



Increasing the Value of Islamic Investment in Mutual Funds by Measuring Treynor-Mazuy Model Versus Henriksson-Merton Model

Meningkatkan Nilai Investasi Syariah Pada Reksadana Dengan Pengukuran *Treynor-Mazuy Model Versus Henriksson-Merton Model*

Rika Rahayu

Program Studi Manajemen, Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia Surabaya
Jalan Menur Pumpungan No. 30, Surabaya
Email: rikarahayu@stiesia.ac.id

ABSTRACT

This study aims to analyze the ability of market timing and stock selection ability the investment managers any mutual fund syariah shares for a year. This research was quantitative study with two hypotesis were the consistency of market timing ability by investment managers and occurring the consistency of stock selection ability by the investment managers. Variables in this research was likes dependend variable were mutual fund performance and independend variable were stock selection skill and market timing ability. This research used measurement model for mutual fund with Treynor-Mazuy model and Henriksson-Merton model. This research needs net asset value (NAV), risk free rate and Indonesia Composite Index. The result of measurement with Treynor and Mazuy method describe had only one market timing ability but han't selectivity was Sucorinvest Sharia Equity fund, while measurement with Henriksson-Merton method describe had only one market timing ability and selectivity was Syariah Sucorinvest Fund.

Keywords: *Market Timing Ability; Stock Selection Ability; Treynor-Mazuy and Henriksson-Merton.*

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis kemampuan *market timing* dan *stock selection ability* manajer investasi setiap reksadana saham syariah selama satu tahun. Penelitian ini merupakan penelitian yang bersifat kuantitatif dengan dua hipotesis diantaranya; Terjadi konsistensi *market timing ability* yang baik dari para manajer investasi dan Terjadi konsistensi *stock selection ability* yang baik dari para manajer investasi. Variabel yang digunakan pada penelitian ini diantaranya variabel dependen yaitu kinerja reksadana dan variable independen diantaranya *stock selection skill* dan *market timing ability*. Dalam penelitian ini menggunakan model pengukuran reksadana dengan model Treynor- Marzuy dan Henriksson-Merton. Penelitian ini membutuhkan data Nilai Aktiva Bersih (NAB), *Risk Free Rate* dan Indeks Harga Saham Gabungan. Hasil pengukuran menggunakan metode Treynor dan Mazuy menyatakan hanya satu yang

memiliki kemampuan *market timing* tetapi tidak memiliki kemampuan *selectivity* yaitu reksadana Sucorinvest Sharia Equity Fund, sedangkan pengukuran dengan menggunakan metode Henriksson-Merton menyatakan hanya satu yang memiliki kemampuan *market timing* dan *selectivity* yaitu reksadana saham syariah Sucorinvest Sharia Equity Fund.

Kata Kunci: Market Timing Ability; Stock Selection Ability; Treynor-Mazuy dan Henriksson-Merton.

1. PENDAHULUAN

Dalam hal ini kegiatan investasi bagi perusahaan sangatlah berperan, terutama perusahaan harus mampu melaksanakan ketiga kegiatan yang memiliki kontribusi bagi kehidupan perusahaan. Diantaranya, operasional, investasi dan pendanaan, sehingga ketiga hal tersebut harus saling berkesinambungan sesuai dengan kebutuhan perusahaan. Salah satu yang saat ini diminati oleh masyarakat adalah melakukan investasi pada aset dan turunan aset pada jenis syariah. Sehingga banyak perusahaan khususnya manajer investasi di suatu perusahaan mengandalkan investasi pada aset syariah. Salah satu bentuk investasi yang memiliki risiko yang kecenderungannya relatif kecil adalah dalam reksadana syariah.

Dalam Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995 reksadana didefinisikan sebagai wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi. Pasar modal syariah merupakan bagian dari industri pasar modal Indonesia. Secara umum, kegiatan pasar modal syariah sejalan dengan pasar modal pada umumnya. Namun demikian, terdapat beberapa karakteristik khusus pasar modal syariah yaitu bahwa produk dan mekanisme transaksi tidak boleh bertentangan dengan prinsip syariah di pasar modal (Otoritas Jasa Keuangan, 2015).

Manajer investasi memiliki kemampuan dalam memilih saham-saham yang akan diperjualbelikan meskipun kecil dan tidak substansial (Ahmad dan Samajpati, 2010). Kemampuan dalam menentukan saham dinyatakan lebih baik ketika data yang digunakan dalam sebuah analisis adalah data harian. Saat manajer investasi memiliki kemampuan dalam memilih saham yang baik dan mengalami kenaikan harga di waktu yang akan datang dapat membantu investor mendapatkan *returns* yang optimal. Namun seorang peneliti lainnya mengemukakan bahwa dari hasil penelitian semua reksadana yang diuji, manajer investasi tidak memiliki kemampuan dalam memilih saham, karena *returns* reksadana saham yang diberikan justru lebih kecil daripada *return* pasar (Waelan, 2008).

