan. Transaksi dari reksadana dapat dilakukan setiap saat atau memiliki likuiditas yang tinggi, hal ini menunjukkan bahwa investor dapat mencairkan kembali Unit Penyertaannya setiap saat sesuai dengan ketentuan yang ada.

Dana yang terkumpul dari para investor akan dikelola oleh manajer investasi. Manajer investasi kemudian akan memilih dan memutuskan produk investasi apa saja yang akan dikelola. Produk investasi tersebut dapat berupa saham, obligasi, deposito ataupun surat berharga. Manajer investasi tentu harus memiliki keahlian dalam memutuskan dan memilih produk investasi yang akan dikelolanya. Keahlian manajer investasi meliputi alokasi aset, kemampuan pemilihan instrumen investasi dan kemampuan menilai waktu jual beli di pasar. Ketiga keahlian ini sangat menentukan tingkat pengembalian portofolio yang dikelola oleh manajer investasi (Manurung, 2008).

Beberapa penelitian yang dilakukan di berbagai negara di belahan dunia menemukan adanya keterlibatan antara keahlian dan keberuntungan pada kesuksesan investasi. Penelitian yang dilakukan di Amerika Serikat yang oleh Wermers (2000) dan Avramov dan Wermers (2006) menemukan bahwa reksadana yang dikelola secara aktif oleh manajemen memiliki kinerja yang lebih baik jika dibandingkan dengan yang lain. Kosowski, *et al.* (2006) meneliti reksadana saham Amerika Serikat dari tahun 1975 sampai 2002 dan menemukan fakta bahwa kinerja reksadana terbaik dan terburuk bukan semata-mata karena keberuntungan. Bhootra, *et al.* (2015) dalam penelitiannya mengatakan bahwa keterampilan memang terlibat dalam pengelolaan reksadana. Kinerja reksadana yang ditelitinya memiliki kinerja yang baik dikarenakan adanya keahlian yang dimiliki oleh manajer investasi. Carhart (1997) dalam penelitiannya menemukan bukti yang cukup mendukung bahwa adanya keterlibatan sebuah keterampilan pada manajer investasi yang memiliki pengetahuan. Fama dan French (2010) meneliti 3,156 reksadana dan hasilnya menunjukkan bahwa beberapa reksadana menghasilkan *benchmark-adjusted expected returns* yang cukup untuk menutupi biaya (*cover cost*).

Penelitian lain yang dilakukan Cornell (2009) terhadap 1,034 reksadana yang *large cap* selama 2004, menunjukkan bahwa variasi tahunan dalam kinerja lebih pada keberuntungan bukan keahlian dan penelitian dengan periode 15 tahun dinyatakan bahwa keberuntungan masih memainkan peran dalam menentukan distribusi *cross-sectional return*. Cuthbertson, *et al.* (2008) mengevaluasi kinerja reksadana Amerika dan Inggris dari tahun 1975 – 2002 dan menyatakan bahwa hanya 2-5% kinerja reksadana yang mengungguli (*outperformance*) tolak ukur (*benchmarks*) dan 20-40% reksadana memiliki kinerja yang buruk, tidak ada bukti yang cukup bahwa *market*

timing sukses. Ia menyatakan bahwa kinerja reksadana yang buruk bukanlah semata-mata karena tidak beruntung, tetapi lebih kepada tidak terampilnya manajer reksadana di UK. Penelitian yang dilakukan oleh Yang dan Liu (2017) menemukan bahwa kinerja reksadana di Cina tidak dapat menggungguli pasar, karena banyaknya manajer yang tidak memiliki keterampilan, kinerja dari reksadana yang beruntung menjadi tidak sekuat yang seharusnya dan reksadana yang bernasib buruk memiliki kinerja yang lebih buruh pula. Hal ini disebabkan karena masih banyaknya manajer-manajer investasi di Cina yang tidak memiliki keterampilan seperti keterampilan *stock-picking* atau *market-timing*.

Penelitian-penelitian yang telah dilakukan di berbagai negara tersebut menunjukkan pola pada kinerja reksadana yang bahwasanya reksadana yang dikelola secara aktif oleh manajemen mampu menggungguli pasar dikarenakan memang ada keterlibatan dari keterampilan yang dimiliki oleh manajer investasi. Namun hal ini juga tidak menutupi kemungkinan bahwa keunggulan dari kinerja reksadana tersebut juga dilibatkan karena adanya keberuntungan yang diperoleh oleh manajer investasi tersebut.

Beberapa penelitian yang dilakukan di Indonesia menemukan beberapa hasil yang berkaitan dengan kinerja reksadana. Budiman (2006) meneliti kinerja 32 reksadana saham yang terdaftar di Bapepam-LK dan aktif per akhir 2006, menemukan manajer investasi reksadana saham di Indonesia secara rata-rata tidak memiliki kemampuan memilih saham yang superior. Rusli (2011) meneliti 27 reksadana yang terdaftar aktif di Bapepam-LK dari tahun 2007-2009, menyimpulkan bahwa kinerja positif reksadana (*outperformance*) untuk 5 reksadana terbaik dapat diatribusikan pada keberuntungan, tetapi 15 reksadana dengan alfa positif berikutnya dapat diatribusikan pada keahlian. Hal tersebut menyatakan bahwa kinerja reksadana terbaik (5 besar) tahun depan belum tentu *outperform* dan kinerja reksadana terburuk juga belum tentu *underperform* tahun depan.

Berdasarkan penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa kesuksesan sebuah investasi yang dilakukan oleh para manajer investasi melibatkan adanya sebuah keterampilan/keahlian (*skill*) dan keberuntungan (*luck*). Sudah dapat dipastikan bahwa manajer investasi yang memiliki keahlian (*skill*) tahun ini berpeluang besar untuk tetap memiliki keahlian di tahun yang akan datang. Sedangkan keberuntungan (*luck*) tidak dapat dipastikan, karena manajer yang beruntung tahun ini belum pasti memiliki keberuntungan yang sama di tahun yang akan datang (Cornell, 2009). Oleh karena itu, pengukuran kinerja reksadana dapat menjadi isu utama dalam menentukan instrumen reksadana dan begitu pula dengan kemampuan dari pengukuran tersebut mampu memberikan informasi keahlian bagi manajer investasi yang akan meningkatkan *return* portofolio dan mampu meminimalkan risiko.

2. KAJIAN PUSTAKA

Reksadana dan Mekanisme Pengelolaannya

Menurut Undang-Undang tentang Pasar Modal nomor 8 Tahun 1995 pasal 1, ayat 27 pengertian reksadana adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat Pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio Efek oleh Manajer Investasi. Reksadana berasal dari kata *reksa* yang memiliki arti jaga atau pelihara dan kata *dana* yang berarti (kumpulan) uang, sehingga reksadana secara keseluruhan dapat diartikan sebagai suatu kumpulan uang yang dipelihara bersama untuk suatu kepentingan (Darmadji dan Fakhrudin, 2011). Menurut Sunariyah (2003) reksadana merupakan kumpulan saham-saham, obligasi-obligasi atas sekuritas lainnya yang dimiliki oleh sekelompok pemodal dan dikelola oleh perusahaan investasi profesional.

Reksadana merupakan suatu bentuk pemberian jasa yang didirikan untuk membantu investor yang ingin berpartisipasi dalam pasar modal tanpa adanya keterlibatan secara langsung dalam prosedur, administrasi, dan analisis dalam sebuah pasar modal (Widjaja dan Ramaniya, 2006). Dengan demikian, reksadana diibaratkan sebagai sebuah keranjang yang dipenuhi oleh berbagai macam saham yang dimiliki oleh pemodal yang kemudian diinvestasikan dalam sebuah portofolio efek yang dikelola oleh manajer investasi.

