



PEMILIHAN SAHAM DAN WAKTU PERDAGANGAN PADA REKSADANA SYARIAH SAHAM DI INDONESIA

Fajar Maulana ✉, Anindya Ardiansari

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Semarang, Indonesia

Info Artikel

Sejarah Artikel:
Diterima Desember 2017
Disetujui Januari 2018
Dipublikasikan Maret 2018

Keywords:
Market Timing; Mutual Fund; Stock Selection; Treynor-Mazuy Condition

Abstrak

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui kemampuan manajer investasi dalam pemilihan saham dan keputusan waktu pembelian saham pada reksadana syariah saham di Indonesia periode tahun 2012-2016. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh reksa dana syariah saham yang aktif diperjualbelikan pada periode tahun 2012-2016. Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 29 sampel dengan metode *purposive sampling*. Teknik analisis data yang digunakan yaitu regresi model Trynor-Mazuy *Condition* dengan memasukkan variabel makro yaitu nilai tukar dan jumlah uang beredar sebagai variabel prediksi. Hasil penelitian menunjukkan manajer investasi reksa dana syariah saham di Indonesia tidak memiliki kemampuan pemilihan saham yang dibuktikan dengan hanya enam dari 29 reksa dana syariah saham yang memiliki α positif, namun dalam kemampuan keputusan waktu pembelian saham menunjukkan terdapat 21 dari 29 reksa dana syariah saham yang memiliki γ positif.

Abstract

The aim of this research is to know investment manager's ability on stock selection and market timing of Indonesia sharia equity mutual funds on 2012-2016. Population in this research is all sharia equity mutual funds actively traded on period 2012-2016. Number of sample that use in this research is 29 sample with purposive sampling method. Data analysis technique used is Treynor-Mazuy condition regression model by entering macro variable that is exchange rate and money supply as predictor variable. The result showed that investment manager's of Indonesia sharia equity mutual funds do not have stock selection ability as evidenced by only six of 29 sharia equity mutual funds have positive α , but in the market timing ability showed have 21 of 29 sharia equity mutual funds have positif γ .

PENDAHULUAN

Salah satu alternatif investasi yang semakin berkembang saat ini adalah reksa dana, pertumbuhan reksa dana yang tinggi diantaranya disebabkan oleh kemudahan bagi investor yang tidak memiliki banyak waktu dan keahlian untuk mengelola investasi mereka, selain itu reksa dana menawarkan investasinya dalam bentuk portofolio dengan komposisi instrumen yang dibentuk oleh manajer investasi (Anita, 2013). Pengertian reksa dana dalam Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995 adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi.

Menurut Pratomo dan Nugraha (2004) menyatakan bahwa dalam pengertian reksa dana ini terkandung tiga unsur penting. Pertama, adanya dana dari masyarakat pemodal (Investor). Kedua, dana tersebut dikelola dan diinvestasikan dalam portofolio efek. Ketiga, dana tersebut dikelola oleh manajer investasi. Dana yang dikelola oleh manajer investasi tersebut merupakan milik bersama dari para pemodal, dan manajer investasi adalah pihak yang dipercayakan untuk mengelola atau menginvestasikan dana tersebut dalam reksa dana.

Pada reksa dana, manajer investasi mengelola dana-dana yang ditempatkannya pada berbagai instrumen investasi dan merealisasikan keuntungan ataupun kerugian dan menerima dividen atau bunga yang dibukukannya dalam Nilai Aktiva Bersih (NAB). Nilai Aktiva Bersih (NAB) adalah nilai pasar atas seluruh efek dan surat berharga lainnya ditambah dengan uang kontan yang ada, dikurangi dengan kewajiban yang harus dibayar serta dibagi dengan jumlah saham atau unit penyertaan yang beredar (Asutik, 2015). Investor yang membeli reksa dana akan mendapatkan keuntungan atau kerugian yang berasal dari selisih pendapatan harga beli antara NAB per unit pada awal pembelian dan harga NAB per unit pada saat penjualan kembali reksa dana tersebut (Widjaja, 2006)

Widjaja (2006) menyatakan bahwa terdapat beberapa keuntungan yang dapat diperoleh dari melakukan investasi di reksa dana antara lain diversifikasi dan penyebaran risiko dilakukan oleh manajer investasi yang memiliki dana cukup besar dari beberapa investor, biaya investasi cukup rendah karena biaya portofolio dilakukan oleh manajer investasi, dan pengelola portofolio yang profesional karena memiliki akses informasi pasar yang lebih baik. Sedangkan kerugian yang muncul dari investasi di reksa dana

adalah risiko menurunnya NAB, risiko likuiditas yang dapat terjadi apabila pemegang unit penyertaan pada salah satu manajer investasi tertentu melakukan penarikan dana dalam jumlah besar pada hari dan waktu yang sama, dan risiko pasar yang merupakan situasi ketika harga instrumen investasi mengalami penurunan yang disebabkan menurunnya kinerja pasar.