Salah satu bentuk pengukuran yang digunakan adalah dengan *market timing ability* yang merupakan kemampuan manajer investasi dalam melakukan penyesuaian portofolio aset agar mampu beradaptasi dalam perubahan atau pergerakan yang akan terjadi pada harga pasar secara umum. Waelan (2008) menunjukkan bahwa walaupun sangat kecil dan tidak signifikan, beberapa manajer investasi dari reksadana yang diteliti memiliki kemampuan *market timing*. Secara aktif dalam melakukan perubahan komposisi aset untuk portofolionya di waktu yang tepat *Market timing* dapat

dijelaskan oleh manajer investasi yang mengelola portofolio reksadana (Manurung, 2007).

Berdasarkan latar belakang di atas, penelitian ini menjelaskan mengenai kinerja manajer investasi pada reksadana syariah saham dalam menentukan pemilihan portofolio yang optimal dan mampu beradaptasi pada kondisi pasar yang sering berubah-ubah.

Returns dan Risiko

Menurut Tadelilin (2001), investasi merupakan komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini untuk memperoleh sejumlah keuntungan dimasa yang akan datang. Husnan (2001) mengemukakan bahwa tingkat keuntungan aktual dipengaruhi oleh informasi yang dimiliki oleh para pemodal. Risiko biasanya di nilai dengan nilai standar deviasi. Risiko dihitung didasarkan *systematic risk* dan *unsystematic risk*. *Systematic risk* adalah segala bentuk risiko yang tidak dapat didiversifikasi karena risiko tersebut tidak dapat diprediksi terjadi. *Unsystematic risk* adalah risiko yang bisa diminimalisir dengan adanya diversifikasi, karena secara tidak langsung risiko ini bisa dicegah sebelum terjadi dan bisa dikurangi dampaknya pada saat telah terjadi.

Prinsip Reksadana Syariah

Reksadana adalah salah satu wadah yang dibentuk untuk mengelompokkan beberapa instrumen derivatif yang diharapkan oleh investor. Reksadana syariah merupakan salah satu wadah investasi kolektif yang dikelola oleh Manajer Investasi dengan cara menginvestasikan dana kelolaan ke efek syariah berupa saham syariah, sukuk, atau instrumen syariah lainnya (Otoritas Jasa Keuangan, 2015). Menurut Sivakumar, et.al., (2010), reksadana merupakan suatu jenis instrumen khusus yang mengumpulkan dana-dana dari investor yang berminat untuk memaksimalkan tingkat pengembalian investasi mereka. Reksadana syariah dinyatakan berbeda dengan reksadana konvensional, dimana dalam segi operasional pemilihan saham atau aset lainnya untuk portofolio tidak diperbolehkan memilih saham yang memiliki aktivitas haram, seperti riba', minuman keras, judi, daging babi dan rokok.

Jenis-jenis Reksadana

Jenis-jenis reksadana syariah di Indonesia menurut Otoritas Jasa Keuangan (2015) adalah sebagai berikut:

Reksa Money Market Fund (Dana Syariah Pasar Uang)

Reksadana yang memiliki pendapatan tetap yang diterbitkan dengan jangka waktu tidak lebih dari 1 (satu) tahun dan/atau sisa jatuh temponya tidak lebih dari 1 (satu) tahun melakukan investasi pada instrumen pasar uang syariah dalam negeri dan/atau efek syariah.

Reksa Fixed Income Fund (Dana Syariah Pendapatan Tetap)

Reksadana yang paling sedikit 80% dari Nilai Aktiva Bersih melakukan investasi dalam bentuk efek berpendapatan tetap secara syariah. Reksadana ini, dibandingkan dengan reksadana pasar uang memiliki tingkat risiko yang lebih tinggi.

Reksadana Saham Syariah

Reksadana yang melakukan investasi paling sedikit 80% dari Nilai Aktiva Bersih dalam bentuk efek syariah bersifat ekuitas. Kedua reksadana sebelumnya

memiliki risiko yang lebih rendah bila dibandingkan dengan Reksadana saham syariah. Tingkat fluktuasi menjadi alasan dari tingkat tingginya risiko pada reksadana syariah saham.

Reksadana Campuran Syariah

Efek syariah berpendapatan tetap, dan/atau instrumen pasar uang dalam negeri yang masing-masing tidak melebihi 79% dari Nilai Aktiva Bersih Reksadana yang melakukan investasi pada efek syariah bersifat ekuitas, dimana dalam portofolio reksadana tersebut wajib terdapat efek syariah bersifat efek syariah berpendapatan tetap dan ekuitas.

