



<http://jurnal.usahid.ac.id/index.php/accounting>

Kinerja Reksadana Saham di Situs Bareksa

Nicodemus Simu¹

Abstrak

Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh fund cash flow, fund size, expense ratio, dan turnover ratio terhadap kinerja reksadana. Kinerja reksadana diproksikan dengan nilai indeks Sharpe. Metode pemilihan sampel adalah metode purposive sampling, yang memperoleh tiga puluh perusahaan reksadana saham yang terdaftar di situs Bareksa. Data berdasarkan laporan keuangan tahunan reksadana saham 2016-2017. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi data panel. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa hanya fund cash flow yang berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja reksadana. Adapun pengaruh tiga variabel lainnya, yaitu fund size, expense ratio dan turnover ratio terhadap kinerja reksadana tidak dapat dikonfirmasi.

Kata kunci : fund cash flow, fund size, expense ratio, turnover ratio, sharpe ratio.

Abstract

The purpose of this study was to analyze the effect of fund cash flow, fund size, expense ratio, and turnover ratio on mutual fund performance. Mutual fund performance is proxied by the Sharpe index value. The sample selection method is a purposive sampling method, which gets thirty equity mutual fund companies listed on the Bareksa website. Data is based on the 2016-2017 annual mutual fund financial statements. The analysis technique used is panel data regression. The results of the study concluded that only cash flow funds had a significant positive effect on mutual fund performance. While the effect of three other variables, namely fund size, expense ratio and turnover ratio on mutual fund performance cannot be confirmed.

Keywords: fund cash flow, fund size, expense ratio, turnover ratio, sharpe ratio.

¹Perbanas Institute
nicosimu@perbanas.id

PENDAHULUAN

Investasi menjadi salah satu alternatif yang dapat dilakukan masyarakat dalam mengantisipasi kondisi masa depan yang penuh dengan ketidakpastian. Bentuk investasi dapat dilakukan baik pada sektor riil maupun pada produk keuangan. Sebagaimana umumnya investasi, risiko dan *expected return* merupakan dua hal yang patut mendapatkan perhatian. Sebagai investor pemula di investasi keuangan, sebagian masyarakat belum memahami tingkat keuntungan dan risiko investasi yang dibeli atau dijual. Reksadana merupakan salah satu alternatif investasi yang diharapkan mampu mengatasi masalah yang dihadapi investor tersebut. Kaur & Kaushik (2015) menyatakan bahwa reksadana merupakan salah satu alternatif investasi yang menguntungkan di negara berkembang.

Ketika akan melakukan investasi pada instrumen keuangan, kewajiban investor adalah mengetahui faktor-faktor yang dapat mempengaruhi kinerja suatu instrumen. Evaluasi atas kinerja investasi adalah langkah terpenting dalam tahap analisis, terutama jika dikaitkan dengan pengelolaan portofolio investasi. Tindakan ini dilakukan agar portofolio investasi yang dibentuk dapat memberikan pengembalian yang memadai, sesuai dengan tingkat risikonya. Demikian pula halnya dengan investasi pada reksadana. Tujuan berinvestasi pada reksadana adalah mendapatkan hasil investasi atau *return* yang tinggi. Dalam pencapaian tujuan tersebut, reksadana tidak terlepas dari pengaruh kinerja dalam pelaksanaan kegiatannya untuk mencapai *return* yang tinggi. *Return* reksadana umumnya diterjemahkan dari besaran nilai aktiva bersih (NAB) dari reksadana tersebut (Agung & Wiraseda, 2014).

Hasil penilaian kinerja akan menentukan optimalisasi pembentukan suatu portofolio reksadana dari berbagai instrumen investasi. Investasi portofolio akan melibatkan kombinasi berbagai aset keuangan (biasanya saham dan obligasi) dengan jangka waktu lebih dari satu tahun (Keown et al, 2014). Investasi portofolio ditujukan untuk meminimalkan risiko melalui diversifikasi. Tahapan investasi umumnya terdiri dari tahap konstruksi portofolio dan tahap evaluasi portofolio (Manurung, 2012). Di sisi lain, kinerja reksadana juga menunjukkan kemampuan manajer investasi sebagai pengelolanya. Tingkat kemampuan manajer investasi akan berdampak secara langsung terhadap jumlah dana kelolaan.

Evaluasi kinerja reksana dan faktor-faktor yang mempengaruhinya merupakan topik yang menarik. Banyak penelitian berusaha mengevaluasi kinerja reksadana dengan menggunakan berbagai teknik pengukuran kinerja dan penyesuaian risiko (Chen et al, 2013). Dari berbagai penelitian tersebut, terdapat tiga faktor utama yang dapat mempengaruhi kinerja reksadana. Faktor pertama adalah faktor eksternal, yaitu faktor terkait kebijakan pemerintah dalam bidang moneter, yang berdampak langsung terhadap tingkat pengembalian instrumen yang terdapat di dalam portofolio reksadana. Faktor kedua adalah faktor internal, yaitu terkait dengan pengelolaan reksadana. Kesalahan dalam mengelola dan mengalokasikan akan sangat berpengaruh terhadap kinerja reksadana yang bersangkutan. Faktor ketiga adalah *market timing*, yaitu pembelian instrumen investasi merupakan salah satu faktor penting dalam peningkatan kinerja reksadana.