Hamzah dan Yohanes (2014) mengatakan bahwa di Indonesia mayoritas masyarakat beragama Islam, tidak bisa dipungkiri lagi tidak sedikit umat muslim ingin melakukan aktifitas ekonomi sesuai dengan syariat Islam. Oleh sebab itu reksa dana syariah muncul sebagai alternatif investasi bagi masyarakat yang menginginkan investasi di pasar modal yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariat Islam. Fatwa Dewan Syariah Nasional No.20/DSN-MUI/IV/2001 mendefinisikan bahwa reksa dana syariah merupakan reksa dana yang dijalankan berdasar ketentuan dan prinsip syariat Islam. Listyaningsih (2015) menyatakan bahwa pasar modal syariah penting dalam meningkatkan nilai pasar industri keuangan di Indonesia. Pasar modal syariah dimulai dengan publikasi dari reksa dana syariah pada 3 Juli 1997, dan diikuti oleh publikasi dari Jakarta Islamic Index (JII) pada 3 Juli 2000 oleh Bursa Efek Indonesia yang bekerjasama dengan PT Danareksa Investment Management (DMI) dalam pengembangan pasar modal syariah di Indonesia

Fatra (2014) menjelaskan bahwa didalam reksa dana syariah terdapat proses *screening* yang merupakan proses penyaringan sekuritas yang sesuai dengan syariat dan juga proses *cleansing* yaitu proses penghapusan sekuritas yang tidak sesuai syariat sehingga keuntungan yang dihasilkan sekuritas tersebut dikeluarkan dan diamalkan.

Tabel 1. Perkembangan Reksa Dana Syariah

Tahun	Reksa Dana Syariah	NAB Reksa Dana Syariah (Rp. Miliar)
2010	48	5.225,78
2011	50	5.564,79
2012	58	8.050,07
2013	65	9.432,19
2014	74	11.158,00
2015	93	11.019,43
2016	132	12.930,30

Tabel 2. Perkembangan Reksa Dana Syariah Per Jenis, NAB (Triliun)

Jenis Reksa Dana	2013		2014		2015	
	RD	NAB	RD	NAB	RD	NAB
Syariah – Saham	15	2.49	23	6.37	29	5.24
Syariah – Pasar Uang	1	0.28	6	0.73	11	0.95
Syariah – Mixed	16	4.57	18	1.67	18	1.68
Syariah – Fixed Income	8	0.52	8	0.38	12	0.73
Syariah – Terproteksi	17	1.40	17	1.46	19	1.45
Syariah - Indeks	1	0.31	1	0.15	1	0.22

Dari data diatas menunjukkan bahwa perkembangan reksa dana syariah dari sisi jumlah reksa dana maupun NAB reksa dana selalu mengalami peningkatan. Hal ini menandakan bahwa minat masyarakat dalam produk reksa dana berbasis syariah selalu meningkat dari tahun ke tahun. Dan mengacu pada Tabel diatas, jumlah reksa dana syariah saham terus bertumbuh dengan porsi terbesar dibandingkan dengan reksa dana syariah jenis lain. Reksa dana jenis saham menawarkan *return* yang tertinggi apabila dibandingkan dengan reksa dana lainnya. Tentunya, *return* yang tinggi juga diimbangi dengan tingkat risiko yang tinggi pula.

Reksa dana syariah merupakan reksa dana yang mengalokasikan seluruh dana atau portofolio ke dalam instrumen syariah, seperti saham yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* (JII), obligasi syariah, dan berbagai instrumen keuangan syariah lainnya (Sutedi, 2011)

Menurut Solkhan (2015) menyatakan bahwa dalam penyusunan portofolio investasinya, reksa dana syariah hanya dapat menempatkan dananya kedalam instrumen-instrumen investasi yang terbebas dari riba dan praktik-praktik tidak halal menurut syariah. Pada instrumen pasar modal reksa dana syariah hanya menempatkan dananya pada emiten atau perusahaan atau pihak-pihak penerbit instrumen investasi yang tidak melakukan usaha-usaha yang bertentangan dengan prinsip kehalalan syariah seperti riba, perjudian, pornografi, minuman dan makanan haram, dan hiburan yang bertentangan dengan prinsip syariah.