Manajer investasi adalah pihak yang kegiatan usahanya mengelola portofolio efek, kemudian menjual bagian (unit) dalam portofolio tersebut kepada investor institusional ataupun individual (Dwiyanti, 1999). Reksadana dikelola oleh dua pihak (Pratomo dan Nugraha, 2009), manajer investasi dan bank kustodian. Manajer investasi bertanggung jawab atas kegiatan investasi, yang meliputi analisa dan pemilihan jenis investasi, mengambil keputusan-keputusan investasi, memonitor pasar investasi dan melakukan tindakan-tindakan yang dibutuhkan untuk kepentingan investor, Manajer investasi adalah perusahaan, bukan perorangan yang kegiatan usahanya mengelola portofolio efek milik nasabah. Bank kustodian bertindak sebagai penyimpanan kekayaan (*safe keeper*) serta administrator reksadana. Reksadana yang terkumpul dari sekian banyak investor melalui reksadana bukan merupakan bagian dari kekayaan Manajer Investasi dan Bank Kustodian, sehingga tidak termasuk dalam neraca keuangan, baik Manajer Investasi maupun Bank Kustodian. Dana dan kekayaan (surat-surat berharga) yang dimiliki oleh reksadana adalah milik para investor dan disimpan atas nama reksadana di Bank Kustodian.

Jenis-Jenis Reksadana

Jenis reksadana berdasarkan bentuknya terbagi menjadi dua, yakni reksadana terbuka (*open-end fund*) dan reksadana tertutup (*closed-end fund*). Reksadana terbuka berarti bahwa reksadana memberi kemungkinan bagi investor untuk membeli saham atau Unit Penyertaan dari reksadana dan dapat menjual kembali kepada reksadana tanpa dibatasi berapa banyak jumlah saham atau Unit Penyertaan yang diterbitkan (Widjaja dan Ramaniya, 2006). Pada reksadana bersifat tertutup ini, reksadana melakukan operasi dengan jumlah saham yang tetap dan tidak mengatur secara reguler penerbitan saham baru. Disebut reksadana tertutup, karena reksadana ini tertutup dalam hal jumlah saham yang bisa diterbitkan, atau dalam hal menerima masuknya investor baru melalui penerbitan saham baru (Widjaja dan Ramaniya, 2006).

Jenis reksadana berdasarkan jenis produknya terbagi menjadi dua, yakni reksadana saham dan reksadana pendapatan tetap (Hartono, 2013). Reksadana saham merupakan reksadana yang berisi paling tidak 80% dari aktivitya dalam bentuk efek bersifat ekuitas dan sisanya dapat berupa aktiva lain, misalnya obligasi. Karena investasinya dilakukan pada saham, maka risikonya lebih tinggi dari jenis reksadana pendapatan tetap maupun reksadana pasar uang, namun reksadana saham dapat menghasilkan tingkat pengembalian yang tinggi. Sedangkan reksadana pendapatan tetap berisi paling tidak 80% dari aktivitya dalam bentuk efek bersifat hutang dan sisanya dapat berupa aktiva lain, misalnya saham. Reksadana ini memiliki risiko yang relatif lebih besar dari reksadana pasar uang. Tujuannya adalah untuk menghasilkan tingkat pengembalian yang stabil. Reksadana pendapatan tetap ini terbagi lagi menjadi dua, yakni reksadana campuran dan reksadana pasar uang.

Pengukuran Kinerja Reksadana

Pengukuran kinerja reksadana dapat dilakukan dengan model Sharpe, model Treynor, model Jensen, model CAPM, dan model *multifactor* seperti model tiga faktor Fama-French dan model empat faktor Carhart. Model Sharpe merupakan kinerja

reksadana di masa datang dapat diprediksi dengan menggunakan dua ukuran, yaitu *expected rate of return* (E) dan *predicted variability of risk* yang diekspresikan sebagai deviasi standar *return*, σ_p . *Expected rate of return* adalah *return* tahunan rata-rata dan *predicted variability of risk* adalah deviasi standar dari *return* tahunan. Deviasi standar menunjukkan besar-kecilnya perubahan *return* suatu reksadana terhadap *return* rata-rata reksadana yang bersangkutan. *Excess return* adalah selisih antara *average rate of return* dikurangi *risk free rate*. Penelitian Sharpe berkaitan dengan prediksi kineja masa datang yang menggunakan data masa lalu untuk menguji modelnya. (Samsul, 2006). Model Treynor menggunakan *average return* masa lalu sebagai *expected return* dan menggunakan beta, β_p , sebagai tolak ukur risiko. Beta menunjukkan besar-kecilnya perubahan *return* suatu reksadana terhadap perubahan *market return*, R_m . (Samsul, 2006). Berbeda dengan model Treynor dan model Sharpe yang dapat menerima investasi reksadana sepanjang *excess return* positif, model Jensen hanya menerima investasi reksadana apabila dapat menghasilkan *return* yang melebihi *expected return* atau *minimum rate of return*. *Return* yang dimaksud adalah *average return* (R_p) masa lalu, sedangkan *minimum rate of return* adalah *expected return*, $E(R_p)$, yang dihitung dengan *capital asset pricing model* (CAPM). Selisih antara *average return* dengan *minimum rate of return* disebut *alpha*, α_p .

Model *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) merupakan suatu model estimasi yang digunakan oleh investor untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas. Bentuk standar CAPM dikembangkan pertama kali secara terpisah oleh Sharpe (1964), Lintner (1965), dan Mossin (1966). Model ini merupakan model pengembangan estimasi yang didasarkan pada teori portofolio Markowitz. Model ini menyatakan bahwa tingkat *return* ekspektasi saham tergantung dari sensitivitasnya terhadap *return* ekspektasi pasar. Sensitivitas ini diukur dengan CAPM beta yang mana didefinisikan sebagai kovarians dari *return* aset dan *return* pasar yang dinormalisasikan oleh varians *return* pasar (Siagian, 2012). Model CAPM ini didasarkan pada ekuilibrium yang mana tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor untuk suatu saham diukur dengan beta. Pada model ini, beta merupakan sebuah ukuran relatif risiko yang mana risiko saham individu relatif terhadap portofolio pasar atau saham keseluruhan. Nilai beta berkisar antara -1 dan +1. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin besar nilai beta suatu sekuritas maka akan semakin rentan saham tersebut terhadap perubahan *return* pasar.

Model tiga faktor Fama-French merupakan model yang dikembangkan dari model CAPM karena banyaknya pertentangan pada hasil penelitian empiris terkait hubungan risiko beta dan *return*. Beberapa hasil penelitian yang menguji validitas beta CAPM ini menyebutkan bahwa CAPM tidak lagi valid dan tidak cukup menjelaskan untuk variasi *return* yang sebenarnya. Model CAPM dapat dijabarkan sebagai berikut.

$$E(R_i) = R_{BR} + \beta_i \cdot [E(R_i) - R_{BR}]$$

Model tiga faktor Fama-French merupakan model yang dikembangkan dari model CAPM karena banyaknya pertentangan pada hasil penelitian empiris terkait hubungan risiko beta dan *return*. Beberapa hasil penelitian yang menguji validitas beta CAPM ini menyebutkan bahwa CAPM tidak lagi valid dan tidak cukup menjelaskan untuk variasi *return* yang sebenarnya. Pada penelitiannya Fama dan French melibatkan proksi pasar ($R_m - R_f$) sebagai beta, SMB (*small minus big*) untuk ukuran perusahaan, dan HML (*high minus lower*) sebagai rasio *book to market equity*.

Fama dan French (1993) menyatakan bahwa *return* portofolio akan dipengaruhi sensitivitasnya oleh *return* pasar bebas risiko dan *return* tersebut dapat dijelaskan oleh tiga faktor yaitu, *excess return* portofolio pasar, perbedaan *return* portofolio saham kecil dengan *return* portofolio saham besar (*small minus big/SMB*), dan perbedaan *return* antara portofolio saham *book to market equity* tinggi dengan portofolio saham *book to market equity* rendah (*higher minus lower/HML*). Model tiga faktor yang diajukan Fama dan French adalah sebagai berikut.

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_{pt} + \beta_p (R_{mt} - R_{ft}) + S_p \text{SMB}_t + h_p \text{HML}_t + e_t$$

R_{it} merupakan *return* sekuritas t , R_{ft} merupakan *return* dari aset bebas risiko, α_{pt} sebagai intercept, β_p , S_p , h_p merupakan koefisien regresi, R_{mt} adalah *return* pasar, SMB adalah perbedaan antara portofolio saham berukuran kecil dengan portofolio saham yang berukuran besar, dan HML adalah perbedaan antara portofolio saham *book to market equity* tinggi dengan portofolio saham *book to market equity* rendah.