Reksadana Terproteksi Syariah

Reksadana yang melakukan investasi paling banyak 30% dari NAB dalam bentuk saham syariah dan/atau sukuk yang diperdagangkan di Bursa Efek luar negeri dan paling sedikit 70% dari NAB dalam bentuk efek syariah berpendapatan tetap.

Reksadana Indeks Syariah

Reksadana yang melakukan investasi paling sedikit 80% dari NAB dalam efek syariah yang merupakan bagian dari suatu indeks syariah yang menjadi acuannya. Investasi pada syariah tersebut paling sedikit seluruh efek syariah yang ada dalam indeks diambil 80% nya saja.

Nilai Aktiva Bersih (NAB)

Nilai Aktiva Bersih (NAB) merupakan nilai pasar wajar dalam suatu efek dan kekayaan lain dari reksadana yang kemudian dikurangi dengan kewajiban (hutang). NAB merupakan alat yang digunakan untuk mengukur hasil dari suatu portofolio reksadana.

Market Timing dan Stock Selection Ability

Metode yang dikembangkan oleh Treynor- Mazuy dan Henriksson-Merton digunakan untuk mengukur kemampuan *market timing* dan *selectivity* dari manajer investasi digunakan Treynor - Mazuy merumuskan formula pengukuran *market timing* dan *selectivity* adalah sebagai berikut (Chu dan McKenzie, 2008):

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha + \beta_1 (R_{Mt} - R_{ft}) + \beta_2 (R_{Mt} - R_{ft})^2 + \epsilon_t$$

Keterangan:

R_{pt} = *average returns* reksadana saham

R_{ft} = *average returns* bebas risiko

R_{Mt} = *average returns* pasar

α = parameter pengukuran kemampuan *selectivity* manajer investasi

β_1 = slope pada waktu pasar turun (bearish)

β_2 = parameter pengukuran kemampuan *market timing* manajer investasi

ϵ_t = *error*

Market timing mengindikasikan strategi yang dipergunakan manajer investasi memindahkan bobot modal dalam suatu aset yang memberikan *returns* investasi yang lebih tinggi dari perubahan yang dilakukan untuk manajemen portofolio. Dalam metode ini membedakan antara *upmarket* dan *downmarket* dengan memasukkan variabel *dummy*. Henriksson-Merton merumuskan pengukuran *market timing* dan *selectivity* adalah sebagai berikut (Chu dan McKenzie, 2008):

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha + \beta_1 (R_{Mt} - R_{ft}) + \beta_2 (R_{Mt} - R_{ft}) D_t + \varepsilon_t$$

Keterangan:

R_{pt} = *average returns* reksadana saham

R_{ft} = *average returns* bebas risiko

R_{Mt} = *average returns* pasar

α = parameter pengukuran kemampuan *selectivity* manajer investasi

β_1 = *slopes* pada waktu pasar turun (bearish)

β_2 = parameter pengukuran kemampuan *market timing* manajer investasi

D_t = *variable dummy*

ε_t = *error*

Ketika kondisi pasar *downmarket*, D_t merupakan *variable dummy* yang bernilai 0 ketika pasar dalam kondisi *upmarket* dan bernilai -1. Kemampuan *selectivity* manajer investasi dalam metode ini diukur dengan nilai parameter α yang positif dan signifikan serta kemampuan *market timing* manajer investasi dalam metode ini diukur dengan nilai parameter β_2 yang positif dan bernilai signifikan.

Penelitian Sebelumnya

Prasastini (2009) menganalisis manajer investasi tidak memiliki kemampuan *market timing* dan *stock selection*, serta kinerja reksadana saham di Indonesia periode 2003-2007. Hasil penelitian menunjukkan 85 persen reksadana saham di Indonesia memberikan *returns* di atas *return* pasar dan *risk free investment*. Kemampuan *selectivity* dan *market timing* reksadana di Hong Kong yang diungkapkan oleh Chu dan McKenzie (2008). Terdapat kemampuan *market timing* dan *stock selection* dari manajer investasi Hasil penelitian dengan menggunakan metode Treynor- Mazuy dan Henriksson-Merton menunjukkan. Immanuel (2010) menganalisis antara periode periode 2006 – 2010 melakukan pengukuran kinerja, *market timing*, dan *selectivity* reksadana saham di Indonesia.

Hipotesis Penelitian

Hipotesis 1

Cuthbertson et., al. (2010) menunjukkan bahwa hanya terdapat 1% reksa dana yang memiliki kemampuan *market timing* secara meyakinkan pada level signifikan 5%, sedangkan Frensidy dan Assan (2009) dan Prasastini (2009) menunjukkan bahwa manajer investasi dalam mengelola reksa dana tidak memiliki kemampuan *market timing*. Konsistensi kemampuan *market timing* yang dimiliki oleh manajer investasi dalam pengelolaan investasinya perlu diertimbangan dan diperhatikan bagi seorang investor terkait kemampuan *market timing*. Berdasarkan indikasi di atas, dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H1: Terjadi konsistensi *market timing ability* yang baik dari para manajer investasi.