Penelitian ini menitikberatkan pada pembahasan pengaruh faktor internal terhadap kinerja reksadana. Variabel yang dipilih sebagai prediktor perubahan kinerja reksadana adalah *fund cash flow*, *fund size*, *expense ratio*, dan *turnover ratio*. Di sisi lain, tingkat pengembalian kinerja reksadana diukur dengan menggunakan perhitungan *Sharpe Ratio*. Pengukuran kinerja reksadana dengan *Sharpe Ratio* didasarkan pada *excess return*, yang

merupakan selisih antara kinerja reksadana dibandingkan dengan tingkat pengembalian instrumen investasi bebas risiko (Babar et al, 2013; Aprillia et al, 2018).

TINJAUAN PUSTAKA

Reksadana merupakan instrumen investasi yang menawarkan investasi menggunakan platform diversifikasi. Terdapat beberapa nilai positif reksadana dibandingkan dengan instrumen investasi lain di pasar modal. Reksadana adalah salah satu mekanisme terpenting untuk melakukan investasi tidak langsung di pasar keuangan, yang menyediakan kondisi yang lebih baik dalam hal risiko dan pengembalian, terutama bagi investor pemula (Abbasi & Dadashinasab, 2012).

Reksadana merupakan portofolio investasi kombinasi dari berbagai macam aset. Reksadana juga ditawarkan dengan nilai atau harga yang relatif lebih rendah dibandingkan dengan nilai aset pembentuknya secara individu. Selain itu, reksadana dikelola secara profesional oleh manajer investasi. Hal ini sangat membantu investor pemula, mengingat keterbatasan pengetahuan dan pengalamannya. Bagi investor yang kurang berpengalaman, dan terkendala keterbatasan waktu untuk mengamati dan menganalisis pergerakan harga instrumen investasi, reksadana merupakan alternatif yang layak dipertimbangkan sebagai salah satu aset di dalam portofolio investasinya. Manajemen portofolio umumnya berkaitan dengan pencarian signal informasi yang merupakan dasar bagi pengambilan keputusan (Ang, 2014). Hal ini diperlukan mengingat analisis portofolio berkaitan dengan penentuan sekelompok surat berharga yang paling menguntungkan dengan mengingat karakteristik masing-masing sekuritas (Elton et al, 2014). Oleh karena itu, investor yang diwakili oleh para *fund manager* disyaratkan mampu mengkombinasikan berbagai jenis aset dan proporsinya.

Fund cash flow adalah aliran arus kas bersih atau selisih dari arus kas masuk dan arus kas keluar dana dalam perusahaan reksadana. Pergerakan arus kas bersih akan menunjukkan jumlah dan pertumbuhan dana yang dikelola oleh manajer investasi dan akan mempengaruhi besar beta sebagai proksi dari risiko portofolio, yang selanjutnya berpengaruh terhadap kinerja reksadana. Perusahaan dapat melakukan investasi apabila terdapat arus kas yang positif. Peningkatan jumlah investasi sebagai hasil aliran kas masuk yang tinggi akan meningkatkan hasil investasi. Peningkatan hasil investasi merupakan indikator peningkatan kinerja reksadana. Pergerakan kinerja reksadana pada dasarnya disebabkan persoalan likuiditas. Kinerja reksadana yang meningkat secara langsung akan berdampak pada peningkatan penerimaan kas yang digunakan dalam rangka investasi (Chou & Hardin III, 2014). Selain itu, aliran kas masuk yang positif juga menunjukkan kinerja pengelolaan investasi yang mempengaruhi tingkat risiko dan return reksadana. Gruber (1996), Chou & Hardin III (2014), Bitomo & Muharam (2016) menyatakan terdapat hubungan positif antara *fund cash flow* dengan kinerja reksadana. Berdasarkan temuan tersebut, diajukan hipotesis :

H1 : Semakin tinggi *fund cash flow*, semakin tinggi kinerja reksadana.

Fund size merupakan ukuran besar kecilnya reksadana yang menunjukkan jumlah dana kelolaan dari manajer investasi. Tingginya jumlah dana kelolaan menunjukkan tingginya tingkat kepercayaan investor terhadap manajer investasi. Dengan demikian, jumlah dana kelolaan akan mempengaruhi tingkat kapitalisasi pasar dari reksadana.

Tingginya kepercayaan investor yang ditunjukkan dengan semakin tingginya dana titipan pada manajer investasi seharusnya didukung dengan pemberian alokasi dana yang cukup memadai untuk melakukan riset terhadap pergerakan instrument investasi yang menjadi dasar pembentukan portofolionya. Sama halnya dengan pengaruh *fund cash flow*, pengaruh *fund size* terhadap reksadana umumnya lebih banyak disebabkan oleh persoalan likuiditas. Semakin besar *fund size*, maka kemungkinan mendiversifikasikan aset lebih besar pula. Lebih lanjut, tingginya *fund size* juga akan menurunkan biaya operasi dan seleksi investasi (Chou & Hardin III, 2014). Konsep *economies of scale* juga memegang peran. Dana kelolaan yang besar memungkinkan penyebaran biaya transaksi pada jumlah aset yang besar dan berdampak pada rata-rata biaya transaksi yang lebih rendah, yang diharapkan meningkatkan kinerja reksadana (See & Jusoh, 2012). Dengan demikian, jumlah dana kelolaan yang tinggi akan memberikan kinerja baik pada reksadana. Beberapa penelitian menunjukkan bahwa *fund size* berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja reksadana (Chou & Hardin III, 2014; Agung & Wirasedana, 2014; Ansari & Shah, 2016; Dwiprakasa & Dharmastuti, 2016; Rao et al, 2017). Berdasarkan temuan tersebut diajukan hipotesis :

H2 : Semakin besar *fund size*, semakin tinggi kinerja reksadana.