Model empat faktor Carhart merupakan model estimasi yang dikembangkan dari model CAPM dan model tiga faktor Fama-French. Fama dan French (1996) menyatakan bahwa secara empiris saham yang tergolong *loser* (memiliki kapitalisasi pasar yang kecil terhadap nilai buku atau memiliki *book to market equity* tinggi) cenderung akan memiliki rata-rata *return* yang lebih besar pada masa yang akan datang. Perusahaan yang memiliki kinerja saham yang rendah (*loser*) cenderung menjadi *underpricing* pada saham *distressed* dan *overpricing* pada saham yang bertumbuh (saham-saham dengan *book to market equity* yang rendah). Hal ini berarti saham yang tergolong *loser* akan mendapatkan *return* secara abnormal. Fama dan French pada penelitiannya ini tidak menjelaskan lebih lanjut tentang saham *loser* dan saham *winner*. Berdasarkan beberapa penelitian empiris lainnya model tiga faktor Fama-French dianggap tidak dapat menghitung pengaruh momentum.

Carhart (1997) pada penelitiannya menambahkan faktor momentum yang tidak dijelaskan sebelumnya pada model tiga faktor Fama-French. Carhart (1997) memperkenalkan model empat faktor yang menambahkan faktor momentum yang diproksi dengan *winner minus loser* (WML) pada model tiga faktor Fama-French. Ia menyatakan bahwa model empat faktor ini dapat menjelaskan varians *return* portofolio berdasarkan *return* masa lalu dan akan konsisten dengan model pasar ekuilibrium. Faktor momentum ditambahkan Carhart (1997) pada penelitiannya berhubungan dengan perilaku investor dalam menentukan strategi portofolio. Model empat faktor yang diajukan oleh Carhart (1997) adalah sebagai berikut.

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_{pt} + \beta_p (R_{mt} - R_{ft}) + S_p \text{SMB}_t + h_p \text{HML}_t + W_p \text{WML}_t + e_t$$

R_{it} merupakan *return* sekuritas t , R_{ft} adalah *return* dari aset bebas risiko, α_{pt} sebagai intercept, β_p , S_p , h_p merupakan koefisien regresi, R_{mt} adalah *return* pasar, SMB adalah perbedaan antara portofolio saham berukuran kecil dengan portofolio saham yang berukuran besar, HML adalah perbedaan antara portofolio saham *book to market equity* tinggi dengan portofolio saham *book to market equity* rendah, dan $\text{WML} =$ Perbedaan antara portofolio saham pemenang (*winner*) dengan portofolio saham pecundang (*loser*).

Faktor Keberuntungan dan Keterampilan Dalam Pengelolaan Reksadana

Suatu kesuksesan yang dicapai oleh manusia dalam menjalani kehidupan sehari-hari tidak dapat dipisahkan dengan keterlibatan antara keberuntungan dan keterampilan yang dimiliki. Sama halnya dengan kegiatan sehari-hari yang dijalani

oleh manusia, kegiatan berinvestasi yang sukses juga merupakan keterlibatan antara keberuntungan dan keterampilan. Kedua hal ini memang sulit untuk dibedakan. Oleh karena itu, perlu untuk mendefinisikan keterampilan dan keberuntungan. Keterampilan atau keahlian adalah kemampuan menggunakan pengetahuan dengan efektif dalam eksekusi atau kinerja. Keberuntungan adalah peristiwa atau keadaan diluar kendali individual, dapat di atas atau di bawah keahlian. Keberuntungan bersifat transitori karena nilai ekspektasiannya adalah nol (Mauboussin, 2010).

Hasil dari aktivitas investasi reksadana yang dapat diobservasi adalah kinerja (*performance*). Kinerja reksadana yang superior diyakini merupakan hasil kinerja manajer investasi yang memiliki keahlian luar biasa, namun timbul juga pertanyaan apakah kinerja tersebut murni sebuah keahlian dari pemilihan saham (*stock-picking skill*) atau hanya sebuah keberuntungan yang luar biasa saja. Bersamaan dengan peningkatan penerbitan reksadana tiap tahunnya, wajar untuk menduga bahwa beberapa reksadana yang mengungguli (*outperform*) indeks pasar sebagian besar dikarenakan hanya kebetulan saja.

Banyak penelitian yang telah mencoba untuk membuktikan bahwa kesuksesan dari manajer investasi profesional dalam berinvestasi dikarenakan sepenuhnya dari keterampilan yang dimilikinya. Cornell (2009) menyatakan dalam penelitiannya bahwa untuk membedakan antara keberuntungan dan keterampilan dalam pengambilan sebuah keputusan dimasa depan merupakan suatu hal yang rumit karena keterampilan secara keseluruhan merupakan sesuatu hal yang kekal atau permanen, sedangkan keberuntungan tidak. Investor tidak dapat menilai apakah seorang manajer investasi memiliki keterampilan dalam berinvestasi dan sukses dengan pasti di waktu yang akan datang hanya dengan melihat hasil kinerjanya dimasa lalu. Kesuksesan manajer investasi tersebut belum tentu karena ia merupakan seseorang yang ahli di bidang tersebut, tetapi bisa saja karena ia mengalami sebuah keberuntungan pada saat itu. Permasalahan yang timbul disini adalah keberuntungan dan keterampilan tidak dapat diobservasi secara independen (Cornell, 2009).

Pada penelitian yang dilakukan oleh Cornell (2009) ditemukan bahwa sebagian besar dari variasi *cross-sectional* pada kinerja reksadana (sekitar 92%) terjadi karena *random noise*. Hasil penelitiannya tersebut mendemonstrasikan bahwa sebagian besar variasi dari hasil kinerja tahunan adalah karena adanya keberuntungan, bukan keterampilan.

Fama dan French (2010) dalam penelitiannya menemukan bahwa terdapat sedikit *active manager* (sekitar 2%) yang mampu untuk mengungguli tolok ukur model pengukuran tiga-faktor yang mereka buat (*beta, size, dan value*). Mereka juga menemukan bahwa meskipun *active managers* telah mampu memberikan imbal hasil yang berlebih, namun imbal hasil tersebut belum cukup tinggi untuk meyakinkan bahwa manajer tersebut memiliki keterampilan yang cukup untuk menutupi biaya ataupun kinerja masa lalu mereka untuk mampu bertahan.

Pastor, *et al.* (2015) menyatakan bahwa pertumbuhan ukuran industri terlibat dalam mempengaruhi kinerja dari para manajer investasi, ukuran industri yang masih berkembang menjadikan para manajer investasi lebih sulit untuk menghasilkan kinerja *outperform* meskipun keterampilan mereka meningkat. Ia menambahkan industri pada masa sekarang lebih besar dan lebih kompetitif dari pada pada masa 30 tahun silam, sehingga hal ini membutuhkan lebih banyak keterampilan untuk mengikuti kompetitif yang lain. Peneliti juga menyimpulkan bahwa peningkatan pada keterampilan yang mereka observasi bukan dikarenakan meningkatnya keterampilan didalam sebuah perusahaan itu sendiri melainkan karena banyaknya *new funds* yang masuk ke industri memiliki keterampilan yang lebih baik dari pada *funds* yang telah ada sebelumnya.

Hal ini menunjukkan bahwa *younger funds* lebih mampu untuk mengungguli pasar jika dibandingkan dengan *older funds* di bulan-bulan biasa. Pendatang baru ini dikatakan lebih terampil karena mereka dianggap memiliki manajer investasi yang berpendidikan lebih baik atau lebih memahami teknologi baru.

Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis

Evaluasi kinerja reksadana menarik perhatian para peneliti untuk menelaah kinerja reksadana lebih dalam, diantaranya penelitian yang dilakukan oleh Kosowski, *et al.* (2006), ia meneliti reksadana saham Amerika Serikat dari tahun 1975 sampai 2002 menemukan bahwa kinerja reksadana terbaik dan terburuk bukan semata-mata karena keberuntungan. Penelitian lain yang dilakukan di Amerika Serikat oleh Wermers (2000) dan Avramov dan Wermers (2006) menemukan bahwa reksadana yang dikelola secara aktif oleh manajemen memiliki kinerja yang lebih baik jika dibandingkan dengan yang lain. Bhootra, *et al.* (2015) dalam penelitiannya mengatakan bahwa keterampilan memang terlibat dalam pengelolaan reksadana. Kinerja reksadana yang ditelitinya memiliki kinerja yang baik dikarenakan adanya keahlian yang dimiliki oleh manajer investasi. Carhart (1997) dalam penelitiannya menemukan bukti yang cukup mendukung bahwa adanya keterlibatan sebuah keterampilan pada manajer investasi yang memiliki pengetahuan. Barras, *et al.* (2009) menemukan proporsi signifikan memiliki keahlian (alfa positif) sebelum tahun 1996 dan hampir tidak ada pada tahun 2006.

