

KIAT MENILAI REKSA DANA SAHAM
Budi Frensidy - Staf Pengajar FEUI dan Penulis Buku Matematika Keuangan
Dimuat di Tabloid Minggu Bisnis Indonesia 18 November 2007

Pusat Informasi Reksa Dana Bapepam – LK pada 9 Oktober lalu menyebutkan posisi NAB industri reksa dana sudah menembus Rp80 triliun. Dikatakan juga kalau untuk pertama kalinya, reksa dana saham dengan dana kelolaan Rp25,5 triliun, mengalahkan reksa dana pendapatan tetap dengan NAB Rp24,97 triliun.

Dalam memilih satu dari sekitar 47 reksa dana saham yang ditawarkan, calon investor, umumnya dan untuk gampangnya, hanya melihat rata-rata return tahunan yang dihasilkan sebuah reksa dana dan membandingkannya dengan pasar (IHSG) dan reksa dana saham lainnya. Reksa dana saham yang memberikan kenaikan nilai aktiva bersih (NAB) 40% atau kurang dalam setahun saat IHSG naik 55% dinilai tidak masuk pilihan. Sebaliknya, reksa dana saham yang memberikan return 20% layak dipilih jika pada saat sama IHSG dan reksa dana saham lain hanya naik 16% atau kurang.

Mestinya calon investor tidak menilai bagus-tidaknya sebuah reksa dana saham cuma dari besarnya return, tetapi berdasarkan return yang sudah disesuaikan dengan risiko (*risk-adjusted* return). Ukuran *risk-adjusted* return apa yang biasanya digunakan dan bagaimana mengukurnya, silahkan Anda membaca tulisan saya beberapa minggu lalu. Setidaknya ada tiga ukuran *risk-adjusted* return yaitu rasio Sharpe, rasio Treynor, dan rasio Roy.

Untuk identifikasi kinerja reksa dana yang superior, ada ukuran lain yaitu alpha Jensen. Alpha (α) yang positif menunjukkan kinerja yang superior sedangkan α yang negatif mencerminkan kinerja yang inferior. Kinerja superior dan inferior didapat setelah dibandingkan dengan kinerja bursa saham (IHSG) tentunya. Apa yang dimaksud dengan α dan bagaimana mengukurnya?

Alpha

α adalah *intercept* atau titik potong garis regresi linier dari variabel *excess* return sebuah portofolio (return portofolio – bunga bebas risiko) terhadap variabel *excess* return pasar (return pasar – bunga bebas risiko). Bunga bebas risiko biasanya menggunakan SBI sedangkan return pasar diwakili oleh perubahan IHSG. Jika *excess* return portofolio kita notasikan dengan y (sumbu vertikal) dan *excess* return pasar dengan x (sumbu horisontal), maka hubungan antara α , β (risiko sistematis), x , y adalah $y = \alpha + \beta x + \text{error}$. Jadi, $\alpha = y - \beta x$.

Ilustrasinya adalah misalkan sebuah reksa dana mempunyai $\beta = 1$ dan *excess* return (y) sebesar 20%. Jika *excess* return pasar (x) = 16%, maka α dari reksa dana itu adalah 4%. Alpha sebesar itu didapat dari 20% - 1 (16%).

Sayangnya, α Jensen ini tidak memberikan penjelasan lebih jauh mengenai sumber kemampuan superior itu. Pada prinsipnya, superioritas berasal dari dua kemampuan yaitu pemilihan saham (*stock selection*) dan antisipasi waktu (*market timing*). Manajer reksa dana dikatakan mempunyai kemampuan *market timing* yang tinggi jika dia keluar dan masuk pasar pada saat yang tepat. Maksudnya adalah, dia keluar dari pasar (menjual saham portofolionya) sebelum IHSG merosot dan masuk pasar (membeli saham) sesaat sebelum IHSG meroket.

Literatur investasi umumnya menyatakan bahwa *market timing* sangat sulit dilakukan sehingga manajer investasi lebih sering mengandalkan kemampuan pemilihan saham untuk mendapatkan return yang abnormal (superior). Untuk memisahkan kedua jenis kemampuan manajer investasi di atas, Treynor-Mazuy dan

Henriksson-Merton melakukan modifikasi atas model alpha Jensen menjadi $y = \alpha + \beta_1x + \beta_2x^2 + error$. β_1 adalah risiko sistematis dan β_2 adalah kemampuan antisipasi waktu.

Kinerja reksa dana saham

Setelah mengetahui kinerja semua reksa dana saham dapat diukur dengan α dan β_2 untuk identifikasi adanya kemampuan superior, Anda tentunya ingin tahu kinerja reksa dana saham yang dikelola para manajer investasi. Untuk itu, menarik untuk disimak hasil penelitian yang sudah dilakukan Rachman Untung, CFA, rekan praktisi pasar modal dan staf pengajar di FEUI. Dalam penelitian mengenai kinerja 32 reksa dana saham yang terdaftar dan aktif per akhir 2006, Untung menemukan kalau secara statistik manajer investasi reksa dana saham di Indonesia secara rata-rata tidak memiliki kemampuan pemilihan saham yang superior. Ada 11 reksa dana saham dengan α positif. Namun dengan tingkat keyakinan 99%, hanya ada satu saja reksa dana saham yang α positifnya signifikan secara statistik. Dalam perburuan manajer investasi reksa dana saham yang menghasilkan α dan β_2 positif, Untung menggunakan return bulanan selama periode 2004 – 2006.

Lebih lanjut, dalam hasil penelitian yang sudah dipublikasikan di jurnal Manajemen & Usahawan Indonesia edisi April 2007, Untung menemukan beberapa reksa dana saham yang mempunyai β_2 positif. Namun dengan tingkat keyakinan 99%, tidak ada satupun yang signifikan. Ini berarti tidak ada bukti yang cukup untuk mengatakan manajer investasi reksa dana saham di Indonesia memiliki kemampuan antisipasi waktu. Penelitian ini mengkonfirmasi kehandalan analisa fundamental dalam membantu manajer investasi memilih saham dan ketidakmampuan analisa teknikal membantu manajer investasi melakukan *market timing*.

Penelitian lain untuk mengukur kinerja para jawara reksa dana periode Juni 2006 – Juni 2007 oleh Djumyati Partawidjaja juga memberikan hasil yang sama. Ada satu dua manajer investasi reksa dana saham yang mempunyai kemampuan pemilihan saham yang superior (α positif) tetapi tidak ada yang terbukti mempunyai kemampuan antisipasi waktu yang hebat (β_2 positif).

Tip untuk investor, jangan hanya melihat besarnya return historis dalam memilih reksa dana saham. Sedapat mungkin carilah manajer investasi yang dapat memberikan α positif karena memiliki kemampuan pemilihan saham yang superior. Jangan juga pernah mencoba berburu manajer investasi reksa dana saham dengan β_2 positif (*market timing* yang hebat) karena usaha Anda hanya akan sia-sia belaka.

Depok, 20 Oktober 2007