Hipotesis 2

Penelitian yang telah dilakukan oleh Immanuel (2010) menunjukkan bahwa hanya terdapat satu dari enam belas reksa dana yang diteliti yang memiliki kemampuan *stock selection*, sedangkan Duguleana et al., (2010), Frensidy dan Assan (2009) dan Prasastini (2009) menunjukkan bahwa manajer investasi dalam mengelola reksa dana tidak memiliki kemampuan *stock selection*. Untuk

meyakinkan investor bahwa manajer investasi yang akan mengelola reksadana mengetahui bagaimana memilih sekuritas yang terbaik bagi calon investor perlu pertimbangan lain yang diperhatikan bagi seorang investor terkait kemampuan *stock selection* yaitu konsistensi kemampuan *stock selection* yang dimiliki oleh manajer investasi dalam pengelolaan investasinya. Berdasarkan indikasi di atas, dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:
H2: Terjadi konsistensi *stock selection ability* yang baik dari para manajer investasi.

2. METODE PENELITIAN

Pengukuran Treynor– Mazuy dan pengukuran Henriksson – Merton digunakan untuk menganalisis apakah manajer investasi memiliki kemampuan *market timing* atau tidak dengan koefisien (β_2). Untuk menentukan apakah nilai β_2 signifikan dilakukan dengan t-test dengan tingkat signifikansi 5% dan 10%. Manajer investasi dinilai mempunyai kemampuan *market timing* jika *coefficient* (β_2) bernilai positif dan signifikan.

Dalam menganalisis apakah manajer investasi memiliki kemampuan *stock selection* atau tidak, intercept (α) harus ditentukan dengan pengukuran Treynor – Mazuy dan pengukuran Henriksson – Merton. Untuk menentukan apakah nilai α signifikan dengan t-test dengan tingkat signifikansi 5% dan 10%. Manajer investasi dinilai memiliki kemampuan *stock selection* yang baik jika nilai *intercept* positif dan signifikan.

Hipotesis 1 terbukti apabila masing-masing reksadana menunjukkan β_2 yang positif dan signifikan. Hipotesis 2 terbukti apabila masing- masing reksadana untuk setiap tahun menunjukkan α yang positif dan signifikan.

Variabel Penelitian

Menurut Sugiyono (2008) variabel penelitian adalah suatu atribut atau sifat atau nilai dari orang, obyek atau kegiatan yang mempunyai variasi tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan ditarik kesimpulannya. Dalam penelitian ini terdapat dua jenis variabel yaitu variabel independen (bebas) dan variabel dependen (terikat) diantaranya:

Variabel Dependen: Kinerja Reksadana

Variabel Independen: *Stock Selection Skill* dan *Market Timing Ability*

Reksadana yang baru berdiri di antara periode penelitian atau dibubarkan sebelum periode penelitian berakhir dikeluarkan dari sampel penelitian. Berikut adalah reksadana syariah saham yang terpilih sebagai sampel penelitian sebanyak 24 reksadana syariah saham, antara lain:

Tabel 1: Data Reksadana Syariah Saham

No	Reksadana	Manajer Investasi	Tanggal Efektif	Jenis
1	TRIM Syariah Saham	PT. Trimegah Asset Management	26-12-2006	Saham
2	Batavia Dana Saham Syariah	PT. Batavia Prosperindo Aset Manajemen	16-07-2007	Saham
3	PNM Ekuitas Syariah	PT. PNM Investment Management	26-07-2007	Saham