Expense ratio adalah persentase aset dana yang didanai investor yang digunakan untuk biaya operasional dana tersebut (Chen et al, 2016). *Expense ratio* adalah perbandingan antara biaya operasional per tahun dengan rata-rata nilai aset bersih dalam satu tahun. Fan (2018) berpendapat biaya yang termasuk *expense ratio* antara lain *management fee* dan biaya-biaya operasi lain termasuk berbagai kegiatan administrasi dan *marketing*. Pengenaan biaya-biaya tersebut dilakukan pada saat menghitung nilai aktiva bersih, sehingga nilai aktiva bersih merupakan *return* yang telah dikurangi biaya. Namun semakin besar reksadana, semakin besar pula dana yang harus dikeluarkan untuk mengelolanya, dan semakin besar pula biaya yang menjadi tanggungan investor. Perusahaan yang tidak dapat mengendalikan biaya pengelolaan portofolio investasinya secara efisien akan menanggung jumlah beban biaya yang tinggi. Hal ini dapat menurunkan hasil pengelolaan portofolio investasi dan tergambar pada peningkatan nilai aktiva bersih yang rendah, atau bahkan menurun. Ketidakefisienan penanganan biaya dalam pengelolaan portofolio dapat berimbas penalti oleh investor dalam bentuk *withdrawal* (See & Jusoh, 2012). Dengan demikian, pergerakan *expense ratio* berbanding terbalik dengan dinamika kinerja reksadana (Dwiprakasa & Dharmastuti, 2016; Fan, 2018). Berdasarkan temuan tersebut, diajukan hipotesis :

H3 : Semakin tinggi *expense ratio*, semakin rendah kinerja reksadana.

Turnover ratio merupakan ukuran yang menggambarkan perubahan aset pembentuk portofolio reksadana. *Turnover ratio* merupakan salah satu indikator yang menunjukkan bahwa suatu reksadana tertentu dikelola secara aktif (Chen et al, 2016). *Turnover ratio* dihitung sebagai penjualan minimum atau pembelian sekuritas dibagi dengan rata-rata total aset bersih dana selama 12 bulan (Chen et al, 2016). Fan (2018) menyatakan *turnover ratio* didefinisikan sebagai persentase sekuritas yang dibeli atau dijual dibagi dengan rata-rata dana aset bersih. Perilaku manajer investasi tergambar pada *turnover ratio* (Fan, 2018). Reksadana yang memiliki rasio perputaran yang tinggi menunjukkan bahwa manajer investasi melakukan aktivitas pembelian atau penjualan portofolio dengan frekuensi tinggi, yang menandakan bahwa perdagangan dilakukan pada likuiditas yang tinggi. *Turnover ratio* yang tinggi berarti bahwa pasar bergerak dengan sangat dinamis. Hal ini secara tidak langsung menunjukkan manajer investasi mengantisipasi perubahan pasar yang dapat

mempengaruhi harga aset dalam portofolionya. Respon manajer investasi yang segera bergerak untuk mengantisipasi perubahan pasar merupakan suatu cara untuk memastikan bahwa kinerja portofolionya tidak menurun. Dalam hal ini dapat diartikan bahwa reksadana tersebut memiliki likuiditas yang tinggi. Likuiditas yang tinggi umumnya diikuti dengan peningkatan kinerja. Berbagai penelitian mendukung temuan bahwa *turnover ratio* berpengaruh positif terhadap kinerja reksadana (Vijayakumar et al, 2012; dan Kaur, 2018). Berdasarkan temuan tersebut, diajukan hipotesis :

H4 : Semakin tinggi *turnover ratio*, semakin tinggi kinerja reksadana

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian kausalitas untuk mengetahui pengaruh beberapa variabel independen terhadap variabel dependen. Unit analisis adalah produk reksadana yang mengeluarkan prospektus selama kurun waktu 2016-2017. Pemilihan reksadana saham sebagai objek penelitian didasarkan pada nilai aktiva bersih yang meningkat setiap tahun dan merupakan reksadana dengan proporsi dana kelolaan tertinggi di Indonesia, dibandingkan jenis reksadana lainnya yang tercatat di lembaga Otoritas Jasa Keuangan.

Variabel dependen adalah kinerja reksadana saham, yang diproksikan dengan rasio Sharpe. Kinerja reksadana menggunakan model *risk adjusted return*, yang merupakan pengukuran kinerja yang menggabungkan *return* dan risiko reksadana (Hartono, 2010). Metode yang digunakan adalah rasio Sharpe. Pengukuran dengan rasio Sharpe atau RVAR (*reward to variability ratio* atau *excess return to variability ratio*) dilakukan memperhitungkan selisih *return* reksadana dan investasi bebas risiko. Hal ini dilakukan untuk mengetahui peningkatan hasil investasi yang diperoleh untuk setiap peningkatan unit risiko yang diambil. Hasil selisih ini kemudian dibandingkan dengan deviasi standar dari portofolio yang merupakan proksi dari total risiko (*systematic risk dan unsystematic risk*) reksadana saham.