Cuthbertson, *et al.* (2008) mengevaluasi kinerja reksadana Amerika dan Inggris dari tahun 1975 – 2002 menyatakan bahwa hanya 2-5% kinerja reksadana yang mengungguli (*outperformance*) tolak ukur (*benchmarks*) dan 20-40% reksadana memiliki kinerja yang buruk, tidak ada bukti yang cukup bahwa *market timing* sukses. Penelitian yang dilakukan Cornell (2009) terhadap 1,034 reksadana yang *large cap* selama 2004, menunjukkan bahwa variasi tahunan dalam kinerja lebih pada keberuntungan bukan keahlian dan penelitian dengan periode 15 tahun dinyatakan bahwa keberuntungan masih memainkan peran dalam menentukan distribusi *cross-sectional return*.

Yang dan Liu (2015) dalam penelitiannya membahas keberuntungan dan keterampilan pada kinerja reksadana di Cina. Peneliti menerapkan pendekatan *bootstrap* dalam penelitiannya yang diterapkan pada 773 reksadana terbuka (*open-end equity funds*) pada periode 2002 sampai 2013. Peneliti menemukan bahwa banyak reksadana yang menunjukkan alfa positif, namun hal tersebut tidak signifikan secara statistik. Peneliti juga menemukan bahwa pada periode 2008-2013 memiliki manajer investasi yang tidak memiliki kemampuan (*unskilled*) jika dibandingkan dengan periode 2002-2007.

Di Indonesia sendiri sudah ada beberapa penelitian yang telah dilakukan diantaranya penelitian oleh Budiman (2006) meneliti kinerja 32 reksadana saham yang terdaftar di Bapepam-LK dan aktif per akhir 2006, menemukan manajer investasi reksadana saham di Indonesia secara rata-rata tidak memiliki kemampuan memilih saham yang superior. Rusli (2011) yang meneliti 27 reksadana yang terdaftar aktif di Bapepam-LK dari tahun 2007-2009 menyimpulkan bahwa kinerja positif reksadana (*outperformance*) untuk 5 reksadana terbaik dapat didistribusikan pada keberuntungan, tetapi 15 reksadana dengan alfa positif berikutnya dapat didistribusikan pada keahlian. Hal tersebut menyatakan bahwa kinerja reksadana terbaik (5 besar) tahun depan belum tentu *outperform* dan kinerja reksadana terburuk juga belum tentu *underperform* tahun depan.

Berdasarkan teori-teori dan penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang dibangun untuk penelitian ini adalah:

H_a = Kinerja reksadana saham lebih diatribusikan pada keahlian manajer

3. METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh reksadana yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sampel ditentukan secara *purposive* dengan tiga kriteria, yakni kategori reksadana yang dipilih merupakan kategori reksadana saham, reksadana saham yang aktif beroperasi selama periode penelitian yang telah ditentukan yakni 2007-2015, dan data yang diperlukan tersedia pada sumber data yang telah ditentukan yakni BEI, Portal Reksadana, Yahoo *Finance*.

3.2 Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan tiga model pengukuran untuk menganalisis kinerja reksadana saham yang dikelola secara aktif oleh manajer investasi di Indonesia. Ketiga model ini adalah model CAPM, model 3 Faktor oleh Fama dan French, dan model 4 Faktor oleh Carhart. Variabel dependen dalam penelitian ini merupakan *return* reksadana saham. *Return* tersebut diperoleh dari NAB/unit atau *price* reksadana saham pada periode t dibagi NAB/unit atau *price* reksadana saham periode $t-1$ kemudian dikurangi dengan 1. Data NAB/unit atau *price* diperoleh dari data Bloomberg melalui Portal Reksadana..

Variabel independen dalam penelitian ini terdiri dari indeks pasar, *size* (kapitalisasi saham perusahaan), *price to book value*, dan momentum. Proksi indeks pasar dalam pengujian ini menggunakan IHSG. Penggunaan terhadap IHSG dimaksudkan untuk memperoleh indeks pasar yang mewakili kondisi pasar secara keseluruhan, meliputi seluruh nilai saham di pasar modal Indonesia. IHSG dengan kata lain merupakan pencerminan dari keseluruhan nilai transaksi perdagangan saham di pasar modal Indonesia, baik saham-saham yang aktif maupun pasif dalam bertransaksi. Tingkat keuntungan bebas risiko (R_f) diwakili oleh suku bunga SBI. Data suku bunga yang digunakan berupa data bulanan konsisten dengan waktu pengujian terhadap sampel.

Variabel *size* merupakan kapitalisasi saham perusahaan. *Size* didapatkan dari hasil perkalian antara jumlah saham yang beredar dengan harga per lembar saham. Masing-masing jenis data tersebut diperoleh dari laporan perdagangan saham di BEI. Dari variabel tersebut kemudian didapatkan nilai SMB-nya (*Small Minus Big*). SMB merupakan selisih antara *return portofolio* saham-saham yang bernilai kecil dengan *return* saham-saham yang bernilai besar. Variabel ini digunakan pada model 3 faktor Fama-French dan model 4 faktor Carhart.

Variabel *price to book value* diperoleh dengan membagi harga saham per lembar dengan nilai buku per lembar saham. Dalam kurun waktu satu tahun biasanya nilai buku pada suatu perusahaan dicatat bernilai sama. Data tersebut tersedia dalam laporan neraca tahunan masing-masing perusahaan, yang diterbitkan dalam bentuk laporan tahunan oleh BEI. Kemudian mencari nilai HML (*High Minus Low*) yang diperoleh dari selisih antara *return portofolio* saham-saham yang bernilai buku tinggi dengan *return portofolio* saham-saham yang bernilai buku rendah. Variabel *price to book value* atau *book to market* ini digunakan pada model 3 faktor Fama-French dan model 4 faktor Carhart.

Variabel momentum diperoleh dari *return* jangka waktu satu tahun di masa lalu. Data tersebut diperoleh dari data transaksi yang tercatat di BEI melalui situs yahoo *finance*. Hasil perhitungan momentum kemudian dihitung WML (*Winner Minus Lower*) dengan mencari selisih antara *return portofolio* saham-saham

winner dengan *return portofolio* saham-saham *loser*. Variabel ini hanya digunakan pada model 4 Faktor Carhart.

3.3 Metode Analisis Data

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *multiple regression* atau analisis regresi berganda. Model regresi berganda merupakan teknik analisis yang menjelaskan hubungan antara variabel dependen dengan beberapa variabel independen. Sebelum melakukan analisis regresi linier berganda perlu dilakukan beberapa uji statistik terlebih dahulu, yakni uji statistik deskriptif dan uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, uji heteroskedastisitas, uji autokorelasi, dan uji multikolenieritas.

3.4 Pengujian Hipotesis

Uji hipotesis dilakukan untuk mendapatkan bukti apakah hipotesis yang dibuat dapat diterima atau ditolak. Dalam penelitian ini pengambilan kesimpulan ditentukan berdasarkan nilai positif atau negatif dan signifikansinya pada c (constant) atau alfa (α). Kinerja manajer reksadana dapat diketahui apakah memiliki keterlibatan keterampilan/keahlian atau keberuntungan dilihat berdasarkan dari nilai signifikan positif atau negatif pada c (constant) atau alfa (α) tersebut. Fama dan French (2010) dalam penelitiannya mengatakan bahwa mereka menafsirkan bahwa *expected intercept* (α) positif sebagai kinerja yang baik, dan *expected intercept* (α) negatif sebagai kinerja yang buruk. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Yang dan Liu (2017) menemukan bahwa 5% dari reksadana yang diteliti memiliki alfa (α) positif dan lebih dari 90% reksadana memiliki alfa (α) negatif, hal tersebut disimpulkan bahwa reksadana di China tidak memiliki keahlian karena hasil perhitungan yang dilakukan tidak menghasilkan alfa (α) yang positif.