4	CIMB Principal Islamic Equity Growth Syariah	PT. CIMB Principal Asset Management	06-08-2007	Saham
5	Mandiri Investa Atraktif Syariah	PT. Mandiri Manajemen Investasi	19-12-2007	Saham
6	Cipta Syariah Equity	PT. Ciptadana Asset Management	16-04-2008	Saham
7	Manulife Syariah Sektoral Amanah	PT. Manulife Aset Manajemen Indonesia	16-01-2009	Saham
8	Panin Dana Syariah Saham	PT. Panin Asset Management	20-06-2012	Saham
9	MNC Dana Syariah Ekuitas	PT. MNC Asset Management	13-12-2012	Saham
10	SAM Sharia Equity Fund	PT Samuel Aset Manajemen	25-12-2012	Saham
11	Lautandhana Saham Syariah	PT. Lautandhana Investment Management	27-12-2012	Saham
12	Mandiri Investa Ekuitas Syariah	PT. Mandiri Manajemen Investasi	05-06-2013	Saham
13	OSO Syariah Equity Fund	PT. OSO Manajemen Investasi	29-08-2013	Saham
14	Avrist Equity Amar Syariah	PT. Avrist Asset Management	30-09-2013	Saham
15	Sucorinvest Sharia Equity Fund	PT. Sucorinvest Asset Management	22-10-2013	Saham
16	Danareksa Syariah Saham	PT. Danareksa Investment Management	23-06-2014	Saham
17	HPAM Syariah Ekuitas	PT. Henan Putihrai Asset Management	25-06-2014	Saham
18	Simas Syariah Berkembang	PT. Sinarmas Asset Management	22-07-2014	Saham
19	Simas Syariah Unggulan	PT. Sinarmas Asset Management	22-07-2014	Saham
20	Pratama Syariah	PT. Pratama Capital Asset Management	24-10-2014	Saham
21	Bahana Icon Syariah	PT. Bahana TCW Investment Management	10-11-2014	Saham
22	Pacific Saham Syariah	PT. Pacific Capital Investment	03-12-2014	Saham
23	Sucorinvest Syariah Saham Dinamis	PT. Sucorinvest Asset Management	12-05-2015	Saham
24	Maybank Syariah Equity Fund	PT. Maybank GMT Asset Management	11-08-2015	Saham

Sumber : e-monitoring OJK (2016)**3. HASIL DAN PEMBAHASAN**

Pengukuran dengan menggunakan nilai α dan nilai β_2 mengindikasikan bahwa reksa dana syariah memiliki kemampuan *market timing* dan *stock selection ability*. Berikut hasil olah dengan metode Treynor-Mazuy dan Henriksson-Merton seperti dibawah ini:

Tabel 2: hasil olah dengan metode Treynor-Mazuy

NO	Nama Reksadana saham	Manajer investasi	Output regresi	Treynor – mazuy		
				α	β_1	β_2
1	PNM Ekuitas Syariah	PT. PNM Investment Management	coef	0	0.623	0.426
			t-stat	0.227	8.718	0.104
			prob	0.821	0	0.917
2	Batavia Dana Saham Syariah	PT. Batavia Prosperindo Aset Manajemen	coef	-6.78-05	0.615	2.62
			t-stat	-0.095	8.451	0.628
			prob	0.924	0	0.531
3	CIMB Principal Islamic Equity Growth Syariah	PT. CIMB Principal Asset Management	coef	-1.19-05	0.561	0.381
			t-stat	-0.019	8.733	0.103
			prob	0.985	0	0.918
4	Mandiri Investa Atraktif Syariah	PT. Mandiri Manajemen Investasi	coef	2.36E-05	0.602	1.056
			t-stat	0.034	8.532	0.261
			prob	0.973	0	0.794
5	Cipta Syariah Equity	PT. Ciptadana Asset Management	coef	0	0.579	3.184
			t-stat	-0.291	9.126	0.874
			prob	0.771	0	0.383
6	Manulife Syariah Sektoral Amanah	PT. Manulife Aset Manajemen Indonesia	coef	0	0.558	-1.291*
			t-stat	0.469	8.295	-0.335
			prob	0.64	0	0.738
7	Panin Dana Syariah Saham	PT. Panin Asset Management	coef	0	0.476	-1.615
			t-stat	0.406	7.507	-0.444
			prob	0.685	0	0.657
8	MNC Dana Syariah Ekuitas	PT. MNC Asset Management	coef	0	0.553	4.145
			t-stat	-0.245	8.897	1.161
			prob	0.807	0	0.247
9	SAM Sharia Equity Fund	PT Samuel Aset Manajemen	coef	0	0.779	2.848
			t-stat	-0.162	7.944	0.506
			prob	0.872	0	0.613
10	Lautandhana Saham Syariah	PT. Lautandhana Investment Management	coef	0	0.678	1.689
			t-stat	-0.255	10.66	0.463
			prob	0.799	0	0.644