Sementara itu, variabel independen terdiri dari *fund cash flow*, *fund size*, *expense ratio*, dan *turnover ratio*. *Fund cash flow* adalah jumlah bersih dana kas yang diterima atau dibayar di dalam satu periode tertentu (Chou & Hardin III, 2014; Bitomo & Muharam, 2016). *Fund cash flow* dihitung berdasarkan total nilai aset bersih dana kelolaan dibandingkan rata-rata pengembalian kumulatif. Perhitungan arus kas dilakukan pada akhir setiap tahun.

Fund size didefinisikan sebagai jumlah dana kelolaan dari manajer investasi (Bitomo & Muharam, 2016). Besaran nilai *fund size* dihitung berdasarkan nilai total *net asset* atau nilai aktiva bersih (NAB) yang diperoleh dari nilai *asset total* dikurangi dengan kewajibannya. Besaran *fund size* kemudian dihitung dengan menggunakan logaritma natural dari nilai total *net asset* (Chou & Hardin III, 2014).

Expense ratio adalah persentase dari aset dana yang didanai investor yang digunakan untuk biaya operasi dana tersebut (Chen et al, 2016). Perhitungan *expense ratio* dilakukan dengan membandingkan biaya operasional reksadana dengan total dana kelolaan (Rao et al, 2017).

Turnover ratio umumnya dipandang sebagai proksi dari *trading cost* reksadana (Fan, 2018). Menurut Dahlquist et al. (2000), *turnover ratio* dapat dihitung dengan membagi total penjualan atau pembelian yang lebih kecil dibagi dengan total aset bersih reksadana. Besaran nilai *turnover ratio* masing-masing reksadana dapat dilihat dari ikhtisar laporan keuangannya.

Kinerja Reksadana Saham di Situs Bareksa
Nicodemus Simu

Populasi penelitian ini adalah seluruh reksadana saham yang terdaftar dan aktif di website Bareksa per Desember 2017 sebanyak 185 reksadana saham. Pengambilan sampel dilakukan berdasarkan teknik *purposive sampling*. Kriteria yang digunakan adalah : (a) reksadana saham yang aktif ditransaksikan selama periode Januari 2016-Desember 2017; (b) reksadana saham konvensional berdenominasi Rupiah; (c) reksadana yang nilai transaksinya tersedia di situs www.bareksa.com; (d) reksadana yang memiliki *return* rata-rata lebih besar dari *risk free*. Berdasarkan kriteria tersebut, terdapat 30 reksadana yang sesuai dengan kriteria. Berdasarkan periode pengamatan pada 2016 dan 2017, maka ke-30 reksadana yang sesuai dengan kriteria tersebut menghasilkan 60 data pengamatan untuk masing-masing variabel yang akan diteliti.

Data dianalisis menggunakan metode regresi liner berganda. Hipotesis diuji dengan menggunakan uji t, dilanjutkan dengan menguji kelayakan model regresi yang terbentuk menggunakan uji F, dan menentukan kontribusi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif. Tabel 1 memperlihatkan statistik deskriptif data masing-masing variabel penelitian.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

	Kinerja_Reksa_Dana	Fund_Cash_Flow	Fund_Size	Expense_Ratio	Turnover_Ratio
Mean	0.213942	0.013843	26.60874	0.108412	1.564667
Maximum	0.548000	2.406400	29.45360	3.254600	5.320000
Minimum	0.002200	-0.998700	20.81740	0.015000	0.010000
Std. Dev.	0.150973	0.614086	1.725041	0.421194	1.416248
Observations	60	60	60	60	60

Sumber : Data diolah, 2019.

Berdasarkan Tabel 1, kinerja reksadana saham yang diukur dengan indeks Sharpe memiliki rata-rata 0,213942 dengan deviasi standar 0,150973. Reksadana yang memiliki kinerja tertinggi adalah reksadana Batavia Dana Saham dengan indeks Sharpe 0,548000 pada 2017. Sebaliknya, reksadana dengan kinerja terendah, yaitu 0,002200 adalah reksadana BNP Paribas Ekuitas terjadi pada 2016.

Pada variabel *fund cash flow*, rata-rata adalah 0,013843 dengan standar deviasi 0,614086. Nilai tertinggi dimiliki oleh reksadana Bahana Dana Prima dengan nilai 2,406400 dan nilai terendah dimiliki reksadana Mandiri Investa Equity ASEAN 5 Plus senilai -0,998700. Selanjutnya, variabel *fund size* memiliki rata-rata 26,60874 dengan standar deviasi 1,725041, nilai tertinggi 29.45360 yang dimiliki oleh reksadana Schroder Dana Prestasi dan nilai terendah 20.81740 dimiliki oleh reksadana Mandiri Investa Equity ASEAN 5 Plus.

Variabel *expense ratio* menunjukkan rata-rata 0,108412 dan standar deviasi 0,421194. Nilai tertinggi dimiliki reksadana Mandiri Investa Equity ASEAN 5 Plus dengan nilai 3,254600. Nilai *expense ratio* sebesar ini sangat tinggi dibandingkan dengan nilai rata-rata, kelipatan kurang lebih 39 kalinya. Nilai *Expense ratio* terendah dimiliki oleh reksadana

Bahana Primavera Fund 99 dengan nilai 0,015000 pada 2016. Variabel terakhir, yaitu *turnover ratio* memiliki nilai rata rata 1,564667 dengan standar deviasi 1,416248. Reksadana Mandiri Investa Equity ASEAN 5 Plus membukukan nilai 5,320000 pada 2017 dan *turnover ratio* terendah dimiliki oleh reksadana Bahana Trailblazer Fund dengan nilai 0,010000 berturut-turut pada 2016 dan 2017.