Uji F statistik dilakukan untuk menguji apakah variabel independen yang terdapat dalam persamaan regresi secara keseluruhan berpengaruh terhadap nilai variabel dependen. Uji T statistik bertujuan untuk mengetahui besarnya pengaruh masing-masing variabel independen secara individual terhadap variabel dependen. Dalam penelitian ini digunakan derajat kepercayaan sebesar 1%, 5%, dan 10%, hal ini bertujuan untuk menghindari *p-value* yang mendekati signifikan namun hasil pengujian dinyatakan tidak signifikan sama sekali. Variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen apabila *p-value* (kolom sig.) pada masing-masing variabel independen $\leq \alpha=0,001$ untuk derajat kepercayaan 1%, *p-value* (kolom sig.) pada masing-masing variabel independen $\leq \alpha=0,005$ untuk derajat kepercayaan 5%, dan *p-value* (kolom sig.) pada masing-masing variabel independen $\leq \alpha=0,10$ untuk derajat kepercayaan 10%.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Reksadana saham yang dijadikan sampel pada penelitian ini merupakan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan data yang didapatkan dari Bloomberg melalui Portal Reksadana pada periode tahun 2007-2015, dan dipilih menggunakan metode *purposive sampling*. Berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan, maka diperoleh jumlah sampel sebagai berikut.

Tabel 1
Kriteria Pengambilan Sampel Tiap Periode Pengamatan

	Reksadana Saham Terdaftar
2007	55
2008	74
2009	90
2010	106

2011	125
2012	145
2013	184
2014	219
2015	250
2007-2009	90
2010-2012	150
2013-2015	256
2007-2015	266

Statistik deskriptif memberikan gambaran awal variabel penelitian dan digunakan untuk mengetahui karakteristik sampel yang digunakan dalam penelitian. Tabel berikut menampilkan variabel Rit, RmRf, SMB, HML, dan Mom dari sampel data bulanan periode penelitian 2007-2015. Variabel Rit merupakan *Return* reksadana saham, variabel RmRf merupakan selisih *return* pasar dengan *return* bebas risiko, variabel SMB merupakan selisih *return* portofolio saham kapitalisasi kecil dengan saham kapitalisasi besar (*Small Minus Big*), variabel HML merupakan selisih *return* portofolio *book-to-market ratio* atau *price to book value* tinggi dengan portofolio *book-to-market ratio* atau *price to book value* rendah (*High Minus Low*), dan variabel Mom (Momentum) merupakan selisih *return* portofolio yang dijalankan dengan baik dan buruk dalam jangka pendek. Adapun hasil deskriptif disajikan dalam tabel berikut.

Tabel 2
Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

	Rit	RmRf	SMB	HML	MOM
Mean	0.006547	0.001649	-0.374187	0.605823	-0.301786
Median	0.012800	0.007820	0.141910	0.311070	-0.292740
Maximum	0.902800	0.195060	10.42866	10.28309	14.26912
Minimum	-0.445020	-0.322130	-34.05158	-7.434030	-20.45404
Std. Dev.	0.063644	0.055653	5.389951	2.502174	4.148936

Sumber : Hasil Olah Data Perhitungan Eviews 9

Berdasarkan deskriptif statistik tabel diatas dapat dilihat bahwa nilai pada variabel dependen Rit memiliki nilai rata-rata sebesar 0.006547, *median* sebesar 0,012800, memiliki nilai maksimum sebesar 0.902800, nilai minimum sebesar -0,445020, serta standar deviasi sebesar 0.063644.

Variabel RmRf memiliki nilai rata-rata sebesar 0.001649, *median* sebesar 0.007820, memiliki nilai maksimum sebesar 0.195060, nilai minimum sebesar -0.322130, serta standar deviasi sebesar 0.055653.

Variabel SMB memiliki nilai rata-rata sebesar -0.374187, *median* sebesar 0,141910, memiliki nilai maksimum sebesar 10.42866, nilai minimum sebesar -34,05158, serta standar deviasi sebesar 5.389951.

Variabel HML memiliki nilai rata-rata sebesar 0.605823, *median* sebesar 0.311070, memiliki nilai maksimum sebesar 10.28309, nilai minimum sebesar -7.434030, serta standar deviasi sebesar 2.502174.

Variabel Mom (Momentum) memiliki nilai rata-rata sebesar -0.301786, *median* sebesar -0.292740, memiliki nilai maksimum sebesar 14.26912, nilai minimum sebesar -20.45404, serta standar deviasi sebesar 4.148936.

Pada Tabel 3 telah disajikan data hasil olahan regresi dari variabel dependen Rit (*Return* Reksadana Saham), variabel independen Rm-Rf (*Return* Pasar), SMB (*Size*), HML (*Price to Book Value*), dan Mom (Momentum). Terlihat bahwa terdapat tiga model yang disajikan yakni model CAPM, model 3 Faktor Fama dan French, dan model 4 Faktor Carhart. Pada ketiga model yang digunakan dalam penelitian ini di *running* beberapa kali oleh peneliti berdasarkan periode tahunan dan kategori dana kelolaan. Variabel indeks pasar ($R_m - R_f$) pada model CAPM secara keseluruhan

menunjukkan bahwa variabel tersebut memiliki pengaruh signifikan positif terhadap *return* reksadana saham (R_{it}). Misal pada tahun 2007-2015 beta variabel indeks pasar menunjukkan angka sebesar 1,031 yang mengartikan bahwa setiap kenaikan satu variabel indeks pasar maka R_{it} (*Return* Reksadana Saham) mengalami kenaikan sebesar 1,031. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin besar nilai beta suatu sekuritas, maka akan semakin rentan saham tersebut terhadap perubahan indeks pasar (Siagan, 2012). Nilai R^2 menunjukkan angka sebesar antara 0,571-0,877, artinya pengaruh indeks pasar pada model CAPM ini mampu mempengaruhi *return* reksadana saham sebesar 57,1%-87,7%, dan sisanya dipengaruhi oleh variabel lainnya.

Untuk model 3 faktor Fama-French variabel indeks pasar ($R_m - R_f$) secara keseluruhan juga menunjukkan pengaruh signifikan positif terhadap *return* reksadana saham (R_{it}). Nilai beta pada tahun 2007-2015 menunjukkan sebesar 1,034 yang mengartikan bahwa setiap kenaikan satu variabel indeks pasar maka *return* reksadana saham akan mengalami kenaikan sebesar 1,034. Variabel ukuran perusahaan (SMB) secara keseluruhan menunjukkan adanya pengaruh negatif terhadap *return* reksadana saham (R_{it}). Nilai beta pada tahun 2015 misalnya, menunjukkan angka sebesar 4,E-04 atau 0,000421 yang mengartikan bahwa setiap kenaikan satu variabel ukuran perusahaan maka *return* reksadana saham akan mengalami penurunan sebesar 0,000421.

Variabel *price to book value* atau *book to market ratio* (HML) menunjukkan adanya pengaruh positif terhadap *return* reksadana saham (R_{it}). Nilai beta pada tahun 2015 misalnya, menunjukkan angka sebesar 0,001 yang mengartikan bahwa setiap kenaikan satu variabel *price to book value* atau *book to market ratio* (HML) maka *return* reksadana saham akan mengalami kenaikan pula sebesar 0,001. Nilai R^2 pada model 3 faktor Fama-French ini menunjukkan angka sebesar antara 0,600-0,878, artinya pengaruh indeks pasar, ukuran perusahaan (*size*), dan *price to book value* atau *book to market ratio* ini mampu mempengaruhi *return* reksadana saham sebesar 60%-87,8%, dan sisanya dipengaruhi oleh variabel selain variabel tersebut.

Model 4 faktor Carhart pada penelitian ini secara keseluruhan juga memperlihatkan adanya pengaruh signifikan positif pada variabel indeks pasar terhadap *return* reksadana saham (R_{it}). Nilai beta pada tahun 2007-2015 misalnya, menunjukkan angka sebesar 1,037. Hal tersebut mengartikan bahwa setiap kenaikan satu variabel indeks pasar maka *return* reksadana saham juga akan mengalami kenaikan sebesar 1,037. Pada variabel ukuran perusahaan (SMB) secara keseluruhan juga menunjukkan pengaruh yang sama seperti pada variabel ukuran perusahaan (SMB) di model 3 faktor Fama-French, yakni memiliki pengaruh signifikan negatif. Nilai beta pada variabel ukuran perusahaan tersebut pada tahun 2015 misalnya, menunjukkan angka sebesar 4,E-04 atau 0,000446. Hal ini mengartikan bahwa setiap kenaikan satu variabel ukuran perusahaan maka *return* reksadana saham akan mengalami penurunan sebesar 0,000446.