11	Mandiri Investa Ekuitas Syariah	PT. Mandiri Manajemen Investasi	coef	1.38E-05	0.609	0.925
			t-stat	0.02	8.481	0.225
			prob	0.984	0	0.823
12	OSO Syariah Equity Fund	PT. OSO Manajemen Investasi	coef	0	0.518	2.442
			t-stat	-0.31	4.487	0.368
			prob	0.757	0	0.713
13	Avrist Equity Amar Syariah	PT. Avrist Asset Management	coef	0	0.488	-9.344
			t-stat	0.412	5.856	-1.952
			prob	0.681	0	0.052
14	Sucorinvest Sharia Equity Fund	PT. Sucorinvest Asset Management	coef	0.001	0.457	3.649
			t-stat	2.171	7.03	-0.978
			prob	0.031	0	0.329
15	Danareksa Syariah Saham	PT. Danareksa Investment Management	coef	0.07	4.291	-69.132
			t-stat	1.189	0.717	-0.201
			prob	0.236	0.474	0.841
16	HPAM Syariah Ekuitas	PT. Henan Putihrai Asset Management	coef	0.031	4.674	8.663
			t-stat	0.744	1.113	0.036
			prob	0.458	0.267	0.971
17	Simas Syariah Berkembang	PT. Sinarmas Asset Management	coef	0.043	1.522	-
			t-stat	1.028	0.355	128.063
			prob	0.305	0.723	0.603
18	Simas Syariah Unggulan	PT. Sinarmas Asset Management	coef	0.001	0.428	-5.965
			t-stat	0.836	4.925	-1.197
			prob	0.404	0	0.232
19	Pratama Syariah	PT. Pratama Capital Asset Management	coef	0.037	3.782	-72.898
			t-stat	0.894	0.89	-0.299
			prob	0.372	0.374	0.765
20	Sucorinvest Syariah Saham Dinamis	PT. Sucorinvest Asset Management	coef	0.001	0.496	-0.996
			t-stat	0.612	5.547	-0.194
			prob	0.541	0	0.846
21	Maybank Syariah Equity Fund	PT. Maybank GMT Asset Management	coef	-3.41E-05	0.584	1.922
			t-stat	-0.05	8.333	0.478
			prob	0.96	0	0.633
22	Sucorinvest Syariah Saham Dinamis	PT. Sucorinvest Asset Management	coef	0	0.198	-0.707
			t-stat	0.813	3.288	-0.205
			prob	0.417	0.001	0.838
23	Pacific Saham Syariah	PT. Pacific Capital Investment	coef	0	-0.552	0.582
			t-stat	0.256	3.17	0.002
			prob	-3.279	-0.708	0.48
24	Bahana Icon	PT. Bahana	coef	4.98E-	0.542	0.655

Syariah	TCW	05			
	Investment	t-stat	0.073	7.82	0.165
	Management	prob	0.942	0	0.869

Terkait dengan metode Treynor-Mazuy mengukur kemampuan *selectivity* dengan menggunakan α yang positif dan signifikan. Hanya tiga reksadana syariah yang memiliki nilai koefisiensi negatif yaitu Batavia Dana Saham Syariah, CIMB Principal Islamic Equity Growth Syariah dan Maybank Syariah Equity Fund. Selian ketiga reksadana tersebut memiliki nilai koefisien α yang positif. Namun diantara 21 reksadana saham syariah tersebut tidak ada yang signifikan sehingga keseluruhan reksa dana dengan metode Treynor-Mazuy tidak memiliki kemampuan *selectivity*.

Tabel 3: Hasil Olah dengan metode Henriksson-Merton

NO	Nama Reksadana saham	Manajer investasi	Output regresi	Henriksson - Merton		
				A	β_1	B ₂
1	PNM Ekuitas Syariah	PT. PNM Investment Management	coef	0	0.666	0.087
			t-stat	-0.108	5.386	0.429
			prob	0.914	0	0.668
2	Batavia Dana Saham Syariah	PT. Batavia Prosperindo Aset Manajemen	coef	0	0.723	0.221
			t-stat	-0.644	5.749	1.067
			prob	0.52	0	0.287
3	CIMB Principal Islamic Equity Growth Syariah	PT. CIMB Principal Asset Management	coef	0	0.602	0.082
			t-stat	-0.309	5.41	0.448
			prob	0.758	0	0.655
4	Mandiri Investa Atraktif Syariah	PT. Mandiri Manajemen Investasi	coef	0	-0.396	0.692
			t-stat	0.67	5.495	0
			prob	0.14	0.694	0.488
5	Cipta Syariah Equity	PT. Ciptadana Asset Management	coef	0	0.675	0.197
			t-stat	-0.724	6.149	1.088
			prob	0.47	0	0.278
6	Manulife Syariah Sektoral Amanah	PT. Manulife Aset Manajemen Indonesia	coef	-4.3906	0.59	0.064
			t-stat	-0.005	5.071	0.334
			prob	0.996	0	0.738