Regresi Berganda Linier. Setelah dilakukan uji *Chow*, Hausman dan *lagrange multiplier* maka model regresi yang digunakan adalah *random effect model*, yang ditunjukkan pada tabel berikut.

Tabel 2. Regresi Data Panel

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistik	Prob.
C	0.274564	0.432565	0.634733	0.5282
Fund_Cash_Flow	0.102745	0.039822	2.580129	0.0126
Fund_Size	-0.001775	0.015870	-0.111840	0.9114
Expense_Ratio	-0.020794	0.065504	-0.317441	0.7521
Turnover_Ratio	-0.008029	0.018068	-0.444397	0.6585
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.000000	0.0000
Idiosyncratic random			0.176367	1.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.174621	Mean dependent var		0.213942
Adjusted R-squared	0.114594	S.D. dependent var		0.150973
S.E. of regression	0.142059	Sum squared resid		1.109949
F-statistic	2.909021	Durbin-Watson stat		3.032170
Prob (F-statistic)	0.029617			

Sumber: Data diolah, 2019.

Data-data dalam penelitian ini telah melewati uji asumsi klasik untuk model regresi linier, yaitu normalitas, multikolinearitas, dan heteroskedastisitas. Berdasarkan data di atas diperoleh persamaan model regresi data panel sebagai berikut :

$$\text{Kinerja Reksadana} = 0,2746 + 0,1027 \text{ FCF} - 0,0018 \text{ FS} - 0,0208 \text{ ER} - 0,0080 \text{ TR}$$

Berdasarkan persamaan tersebut, diketahui bahwa pergerakan *fund cash flow* berbanding lurus dengan pergerakan kinerja reksadana saham. Hal ini berarti bahwa semakin tinggi *fund cash flow*, semakin meningkat pula kinerja reksadana saham. Sebaliknya, pergerakan variabel yang lain, yaitu *fund size*, *expense ratio*, dan *turnover ratio* berbanding terbalik dengan pergerakan kinerja reksadana saham. Dengan demikian dapat dipastikan bahwa apabila terjadi peningkatan pada *fund size*, *expense ratio*, dan *turnover ratio*, baik secara individu maupun secara bersamaan, akan mengakibatkan penurunan pada kinerja reksadana saham. Berdasarkan koefisien masing-masing variabel dapat diketahui bahwa kontributor terbesar perubahan kinerja reksadana saham adalah *fund cash flow*, dilanjutkan *variabel expense ratio*, *turnover ratio*, dan yang terendah adalah *fund size*.

Uji Hipotesis. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji t. Persyaratan pengujian dengan membandingkan nilai probabilitas pada Tabel 2 dengan nilai α . Jika nilai probabilitas < 0,05, maka terdapat pengaruh signifikan variabel independen terhadap variabel dependen. Berdasarkan Tabel 2, dapat disimpulkan bahwa hanya *fund*

cash flow yang berpengaruh signifikan terhadap kinerja reksadana dengan nilai probabilitas 0,0126 dan berada di bawah 0,05. Sementara itu, pengaruh variabel-variabel *fund size*, *expense ratio*, *turnover ratio* secara individual tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja reksadana saham.

Pada uji F diperoleh nilai prob (F-statistic) sebesar 0,029617. Kriteria pada uji F menggunakan tolok ukur nilai $\alpha = 0,05$. Dengan demikian, karena nilai Prob (F-statistic) lebih kecil daripada 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa model yang diperoleh dapat dipercaya dan dipertanggungjawabkan sebagai fungsi prediksi dalam menjelaskan fenomena yang dianalisis.

Namun demikian berdasarkan koefisien *Adjusted R-squared* diketahui bahwa variabel *fund cash flow*, *fund size*, *expense ratio* dan *turnover ratio* hanya berkontribusi sebesar 11,46 persen terhadap variasi kinerja reksadana saham, sedangkan 88,54 persen lainnya dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dijelaskan dalam penelitian ini.

Pembahasan. Hasil penelitian menunjukkan hipotesis pertama yaitu *fund cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja reksadana terkonfirmasi. Hasil tersebut sejalan dengan teori bahwa semakin tinggi arus kas dari dana kelolaan akan berdampak pada meningkatnya kinerja reksadana saham. Gruber (1996) menyatakan bahwa reksadana dengan arus kas bersih yang lebih tinggi memiliki tingkat pengembalian yang juga lebih tinggi daripada reksadana dengan arus kas bersih rata-rata. Suatu reksadana saham terkategori berkinerja baik apabila sejak peluncurannya nilai aktiva bersihnya selalu di atas kinerja pasar. Nilai aktiva bersih per unit merupakan suatu data yang dibutuhkan pada saat melakukan penilaian atas kinerja reksadana.