Tabel 3
Tabel Hasil Pengujian Hipotesis

Periode Waktu	Objek	N	CAPM			3 Faktor					4 Faktor					
			c	RmRf	R ²	c	RmRf	SMB	HML	R ²	c	RmRf	SMB	HML	Mom	R ²
2007	55	521	0,007***	1,121***	0,785	0,008***	1,113***	-0,001	0,001	0,786	0,006***	1,122***	-0,001	0,001	0,001	0,787
Sig.			0,000	0,000		0,000	0,000	0,148	0,315		0,002	0,000	0,260	0,389	0,202	
2008	74	810	0,009***	1,014***	0,868	0,008***	1,006***	-0,001***	-0,003**	0,872	0,007***	0,985***	-0,001*	-0,004***	-0,002**	0,872
Sig.			0,000	0,000		0,000	0,000	0,000	0,011		0,000	0,000	0,058	0,002	0,034	
2009	90	939	0,007***	1,077***	0,801	0,011***	1,171***	-0,004***	0,005***	0,805	0,012***	1,180***	-0,004***	0,005***	0,001	0,805
Sig.			0,000	0,000		0,000	0,000	0,000	0,000		0,000	0,000	0,001	0,001	0,657	
2010	106	1206	-0,002**	0,915***	0,779	-0,001	0,950***	-0,001**	0,002***	0,781	-0,002*	0,972***	-0,001***	0,002***	0,001***	0,784
Sig.			0,031	0,000		0,297	0,000	0,049	0,000		0,076	0,000	0,006	0,000	0,001	
2011	125	1346	0,003***	1,067***	0,877	0,003***	1,075***	2,E-04	0,001	0,877	0,005***	0,985***	-2,E-04	0,001	0,006***	0,881
Sig.			0,000	0,000		0,000	0,000	0,640	0,145		0,000	0,000	0,676	0,285	0,000	
2012	145	1548	0,003***	1,019***	0,799	0,003***	1,021***	-3,E-04	-0,001**	0,800	0,001*	1,063***	-5,E-04*	-4,E-04*	-0,004***	0,809
Sig.			0,000	0,000		0,000	0,000	0,274	0,014		0,065	0,000	0,062	0,082	0,000	
2013	184	1975	0,004***	1,044***	0,791	0,004***	1,039***	-5,E-04	-0,002***	0,792	0,003***	1,052***	-0,001**	-0,001	-0,001***	0,793
Sig.			0,000	0,000		0,000	0,000	0,291	0,002		0,000	0,000	0,013	0,149	0,001	
2014	219	2419	0,006***	1,169***	0,571	0,009***	1,056***	4,E-04***	0,001***	0,600	0,007***	1,103***	3,E-04***	4,E-04*	-0,001***	0,604
Sig.			0,000	0,000		0,000	0,000	0,000	0,000		0,000	0,000	0,000	0,072	0,000	
2015	250	2744	0,006***	1,057***	0,674	0,004***	1,047***	-4,E-04***	0,001***	0,676	0,003***	1,052***	-4,E-04***	0,001***	-2,E-04**	0,677
Sig.			0,000	0,000		0,000	0,000	0,001	0,000		0,001	0,000	0,001	0,000	0,049	
2007-2009	90	2266	0,010***	1,042***	0,871	0,010***	1,072***	-0,002***	0,001*	0,873	0,010***	1,070***	-0,001***	0,001	-4,E-04	0,873
Sig.			0,000	0,000		0,000	0,000	0,000	0,084		0,000	0,000	0,000	0,144	0,468	
2010-12	150	4102	0,001***	0,984***	0,825	0,001***	0,999***	-0,001***	4,E-04**	0,826	0,001***	0,998***	-0,001***	5,E-04**	3,E-04	0,826
Sig.			0,008	0,000		0,007	0,000	0,000	0,030		0,005	0,000	0,000	0,022	0,231	
2013-15	256	7149	0,006***	1,062***	0,724	0,006***	1,061***	1,E-04***	5,E-04***	0,725	0,005***	1,067***	2,E-04***	0,001***	-3,E-04***	0,726
Sig.			0,000	0,000		0,000	0,000	0,002	0,000		0,000	0,000	0,001	0,000	0,000	
2007-15	266	13545	0,005***	1,031***	0,813	0,005***	1,034***	6,E-06	0,001***	0,813	0,004***	1,037***	2,E-05	0,001***	-3,E-04***	0,814
Sig.			0,000	0,000		0,000	0,000	0,902	0,000		0,000	0,000	0,661	0,000	0,000	
50% Teratas Dana Kelolaan	72	4462	0,006***	1,074***	0,877	0,006***	1,079***	-5,E-06	0,001***	0,878	0,006***	1,080***	5,E-07	0,001***	-1,E-04	0,878
Sig.			0,000	0,000		0,000	0,000	0,938	0,000		0,000	0,000	0,994	0,000	0,280	
50%Terendah Dana Kelolaan	72	3031	0,004***	1,053***	0,751	0,003***	1,058***	-1,E-04	4,E-04*	0,751	0,003***	1,064***	-1,E-04	0,001***	-0,001***	0,752
Sig.			0,000	0,000		0,000	0,000	0,195	0,056		0,000	0,000	0,300	0,001	0,000	

Keterangan : *** Singnifikan 1%, ** Signifikansi 5%, * Signifikansi 10%

Variabel *price to book value* atau *book to market ratio* (HML) juga menunjukkan adanya pengaruh positif terhadap *return* reksadana saham (R_{it}). Nilai beta pada variabel tersebut pada tahun 2015 misalnya, menunjukkan angka sebesar 0,001. Hal ini mengartikan bahwa setiap kenaikan satu variabel *price to book value* atau *book to market ratio* maka *return* reksadana saham juga akan mengalami kenaikan sebesar 0,001. Variabel momentum (Mom) pada model ini memiliki pengaruh signifikan negatif. Nilai beta pada variabel momentum pada tahun 2007-2015 misalnya, menunjukkan angka sebesar 3,E-04 atau 0,000254. Hal ini mengartikan bahwa setiap kenaikan satu variabel momentum maka *return* reksadana akan mengalami penurunan sebesar 0,000254. Nilai R^2 pada model 4 faktor Carhart ini menunjukkan angka sebesar antara 0,604-0,878, artinya pengaruh indeks pasar, ukuran perusahaan (*size*), *price to book value* atau *book to market ratio*, dan momentum ini mampu mempengaruhi *return* reksadana saham sebesar 60,4%-87,8%, dan sisanya dipengaruhi oleh variabel selain variabel tersebut.

Dari penjelasan ketiga model diatas dapat disimpulkan bahwa hasil penelitian yang telah dilakukan oleh peneliti menunjukkan hal persamaan dan bertentangan pada variabel-variabel independen tertentu pada penelitian-penelitian sebelumnya. Penelitian yang dilakukan oleh Candika (2017) yang menyimpulkan bahwa variabel indeks pasar ($R_m - R_f$) berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham pada portofolio saham yang digunakan dalam penelitiannya. Variabel indeks pasar ($R_m - R_f$) pada penelitian ini juga menunjukkan pengaruh yang sama yakni signifikan positif pada ketiga model yakni model CAPM, 3 faktor Fama-French, dan 4 faktor Carhart. Hasil ini sesuai dengan teori CAPM yang dikembangkan oleh Sharpe (1964), Litner (1965), dan Mossin (1966).

Variabel ukuran perusahaan (SMB) pada model 3 faktor dan model 4 faktor dalam penelitian ini berpengaruh signifikan negatif terhadap *return* reksadana saham. Hasil ini serupa dengan penelitian yang dilakukan oleh Fama-French (1992) yang menyimpulkan bahwa variabel ukuran perusahaan (*sezi*) berpengaruh negatif terhadap *return* saham, karena saham yang memiliki *size* kecil cenderung memiliki risiko yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki *size* besar. Sehingga *return* yang diperoleh pada saham yang memiliki *size* kecil lebih besar dari pada saham yang memiliki *size* besar. Siagian (2012) dalam penelitiannya juga mendapati adanya hubungan negatif antara variabel *firm size* dengan *excess return* pada Pasar Modal di Indonesia pada periode penelitian 2006-2011.