7	Panin Dana Syariah Saham	PT. Panin Asset Management	coef	0	0.461	-0.031
			t-stat	0.28	4.205	-0.169
			prob	0.78	0	0.866
8	MNC Dana Syariah Ekuitas	PT. MNC Asset Management	coef	0	0.671	0.243
			t-stat	-0.798	6.243	1.369
			prob	0.426	0	0.172
9	SAM Sharia Equity Fund	PT Samuel Aset Manajemen	coef	0	0.747	-0.062
			t-stat	0.213	4.397	-0.222
			prob	0.831	0	0.824
10	Lautandhana Saham Syariah	PT. Lautandhana Investment Management	coef	6.48E-05	0.663	-0.028
			t-stat	0.079	6.02	-0.156
			prob	0.937	0	0.877
11	Mandiri Investa Ekuitas Syariah	PT. Mandiri Manajemen Investasi	coef	0	0.678	0.14
			t-stat	-0.411	5.457	0.682
			prob	0.681	0	0.496
12	OSO Syariah Equity Fund	PT. OSO Manajemen Investasi	coef	0	0.562	0.091
			t-stat	-0.312	2.81	0.275
			prob	0.756	0.005	0.783
13	Avrist Equity Amar Syariah	PT. Avrist Asset Management	coef	0.001	0.36	-0.27
			t-stat	0.478	2.481	-1.126
			prob	0.633	0.014	0.261
14	Sucorinvest Sharia Equity Fund	PT. Sucorinvest Asset Management	coef	0.002	0.388	0.143
			t-stat	1.876	3.448	-0.768
			prob	0.062	0.001	0.443
15	Danareksa Syariah Saham	PT. Danareksa Investment Management	coef	0.076	2.62	-3.452
			t-stat	0.981	0.253	-0.202
			prob	0.328	0.801	0.84
16	HPAM Syariah Ekuitas	PT. Henan Putihrai Asset	coef	0.018	6.671	4.044
			t-stat	0.328	0.918	0.337

		Management	prob	0.743	0.36	0.736
17	Simas Syariah Berkembang	PT. Sinarmas Asset Management	coef	0.067	-3.355	-9.993
			t-stat	1.204	-0.453	-0.818
			prob	0.23	0.651	0.414
18	Simas Syariah Unggulan	PT. Sinarmas Asset Management	coef	0.001	0.366	-0.132
			t-stat	0.615	2.427	-0.529
			prob	0.539	0.016	0.597
19	Pratama Syariah	PT. Pratama Capital Asset Management	coef	0.041	2.418	-2.834
			t-stat	0.747	0.329	-0.234
			prob	0.456	0.743	0.816
20	Sucorinvest Syariah Saham Dinamis	PT. Sucorinvest Asset Management	coef	0.001	0.481	-0.031
			t-stat	0.487	3.109	-0.121
			prob	0.627	0.002	0.903
21	Maybank Syariah Equity Fund	PT. Maybank GMT Asset Management	coef	0	0.686	0.207
			t-stat	-0.638	5.66	1.036
			prob	0.524	0	0.301
22	Sucorinvest Syariah Saham Dinamis	PT. Sucorinvest Asset Management	coef	0.001	0.164	-0.068
			t-stat	0.84	1.578	-0.398
			prob	0.402	0.116	0.691
23	Pacific Saham Syariah	PT. Pacific Capital Investment	coef	0	0.119	-0.281
			t-stat	0.239	0.85	-1.222
			prob	0.811	0.396	0.223
24	Bahana Icon Syariah	PT. Bahana TCW Investment Management	coef	0	0.621	0.16
			t-stat	-0.485	5.182	0.811
			prob	0.628	0	0.418

Terkait dengan metode Henriksson-Merton mengukur kemampuan *selectivity* dengan menggunakan α yang positif dan signifikan. Hanya satu reksadana syariah yang memiliki nilai koefisiensi negatif yaitu Manulife Syariah Sektoral Amanah. Pada reksadana syariah lainnya memiliki nilai koefisien α yang positif. Namun diantara 23 reksa dana saham syariah tersebut hanya satu reksa dana syariah yang memiliki nilai positif dan memiliki nilai α kurang dari 5% dan 10% yaitu Sucorinvest Sharia Equity Fund dengan nialia koefisien yaitu

0.002. Reksadana yang memiliki kemampuan *selectivity* adalah reksadana Sucorinvest Sharia Equity Fund.

Hasil yang diperoleh dengan menggunakan model Treynor-Mazuy dan model Henriksson-Merton pada pengukuran kemampuan *market timing* dan *selectivity* reksadana syariah dilihat pada tabel 2 dan tabel 3. Metode Treynor- Mazuy mengungkapkan bahwa reksadana yang memiliki kemampuan *market timing* adalah Sucorinvest Sharia Equity Fund. Namun dengan metode ini dinyatakan tidak ada reksadana yang memiliki kemampuan *selectivity* dalam pengukuran tersebut.

Selain itu, dengan menggunakan model Henriksson-Merton pada pengukuran kemampuan *market timing* dan *selectivity* pada reksadana syariah dilihat dari table 2 dan 3 mengungkapkan bahwa reksadana yang memiliki kemampuan *market timing* dan *selectivity* adalah reksadana Sucorinvest Sharia Equity Fund.