Kemampuan mendiversifikasi portofolio pada berbagai saham atau aset investasi berdampak pada pencapaian *risk-sharing* yang efisien (Cresson, 2002). Manajer investasi berperan penting dalam jasa pengelolaan portofolio reksadana yang akan berdampak terhadap kinerja portofolio tersebut (Agung & Wirasedana, 2014). Diversifikasi portofolio dengan pencapaian *risk-sharing* yang efisien adalah hasil pemilihan asset portofolio (*selective ability*). Portofolio asset dengan risiko yang rendah dan efisien serta menghasilkan kinerja terbaik. Di sisi lain, *risk-sharing* yang efisien juga merupakan hasil kemampuan manajer investasi untuk memutuskan alokasi investasi pada berbagai portofolio asset dengan proporsi yang baik untuk menghasilkan tingkat pengembalian optimal. Hal ini dapat dilakukan apabila manajer investasi mampu meramalkan kondisi pasar di masa depan, termasuk memprediksi apakah *return market* akan lebih baik dibandingkan dengan *risk-free rate*, dan kemampuan memprediksi kondisi *bullish* pada pasar saham (Chen et al, 2013).

Kemampuan memilih asset portofolio (*stock selection ability*) dan kemampuan mengelola saat *entry* ke atau *exit* dari pasar (*market timing ability*) merupakan implementasi kebijakan pengelolaan dana yang wajib dimiliki oleh manajer investasi. *Stock selection ability* ditandai dengan kemampuan untuk *pick-up underpriced stock* dan/atau menjual saham yang dinilai *overvalued* (Chen et al, 2013). Di sisi lain, *market timing ability* ditandai dengan kemampuan membaca kondisi pasar. Di dalam kondisi *bullish*, portofolio asset hendaknya didominasi oleh portofolio pasar dan menguranginya pada saat pasar dalam kondisi *bearish*. Kedua hal ini, baik secara individu maupun secara simultan akan dapat mempengaruhi peningkatan *excess return*.

Hasil penelitian ini memperkuat temuan penelitian sebelumnya bahwa *fund cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja reksadana (Gruber, 1996; Chou & Hardin III, 2014; Bitomo & Muharam, 2016). Namun demikian, kesimpulan penelitian ini berbeda

dengan temuan Syahid & Arfianto (2015), dan Sukmaningrum & Mahfud (2016) yang menyatakan bahwa *fund cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja reksadana.

Pada hipotesis kedua, hasil pengujian menunjukkan adanya ketidakkonsistenan. Teori menunjukkan bahwa semakin besar ukuran dana kelolaan perusahaan reksadana maka kinerja reksadana semakin baik. Asumsi *economies of scale* diimplementasikan untuk mengalokasikan biaya transaksi pada sejumlah besar dana kelolaan untuk menghasilkan rata-rata biaya transaksi yang rendah dan mengharapkan kinerja reksadana yang lebih tinggi tidak terkonfirmasi di dalam penelitian ini. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *fund size* tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja reksadana. Hal ini sejalan dengan penelitian See dan Jusoh (2012), Basso & Funari (2014), Shayid & Arifianto (2015), Sukmaningrum & Mahfud (2016), dan Bitomo & Muharam (2016). Di sisi lain, hasil penelitian ini tidak mendukung temuan Chan et al (2009), Chou & Hardin III (2014), Agung & Wirasedana (2014), Ansari & Shah (2016), Rao et al (2017), dan Nguyen et al (2018).

Fakta tidak berpengaruhnya *fund size* terhadap kinerja reksadana juga dapat diartikan reksadana dengan dana kelolaan yang kecil lebih mungkin membukukan kinerja yang lebih tinggi. Hal ini cukup dimaklumi karena pengaturan portofolio asset pada reksadana yang kecil relatif lebih mudah untuk diubah dengan cepat sehingga lebih tinggi likuiditasnya untuk meningkatkan tingkat pengembalian portofolio. Basso & Funari (2014) menyatakan bahwa perubahan *fund size* umumnya hanya digunakan untuk mengevaluasi keahlian manajer investasi dalam pemilihan aset portofolionya. *Fund size* juga dapat digunakan untuk mengevaluasi dua aset yang memiliki kesamaan di dalam hal *return*, tingkat risiko, dan biaya administrasi pasar (*initial and exit fees*). Selain itu, aksi manajer investasi dengan dana kelolaan yang tinggi cenderung menjadi perhatian pasar dan hal ini membuat transaksi yang dilakukan dianggap sebagai sinyal. Pada saat dana kelolaan tumbuh, investasi terpaksa dilakukan pada berbagai saham, yang kemungkinan besar tidak sejalan dengan gaya dan keahlian investasi (See & Jusoh, 2012).

Hipotesis ketiga menyatakan semakin tinggi *expense ratio*, semakin rendah kinerja reksadana atau semakin mahal biaya operasional yang dikeluarkan maka kinerja reksadana semakin baik. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa *expense ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja reksadana. Dengan kata lain, besarnya *management fee* tidak ada kaitannya dengan kinerja reksadana. Pada umumnya, konsekuensi logis dari reksadana yang dikelola secara aktif adalah timbulnya *management fee* tinggi, yang antara lain digunakan untuk menutup biaya operasional dan biaya penelitian. Namun demikian, kinerja reksadana juga akan mempengaruhi besarnya beban biaya karena jenis dan fokus kegiatan yang dilakukan untuk mengoperasikan reksadana tersebut. *Expense ratio* merupakan biaya yang harus dikeluarkan investor pada saat memutuskan untuk investasi pada reksadana. Sebagian investor di Indonesia merupakan investor awam dan kurang menyadari konsekuensi beban ini. Hal ini karena besaran *expense ratio* hanya merupakan sebagian kecil dari seluruh beban tanggungan investor (Fan, 2018). Selain itu, biaya yang menjadi beban investor ini lebih rendah dibandingkan biaya yang akan dibayarkan investor individu saat membentuk portofolio saham secara individu (Abbasi & Dadashinasab, 2012). Temuan ini mendukung temuan Chou dan Hardin III (2014) dan Bitomo & Muharam (2016), yaitu *expense ratio* tidak berpengaruh terhadap kinerja dana saham. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil temuan Dwiprakasa & Dharmastuti (2016), Sukmaningrum & Mahfud (2016), dan Chen et al (2016) yang menyatakan bahwa *expense ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja reksadana. Berbeda pula dengan peneliti lain (Vijayakumar et al, 2012; See