Menurut Anita (2013) menyatakan bahwa pesatnya pertumbuhan instrumen reksa dana, masalah yang dihadapi oleh para investor adalah bagaimana memilih alternatif reksa dana yang ada berdasarkan kinerja portofolio. Investor reksa dana akan menyerahkan semua keputusan tentang keputusan investasi kepada manajer investasi, sehingga kinerja reksa dana dapat ditentukan oleh kepandaian manajer investasi dalam mengelola portofolio investasi yang akan dilakukan. Reksa dana dikelola oleh perusahaan yang telah mendapat izin dari Bapepam-LK yang disebut dengan manajer investasi (Sari, 2012). Jenis manajer investasi ini ada dua yaitu perusahaan efek yang memang membentuk divisi khusus yang menangani reksa dana atau perusahaan yang secara khusus bergerak sebagai perusahaan investasi (Samsul, 2006)

Untuk mengetahui kinerja reksa dana, terdapat beberapa kemampuan yang harus dimiliki oleh manajer investasi dalam melakukan portofolio investasi yaitu pemilihan saham (*stock selection*) dan keputusan waktu pembelian atau penjualan saham (*market timing*) (Widjaja, 2006).

Penelitian mengenai model kinerja *stock selection* dan *market timing* di Indonesia sebagian besar menggunakan model yang bersifat *unconditional* dimana model ini memiliki kelemahan karena tidak memperhitungkan fakta-fakta adanya risiko dan tingkat ekspektasi *return* yang bervariasi sesuai dengan keadaan ekonomi masing-masing negara (Mustofa, 2016). Model yang biasa digunakan dalam pengukuran *stock selection* dan *market timing* di Indonesia yaitu Treynor-Mazuy. Namun demikian, model Treynor-Mazuy memiliki kelemahan karena tidak mempertimbangkan faktor-faktor risiko pasar.

Model Treynor-Mazuy dapat digunakan untuk menghitung kemampuan manajer investasi dalam *stock selection* dan *market timing* (Nurchaya & Bandi, 2010). Dengan model ini dapat dilihat besaran nilai konstanta dalam regresi yang menunjukkan kemampuan memilih saham. Jika manajer investasi memiliki nilai konstanta positif berarti manajer investasi memiliki kemampuan memilih saham dengan baik, dan sebaliknya jika nilai konstanta negatif berarti menunjukkan bahwa manajer investasi tidak memiliki kemampuan memilih saham dengan baik. Sedangkan nilai koefisien dari *excess return* pasar yang dikuadratkan menunjukkan nilai positif berarti bahwa manajer investasi memiliki kemampuan *market timing* dengan baik, dan sebaliknya jika nilai koefisien menunjukkan nilai negatif berarti bahwa manajer investasi tidak memiliki kemampuan *market timing* dengan baik.

Pada perkembangannya kemudian, Ferson dan Schadt (1996) melakukan penelitian tentang penerapan model pengukuran kinerja reksa dana yang mengakomodir perubahan faktor-faktor risiko sistematis. Mereka berargumen bahwa mengukur kinerja portofolio perlu mempertimbangkan informasi publik berupa perubahan kondisi ekonomi dalam perubahan pasar yang dinamis, sehingga mencetuskan model *conditional*.

Dukungan terhadap penggunaan *conditional model* pada model Treynor-Mazuy disampaikan oleh Farnsworth dkk. (2001), hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *conditional model* memberikan bias yang lebih rendah dibandingkan dengan *unconditional model*. Hasil penelitian Renata (2003) pada pasar modal di Indonesia, serta Kat dan Miffre (2005) pada pasar modal Amerika, membandingkan antara model Treynor-Mazuy *uncondition* dengan model Treynor-Mazuy *condition*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *conditional approach* memiliki spesifikasi model yang lebih baik dibandingkan dengan *unconditional approach*.

Penelitian yang dilakukan Paramita (2013) tentang pengujian beberapa alternatif mode Treynor-Mazuy *Conditional* menghasilkan bahwa model Treynor-Mazuy dan faktor yang terdiri dari jumlah uang beredar (M2) dan nilai tukar rupiah dapat lebih menjelaskan variasi *return* portofolio dibandingkan dengan model lainnya.