Hal ini menunjukkan kemampuan *market timing* yang dimiliki oleh manajer investasi dalam pengelolaan investasinya perlu diertimbangan dan diperhatikan bagi seorang investor terkait kemampuan *market timing*. Hal tersebut berguna untuk meyakinkan investor bahwa untuk mengubah komposisi portofolio yang lebih rendah volatilitasnya jika pasar menurun, manajer investasi harus mampu mengelola reksadana dengan mengetahui waktu yang tepat.

Selain itu pada pengukuran kemampuan *selectivity* digunakan untuk meyakinkan investor bahwa manajer investasi yang akan mengelola reksadana mengetahui bagaimana memilih sekuritas yang terbaik bagi calon investor perlu pertimbangan lain yang diperhatikan bagi seorang investor terkait kemampuan *stock selection* yaitu konsistensi kemampuan *stock selection* yang dimiliki oleh manajer investasi dalam pengelolaan investasinya. Seluruh pengukuran ini sesuai dengan perumusan yang dikemukakan oleh Chu dan McKenzie (2008).

4. PENUTUP

Simpulan

Simpulan pada penelitian ini diantaranya; pengukuran dengan menggunakan metode Treynor dan Mazuy menyatakan hanya satu yang memiliki kemampuan *market timing* tetapi tidak memiliki kemampuan *selectivity* yaitu reksadana Sucorinvest Sharia Equity Fund sedangkan, pengukuran dengan menggunakan metode Henriksson-Merton menyatakan hanya satu yang memiliki kemampuan *market timing* dan *selectivity* yaitu reksadana saham syariah Sucorinvest Sharia Equity Fund. Pengukuran ini dilakukan untuk mengetahui kedua kemampuan ini untuk memberikan penilaian yang digunakan oleh investor pada pengukuran kinerja reksadana saham syariah, sehingga investor memiliki acuan untuk melakukan investadi dengan produk reksadana saham syariah yang memiliki kualitas pada setiap kemampuan reksadana pada saham syariah berbeda-beda. Sehingga sebaiknya penelitian ini, menggunakan jangka waktu yang relatif lebih lama yang mencakup kondisi *upmarket* dan *downmarket* pada tahun-tahun yang berbeda.

5. DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad, M. dan Samajpati, U. 2010. "Evaluation of Stock Selection Skills and Market Timing Abilities of Indian Mutual Fund Managers". *Management Insight*. Vol. 6, No. 2.
- Chu, P.K.K. dan McKenzie, M. 2008. "A Study on Stock-selection and Market- timing Performance: Evidence from Hong Kong Mandatory Provident Fund". *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, Vol. 11.
- Cuthbertson, K., Nitzsche, D., dan O'Sullivan, N. (2010). "The Market Timing Ability of UK Mutual Funds". *Journal of Business Finance and Accounting*, 37.
- Duguleană, L., Dumitrache, I., Grimm, A., dan Fischer, S. (2009). "Evaluating the Selection and Timing Abilities of A Mutual Fund". *Bulletin of the Transilvania University of Brasov*, 2.
- Frensidy, B., dan Assan, I. (2009). "The Performance and the Ranking of Equity Fund in Indonesia for the Period 2007-2009 Using Risk-Adjusted Returns, Stock Selection, and Market Timing Capabilities". *International Journal of Business Research*, 10.
- Husnan, Suad. 2001. Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisa Sekuritas. Edisi ke II, Penerbit UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Immanuel, U. 2010. Analisis Pengukuran Kinerja, Market Timing dan Selectivity Reksa Dana Saham di Indonesia Periode 2006-2010. Tesis Program Magister Manajemen. Universitas Gadjah Mada.
- Manurung. 2007. Panduan Lengkap Reksa Dana Investasiku. Jakarta: Kompas, Media Nusantara.
- Otoritas Jasa Keuangan. 2015. Pasar Modal Syariah: <https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/tentang-syariah/pages/pasar-modal-syariah.aspx>. Diakses Pada 30 September 2018.
- Prasastini, P. 2009. Analisis Kinerja, *Market Timing* dan *Stock Selection* Reksa Dana Saham di Indonesia Periode 2003-2007. Tesis Program Magister Manajemen. Universitas Gadjah Mada.
- Sivakumar, K.P., RajaMohan, S., Sezhiyan, D.M., & Narsimhulu, S. (2010). "Performance Evaluation of Mutual Fund Industry in India". *The Indian Journal of Management*, vol. 3.
- Sugiyono, Dr. 2008. Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R & D. Cetakan Keempat. Alfabeta: Bandung.
- Tandelilin, E. 2001. Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio Edisi Pertama. Yogyakarta: BPFY Yogyakarta.
- Waelan (2008). Kemampuan Memilih Saham dan Market Timing Manajer Investasi Reksadana Saham di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, Vol 1, No. 2.