& Jusoh, 2012; Rao et al, 2017; Nguyen et al, 2018) yang menyatakan bahwa *expense ratio* berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja reksadana.

Temuan terakhir penelitian ini adalah bahwa *turnover ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja reksadana. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan tidak terkonfirmasi. Semakin tinggi *turnover ratio* merupakan indikasi dari tingkat likuiditas yang tinggi. Di satu sisi, kondisi ini menunjukkan bahwa manajer investasi berupaya untuk melakukan penyesuaian atas perubahan pasar yang dinamis agar dapat meningkatkan harga asset kelolaannya. Di sisi lain, tingkat likuiditas yang tinggi secara langsung akan berperan dalam peningkatan biaya transaksi yang dapat menggerogoti hasil investasi yang diperoleh. Selain itu, situasi ini juga cenderung memaksa manajer investasi memilih saham yang di masa lalu berkinerja baik dan mengeliminasi reksadana yang berkinerja buruk. Suatu pilihan yang pada dasarnya logis dan dapat dipertanggungjawabkan dalam mengambil keputusan pada kondisi yang tidak pasti. Namun demikian, seringkali tambahan reksadana ini memiliki kinerja tidak lebih baik kinerja reksadana yang dikeluarkan dari portofolionya (Chen et al, 2016). Temuan ini mendukung penelitian See & Jusoh (2012), Chou & Hardin III (2014), Pambudi & Mahfud (2016), dan Sukmaningrum & Mahfud (2016) yang menyatakan bahwa *turnover ratio* tidak berpengaruh terhadap kinerja reksadana. Namun hal tersebut bertolak belakang dengan penelitian Nguyen et al (2018) yang menunjukkan bahwa *turnover ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja reksadana, atau pun penelitian Vijayakumar et al (2012) & Kaur (2018) yang menyatakan *turnover ratio* berpengaruh positif terhadap kinerja reksadana saham.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis regresi berganda linier dapat disimpulkan bahwa pengaruh positif *fund cash flow* terhadap kinerja reksadana saham dapat dikonfirmasi. Selanjutnya pengaruh positif *fund size* dan *turnover ratio* terhadap kinerja reksadana saham tidak dapat dikonfirmasi. Penelitian ini juga tidak dapat mengkonfirmasi hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif signifikan *expense ratio* terhadap kinerja reksadana saham. Berdasarkan kontribusi pengaruh terhadap perubahan kinerja reksadana saham, *fund cash flow* merupakan kontributor tertinggi, dilanjutkan *expense ratio*, *turnover ratio*, dan *fund size*.

Dalam upaya menambah jumlah referensi terkait determinan kinerja reksadana saham, penelitian selanjutnya dapat memanfaatkan beta (β) sebagai parameter risiko portofolio seperti pada metode *reward to volatility ratio* yang dikembangkan Jack Treynor atau Jensen Alpha atau metode Fama-French *Three Factors Model*. Namun apabila tetap ingin menggunakan deviasi standar sebagai parameter risiko, maka kiranya metode Fama Ratio yang dikembangkan oleh Eugene Fama dapat menjadi metode alternatif perbandingan.

Penelitian juga dapat dikembangkan dengan menggunakan variabel *market timing ability* dan *stock selection skill* dan memanfaatkan *fund cash flow* sebagai variabel kontrol sehingga dapat membedakan kinerja manajer investasi berdasarkan dana kelolaan, yang sekaligus juga merupakan representasi dari kemampuan manajer investasi dalam menentukan timing investasi (*market timing ability*) dan kemampuan memilih asset (*selective ability*) sebagai pembentuk portofolio.