Variabel *price to book value* (HML) dalam penelitian ini memiliki pengaruh signifikan positif terhadap *return* reksadana saham. Hasil ini juga sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Fama-French (1992) yang menyatakan bahwa nilai *book to market equity* berpengaruh terhadap *return* saham. Ia menyatakan bahwa *book to market equity* yang tinggi memperlihatkan kondisi bahwa kecenderungan perusahaan untuk mengalami *distress* atau kebangkrutan akan lebih tinggi jika dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki *book to market* yang rendah. Candika (2017) dalam penelitiannya juga menyimpulkan bahwa (HML) berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham pada portofolio saham yang memiliki *book to market ratio* atau *price to book value* yang tinggi. Variabel momentum pada penelitian ini secara keseluruhan memiliki pengaruh signifikan negatif. Dalam penelitiannya Candika (2017) menemukan bahwa variabel Mom (Momentum) berpengaruh signifikan negatif terhadap portofolio saham yang memiliki momentum *down*.

Untuk mengetahui apakah kinerja manajer reksadana di Indonesia diatribusikan pada keahlian atau keberuntungan peneliti menganalisis signifikansi dan koefisien *pada c (constant)* atau α pada masing-masing model. Pada penelitian ini terdapat tiga model yakni model CAPM, model 3 Faktor Fama dan French, dan model 4 Faktor Carhart.

Pada model CAPM secara keseluruhan terlihat pada tabel 3 bahwa *c (constant)* atau alfa (α) secara keseluruhan menunjukkan pengaruh yang signifikan positif dengan nilai beta berkisar antara 0,001-0,010. Hal ini mengartikan bahwa jika variabel indeks pasar ($R_m - R_f$) bernilai 0, maka *retrun* reksadana saham memiliki nilai antara 0,001-0,010. Koefisien bernilai positif *pada c (constant)* atau alfa (α) tersebut memiliki arti bahwa kinerja reksadana saham pada penelitian ini diatribusikan pada keahlian atau keterampilan manajer investasi. Dengan demikian, hasil pengujian dengan menggunakan model CAPM ini menerima hipotesis pada penelitian yang dilakukan, yakni kinerja reksadana saham yang dikelola oleh manajer investisi lebih diatribusikan pada keahlian/keterampilan.

Pada model 3 faktor Fama-Fench diketahui bahwa *c (constant)* atau alfa (α) secara keseluruhan menunjukkan pengaruh yang signifikan positif dengan nilai beta berkisar antara 0,001-0,011. Hal ini mengartikan bahwa jika variabel indeks pasar ($R_m - R_f$), ukuran perusahaan (*size*), dan *price to book value* atau *book to market ratio* (HML) bernilai 0, maka *retrun* reksadana saham memiliki nilai antara 0,001-0,010. Hasil pengujian dengan menggunakan model 3 faktor Fama-French ini menerima hipotesis pada penelitian yang dilakukan, yakni kinerja reksadana saham yang dikelola oleh manajer investisi lebih diatribusikan pada keahlian/keterampilan.

Model 4 faktor Carhart menunjukkan bahwa *c (constant)* atau alfa (α) secara keseluruhan menunjukkan pengaruh yang signifikan positif dengan nilai beta berkisar antara 0,001-0,011. Hal ini mengartikan bahwa jika variabel indeks pasar ($R_m - R_f$), ukuran perusahaan (*size*), *price to book value* atau *book to market ratio* (HML), dan momentum bernilai 0, maka *retrun* reksadana saham memiliki nilai antara 0,001-0,012. Sehingga hasil pengujian dengan menggunakan model 4 faktor Fama-French ini menerima hipotesis pada penelitian yang dilakukan, yakni kinerja reksadana saham yang dikelola oleh manajer investisi lebih diatribusikan pada keahlian/keterampilan.

Hasil yang ditemukan pada penelitian ini sesuai dengan hasil yang diemukakan oleh Wermers (2000) dan Avramov dan Wermers (2006), mereka menemukan bahwa reksadana yang dikelola secara aktif oleh manajemen memiliki kinerja yang lebih baik jika dibandingkan dengan yang lain. Penelitian oleh Wermers (2000) yang dilakukan pada tahun 1975-1994 mengindikasikan bahwa reksadana berisi portofolio saham yang mengungguli indeks pasar. Hal tersebut dikarenakan adanya sebagian pengambilan rata-rata yang lebih tinggi dan sebagian yang lainnya dikarenakan adanya bakat atau keterampilan dalam memilih saham. Kosowski, *et al.* (2006) yang meneliti reksadana saham Amerika Serikat dari tahun 1975 sampai 2002 menemukan bahwa kinerja reksadana terbaik dan terburuk bukan semata-mata karena keberuntungan. Bhootra *et al.* (2015) dalam penelitiannya mengatakan bahwa keterampilan memang terlibat dalam pengelolaan reksadana. Kinerja reksadana yang ditelitinya memiliki kinerja yang baik dikarenakan adanya keahlian yang dimiliki oleh manajer investasi. Meskipun didalam penelitiannya tidak ditentukan keahlian yang seperti apa yang dibutuhkan oleh manajer investasi, namun hasil penelitiannya cukup membuktikan bahwa kesuksesan manajer investasi dalam penegelolaan reksadana melibatkan keterampilan/keahlian didalamnya. Carhart (1997) dalam penelitiannya menemukan bukti yang cukup mendukung bahwa adanya keterlibatan sebuah keterampilan pada manajer investasi yang memiliki pengetahuan.

Rusli (2011) yang meneliti 27 reksadana yang terdaftar aktif di Bapepam-LK dari tahun 2007-2009 menyimpulkan bahwa kinerja positif reksadana (*outperformance*) untuk 5 reksadana terbaik dapat didistribusikan pada keberuntungan, tetapi 15 reksadana dengan alfa positif berikutnya dapat didistribusikan pada keahlian. Hal tersebut menyatakan bahwa kinerja reksadana terbaik (5 besar) tahun depan belum tentu *outperform* dan kinerja reksadana terburuk juga belum tentu *underperform* tahun depan. Ia mengatakan dalam penelitiannya rata-rata kinerja reksadana positif memang karena keahlian manajer yang superior dan kinerja reksadana yang buruk bukan karena keahlian manajer yang inferior. Hal ini dikarenakan adanya faktor luar yang mempengaruhi hal tersebut, yang menyebabkan terpengaruhnya kinerja manajer pada saat itu.

Penelitian ini memiliki kelemahan dalam mengidentifikasi pengukuran perhitungan keberuntungan yang belum tepat. Oleh karena itu, peneliti menambahkan alternatif referensi lain yang dapat digunakan untuk mengetahui kemampuan manajemen investasi dalam melakukan strategi dengan *market timing*. Kemampuan *market timing* merupakan kemampuan dari manajer investasi dalam memprediksi arah pasar dengan menggunakan indikator ekonomi untuk keluar pada saat pasar akan turun, dan masuk pada saat pasar akan naik. Treynor dan Mazuy mengembangkan sebuah model yang dapat digunakan dalam pengukuran *market timing* (Bodie, *et al.*, 2011).

$$r_p - r_f = a + b(r_M - r_f) + c(r_M - r_f)^2 + e_p$$

r_p merupakan pengembalian portofolio, a , b , dan c merupakan analisis dari perhitungan regresi. Apabila c memberikan hasil yang positif maka akan terdapat bukti bahwa adanya *timing ability*, hal tersebut akan membuat garis karakteristik lebih curam ketika $r_M - r_f$ lebih besar. Treynor dan Mazuy (1966) menyatakan bahwa manajer investasi yang memiliki kemampuan *market timing* yang baik akan memegang saham dengan volatilitas tinggi dalam jumlah besar pada saat pasar dalam keadaan buruk. Mereka mengasumsikan *return* dari portofolio adalah fungsi non-linier dari *return* pasar, dengan menggunakan *quadratic regression model* Treynor dan Mazuy (1966) menguji perilaku pengambilan keputusan risiko sistematis dari manajer investasi. Henrikson dan Merton (1984) mengasumsikan bahwa perbedaan yang ada pada tingkat risiko sistematis portofolio yang dipilih oleh manajer investasi merupakan fungsi peramalan. Asumsi yang dikembangkan merupakan target tingkat risiko yang bergantung pada peramalan apakah tingkat harapan dari hasil investasi pada portofolio indeks pasar lebih besar daripada tingkat bunga bebas risiko.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini menggunakan c (*constant*) atau alfa (α) dari persamaan regresi linier berganda dengan menggunakan tiga model yakni model CAPM, model 3 faktor Fama-French, dan model 4 faktor Carhart sebagai pengukuran kinerja manajer investasi. Berdasarkan hasil analisis data yang telah dilakukan dalam penelitian ini, maka diperoleh bahwa evaluasi kinerja reksadana saham di Indonesia pada tahun 2007-2015 lebih didistribusikan pada keahlian atau keterampilan manajer investasi. Perhitungan menggunakan model CAPM, model 3 faktor Fama-French, dan model 4 faktor Carhart pada penelitian ini menunjukkan hasil yang sama, ketiga nya

memperlihatkan bahwa c (*constant*) atau alfa (α) secara keseluruhan menunjukkan pengaruh yang signifikan positif yang mengartikan bahwa kinerja reksadana saham di Indonesia lebih diatribusikan pada keahlian atau keterampilan manajer.