DAFTAR PUSTAKA

- Abbasi, M. & Dadashinasab, M. (2012). Mutual Fund Managers' Characteristics and Performance, Evidence from Iran. *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*, 6(6), pp 146-150.
- Agung, J.R. Sukma D.M. & Wirasedana, I.W.P. (2014). Analisis Kinerja Reksa & Saham di Indonesia. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 7(1), pp 250-265.
- Ang, A. (2014). *Asset Management: A Systematic Approach to Factor Investing*. Oxford University Press: New York.
- Anshari, H. & Shah, F. M. (2016). The Effect of Fund Size on Mutual Fund Performance in Pakistan. *International Journal of Innovation and Scientific Research*, 20(1), pp 1-18.
- Aprillia, D., Wijaya, C. & Indriati, F. (2018). A Comparative Study of Mutual Fund Portfolio Performance in Indonesia. *International Journal of Administrative Science & Organization*, 25(2), pp 45-56.
- Babar, S., Nawaz, S. & Ashraf, S. (2013). A Comparative Study on Performance Evaluation of Pakistani Mutual Funds. *International Journal of Business and Management Review*, 1(1), pp 151-165.
- Basso, A. & Funari, S. (2014). The Role of Fund Size in The Performance of Mutual Funds Assessed with DEA Models. Department of Management. *Università Ca'Foscari Venezia Working Paper*, 18, pp 1-16.
- Bitomo, H. & Muharam, H. (2016). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kinerja Reksa & Saham di Indonesia (Studi Empiris Pada Reksa & Saham Konvensional di Indonesia Periode 2012-2014). *Diponegoro Journal of Management*, 5(2), pp 133-146.
- Chan, H.W.H., Faff, R.W. Gallagher, D.R. & Looi, A. (2009). Fund Size, Transaction Costs and Performance: Size Matters! *Australian Journal of Management*, 34(1), pp 73-96.
- Chen, D., Gan, C. & Hu, B. (2013). An Empirical Study of Mutual Funds Performance in China. Lincoln University New Zealand, *Faculty of Commerce Working Paper 2*, pp 1-19.
- Chen, H.C., Lai, C.W., & Wu, S.C. (2016). Mutual Fund Selection And Performance Persistence in 401(k) Plans. *North American Journal of Economics and Finance*, 35, pp 78–100.
- Chou, W. H. & Hardin III, W.G. (2014). Performance Chasing, Fund Flows and Fund Size in Real Estate Mutual Funds. *Journal Real Estate Finance Econ*, 49, pp 379-412.
- Cresson, John E., (2002). R²: a Market-Based Measure of Portfolio and Mutual Fund Diversification. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 41(3), pp 115-143.
- Dahlquist, M., Stefan E., & Paul S. (2000). Performance and Characteristics of Swedish Mutual Funds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(3), pp 409-423.
- Dwiprakasa, B. & Dharmastuti, C.F. (2016). Karakteristik Reksadana & Kinerja Reksadana Saham di Indonesia. *Jurnal Manajemen*, 13(1), pp 94–116.
- Elton, E.J. Martin J.G. Stephen, J.B. & William, N. Goetzmann. (2014). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. 9th edition, John Wiley & Son, Inc. United States of America.
- Fan, Y. (2018). Position Adjusted Turnover Ratio and Mutual Fund Performance. *Studies in Economics and Finance*, 35(1), pp 65-80.
- Gruber, M. J. (1996). Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds. *Journal of Finance*, 51(3), pp 783-810.

- Hartono, J. (2010). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta, BPFE-UGM.
- Kaur, I. & Kaushik, K.P. (2015). Determinants of Investment Behaviour of Investors towards Mutual Funds. *Journal of Indian Business Research*, 8(1), pp 19-42.
- Kaur, I. (2018). Effect of Mutual Funds Characteristics on Their Performance and Trading Strategy: A Dynamic Panel Approach. *Cogent Economics and Finance*, 8, pp 1-17.
- Keown, A.J. John, D. Martin, & Petty, J.W. (2014). *Foundations of Finance: The Logic and Practice of Financial Management*. 8th edition, Pearson Education Limited. Edinburg Gate, England.
- Manurung, A.H. (2012). *Teori Investasi: Konsep dan Empiris*. PT Adler Manurung Press. Jakarta.
- Nguyen, A.N. Shahid, M.S. & Kernohan, D. (2018). Investor Confidence and Mutual Fund Performance in Emerging Markets: Insights from India and Pakistan. *Journal of Economic Studies*, 45(6), pp 1288-1310.
- Pambudi, Y.S. & Mahfud, M.K. (2016). Analisis Pengaruh Total Asset, Fund Age, Expense Ratio dan Portofolio Turnover Terhadap Kinerja Reksa & a Periode 2012-2014. *Diponegoro Journal of Management*, 5(2), pp 38-46.
- Rao, Z.R. Tauni, Z.T. Iqbal, A. & Umar, M. (2017). Emerging Market Mutual Fund Performance: Evidence for China. *Journal of Asia Business Studies*, 11(2), pp 167-187.
- Syahid, N. & Arfianto, E.D. (2015). Analisis Pengaruh Stock Selection Skill, Market Timing Ability, Fund Longevity, Fund Cash Flow dan Fund Size Terhadap Kinerja Reksadana (Studi Kasus: Reksadana Saham Periode Tahun 2010-2014). *Diponegoro Journal of Management*, 4(4), pp 762-772.
- See, Y.P. & Jusoh, R. (2012). Fund Characteristics and Fund Performance: Evidence of Malaysian Mutual Funds. *International Journal of Economics and Management Sciences*, 1(9), pp 31-43,
- Sukmaningrum, G. & Mohammad K. Mahfud. (2016). Analisis Pengaruh Fund Cash Flow, Fund Size , Fund Longevity , Expense Ratio & Turnover Ratio Terhadap Kinerja Reksadana (Studi Kasus: Reksadana Pendapatan Tetap Periode Tahun 2011-2015). *Diponegoro Journal of Management*, 5(3), pp 829-839.
- Vijayakumar, N., Muruganadan, S. & Chandra S.R.K. (2012). The Relationship Between Fund Performance and Fund Characteristics: Evidence from India. *The IUP Journal of Applied Finance*, 18(2), pp 5-18.