Saran

Peneliti menyarankan penelitian selanjutnya untuk menggunakan analisis data yang lebih akurat seperti menggunakan prosedur *bootstrap residual* seperti yang dilakukan oleh Kosowski *et. al.* (2006). Selain itu, penelitian selanjutnya diharapkan melakukan penelitian dengan menggunakan data yang lebih terbaru. Penelitian yang selanjutnya juga dapat melakukan penelitian berdasarkan manajer reksadana agar dapat mengetahui lebih tepat manajer mana saja yang dapat mengelola reksadana dengan kinerja yang diatribusikan pada keahlian/keterampilan atau keberuntungan.

Penelitian ini dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan pembuatan keputusan bagi manajer investasi dalam mengevaluasi kinerja reksadana. Dengan demikian, peneliti menyarankan kepada manajer investasi untuk melakukan evaluasi investasinya menggunakan analisis kinerja reksadana dengan model *multifactor* (model 3 faktor Fama-French atau model 4 faktor Carhart) dan pendekatan *bootstrap* sebagai metodologi penelitiannya. Penelitian ini diharapkan mampu menambah pengetahuan masyarakat mengenai evaluasi kinerja reksadana yang menggunakan model *multifactor*.

DAFTAR PUSTAKA

- Avramov, D., dan R. Wermers. (2006) 'Investing in mutual funds when returns are predictable', *Journal of Financial Economics*, 81(2), pp. 339-77.
- Barras, Laurent., Scaillet, Oliver., dan Wermers, Russ. (2009) 'False Discoveries in Mutual Fund Performance: Measuring Luck in Estimates Alphas', *Journal of Finance*, Forthcoming
- Bhootra, A. *et al.* (2015) 'Mutual Fund Performance : Luck or Skill ?', 20(1).
- Bodie ZVI. *et al.* (2011) 'Investments and Portfolio Management', McGraw-Hill Higher Education.
- Budiman, Rahman Untung. (2006) 'Apakah Kinerja Masa Lalu Mencerminkan Kinerja Masa Depan? Evaluasi *Return* Reksadana Saham Tahun 2005-2006', *Majalah Usahawan Indonesia* No. 1 Tahun XXXVI.
- Candika, Yossy Imam. (2017) 'Pengujian Kekuatan Model Carhart Empat Faktor Terhadap Excess Return Saham di Indonesia', *The Indonesian Journal of Applied Business*, 1(1).
- Carhart, M. M. (1997) 'On Persistence in Mutual Fund Performance', *The Journal of Finance*, 52(1), pp. 57-82.
- Cornell, Bradford. (2009) 'Luck, Skill, and Investment Performance', *Journal of Portfolio Management*, 32(2), pp. 131.
- Cuthbertson, K., D. Nitzsche, dan N. O'Sullivan. (2008) 'UK Mutual Fund Performance: Skill or Luck?', *Journal of Empirical Finance*, 15(4), pp. 613-34.
- Darmadji, Tjiptono dan Hendy M. Fakhruddin. (2011) 'Pasar Modal Di Indonesia (III)', Jakarta: Salemba Empat.
- Dwiyanti, Vonny. (1999) 'Wawasan Bursa Saham', Yogyakarta: Universitas Atma Jaya.
- Fama, Eugene F dan K.R. French. (1992) 'The Cross Section of Expected Return Journal of Finance', *Journal of Finance*, 47(2), pp. 427-465.
- Fama, Eugene F dan K.R. French. (1993) 'Common Risk Factors in The Returns on Stocks and Bonds', *Journal of Financial Economics*, 33(1), pp. 3-56
- Fama, Eugene F dan K.R. French. (1996) 'Multifactor Explanation of Asset Pricing Anomalies', *Journal of Finance*, 51(1), pp. 55-84.
- Fama, Eugene F dan K.R. French. (2010) 'Luck versus Skill in the Cross Section of Mutual Fund Return', *The Journal of Finance*, 65(5), pp. 1915-1947.
- Hartono, Jogiyanto. (2013) 'Teori Portofolio dan Analisis Investasi (Edisi Ketujuh) ', Yogyakarta: BPFY-Yogyakarta.
- Henrikson, R. D dan Merton. (1984) 'Market Timing and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation', *The Journal of Business*, 57(1), pp. 73-96.
- Kosowski, R. *et al.* (2006) 'Can Mutual Fund " Stars " Really Pick Stocks ? New Evidence from a Bootstrap Analysis', *The Journal of Finance*, 61(6), pp. 2551-2595.
- Lakonishok, Josef., Andrei Shleifer, dan Robert W. Vishny. (1994) 'Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk', *Journal of Finance*, 49, pp. 1541-1578.
- Lintner, J. (1965) 'The Valuation of Risk Assets and The Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets', *Review of Economics and Statistics*, 47(1), pp. 13-37.
- Mossin, J. (1966) 'Equilibrium in a Capital Asset Market', *Econometrica*, 34(4), pp. 768-743.
- Mauboussin, J. Michael. (2010) 'Untangling Skill and Luck, How Think about Outcome-Past, Present, and Future', *Legg Mason Capital Management*.
- Pastor, Lubos, Robert F. Stambaugh, dan Lucian A. Taylor. (2014) 'Scale and Skill In Active Management', *Journal of Financial Economics*, 116, pp. 23-45.
- Pratomo, Eko Priyo dan Ubaidilla Nugraha. (2009) 'Reksadana Solusi Perencanaan Investasi

- di Era Modern', Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Rusli, Devvy. (2011) 'Evaluasi Kinerja Reksa Dana Saham di Indonesia: Keahlian atau Keberuntungan', Tesis Program Magister of Accounting (Tidak Dipublikasikan), Yogyakarta: Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Gadjah Mada.
- Samsul, Mohamad. (2006) '*Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*', Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Sharpe, William F. (1964) 'Capital Asset Prices: A theory of Market Equilibrium under conditions of Risk', *Journal of Finance*, 19(3), pp. 425-442.
- Siagian, Febriyanti Dimaelita. (2012) 'Pengujian Validitas Model CAPM, Model Tiga Faktor, Model Empat Faktor Carhart Pada Pasar Modal Indonesia', Tesis Program Magister of Accounting (Tidak Dipublikasikan), Yogyakarta: Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Gadjah Mada.
- Sunariyah. (2003) '*Pengantar Pengetahuan Pasar Modal Edisi Ketiga*', Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Treynor, Jack L. dan Mazuy, Kay K. (1966) 'Can Mutual Fund Outguess the Market?', *Harvard Business Review* 43 (Juli-August 1966), 131-136.
- Undang-undang RI No.8 Tahun 1995, Tentang Pasar Modal, Otoritas Jasa Keuangan *online*, www.ojk.go.id
- Wermers, R. (2000) 'Mutual fund performance: An empirical decomposition into stock picking talent, style, transactions costs, and expenses', *The Journal of Finance*, 55(4), pp. 1655–1695.
- Widjaja, Gunawan dan Ramaniya, Almira Prajna. (2006) '*Seri Pengetahuan Pasar Modal: Reksa Dana & Peran Serta Tanggung Jawab Manajer Investasi Dalam Pasar Modal*', Jakarta: Prenada.
- Yang, L. and Liu, W. (2017) 'Luck Versus Skill : Can Chinese Funds Beat the Market?', (38), pp. 629–643.