Nilai tukar atau kurs valuta asing menunjukkan harga atau nilai mata uang suatu negara dinyatakan dalam nilai mata uang negara lain (Agustina, 2015). Nilai tukar merupakan tingkat dimana negara-negara melakukan pertukaran di pasar dunia (Febrina, 2014). Kurs riil berkaitan dengan kurs nominal dan tingkat harga pada kedua negara. Kurs riil adalah kurs nominal dikalikan dengan rasio tingkat harga domestik terhadap tingkat harga dunia. Apabila kurs riil meningkat maka tingkat harga domestik relatif lebih tinggi dibandingkan dengan tingkat harga diluar negeri. Sebaliknya, apabila kurs riil menurun maka tingkat harga domestik dianggap relatif lebih rendah dibandingkan dengan tingkat harga diluar negeri.

Febrina (2014) menyatakan bahwa kurs riil berkaitan dengan arus modal keluar neto, yang merupakan selisih dari tabungan dan investasi. Hubungan antara kurs riil dan arus modal keluar neto menunjukkan penawaran dan permintaan untuk pertukaran uang asing. Arus modal keluar neto menunjukkan penawaran mata uang domestik yang akan ditukarkan menjadi mata uang asing dan diinvestasikan diluar negeri. Pola hubungan antara kurs riil dan arus modal keluar

neto berbentuk miring ke kanan, dan kurs riil berpengaruh terhadap arus modal keluar neto.

Jika saat nilai tukar dollar atau kurs dollar terhadap rupiah melemah, maka dapat diprediksikan menguat dimasa yang akan datang dan alternatif investasi lain dirasa kurang menjanjikan (Listriono, 2015). Hal ini menyebabkan investor cenderung akan menginvestasikan dananya dalam bentuk mata uang dollar dengan harapan mendapatkan *gain* dari selisih kurs. Kondisi tersebut tentu akan berdampak pada aktivitas pasar modal.

Sedangkan untuk variabel jumlah uang beredar, berdasarkan teori portofolio dari permintaan uang, jumlah uang beredar berkaitan dengan investasi (Samsul, 2006). Teori ini mengatakan bahwa uang merupakan bagian dari portofolio aset. Uang memberikan kombinasi risiko dan pengembalian yang berbeda dibandingkan dengan aset lainnya. Pengembalian dari aset uang dianggap lebih aman dibandingkan dengan aset saham atau obligasi.

Kenaikan pada pengembalian riil yang diharapkan atas saham dan obligasi akan menurunkan permintaan uang, karena aset lain dianggap lebih menarik dibandingkan dengan uang. Kenaikan pada tingkat inflasi yang diharapkan juga menurunkan permintaan uang, karena uang dianggap menjadi kurang menarik. Tingkat inflasi yang diharapkan dalam teori ini merupakan tingkat pengembalian riil yang diharapkan akan diterima dari memegang uang. Sementara kenaikan pada kekayaan riil akan meningkatkan permintaan uang, karena kekayaan yang lebih tinggi berarti portofolio yang lebih besar (Mankiw, 2007)

Ukuran uang yang beredar dibedakan menjadi tiga jenis, yaitu M1, M2, dan M3 (Febrina, 2014). M1 adalah uang kartal ditambah deposito yang dapat digunakan dengan cek lainnya. M2 adalah M1 ditambah dengan tabungan dan simpanan jangka pendek, termasuk rekening pasar uang dan pinjaman semalam antar bank. Dan M3 adalah M2 ditambah dengan deposito berjangka panjang dan beberapa komponen lainnya.

Dengan demikian penelitian ini dilakukan untuk mengetahui kemampuan manajer investasi reksa dana syariah saham dalam *stock selection* dan *market timing* dengan menggunakan model Treynor-Mazuy *conditional* dengan memasukkan faktor makro ekonomi yang terdiri dari jumlah uang beredar (M2) dan nilai tukar sebagai variabel prediktor.

Pengembangan Hipotesis

Menurut Pardosi (2013) pembentukan portofolio dapat mengurangi risiko dibanding

dengan hanya menginvestasikan dalam satu sekuritas saja. Portofolio menurut Sunariyah (2000) diartikan sebagai kombinasi beberapa aktiva yang diinvestasikan dan dipegang oleh investor, baik perorangan maupun lembaga. Jika seorang investor menggharapkan *return* yang tinggi maka ia harus bersedia menanggung risiko yang tinggi pula (*high risk – high return*). Berbagai cara dilakukan agar terhindar dari kerugian, dan setidaknya keuntungan maksimal dengan risiko minimal. Untuk mengantisipasi hal tersebut, maka dilakukan upaya meminimalisasi kerugian dengan portofolio.

Diversifikasi merupakan kunci dari manajemen risiko portofolio, karena diversifikasi akan meminimalkan risiko dengan tidak menimbulkan pengaruh negatif terhadap *return* (Witiasuti, 2012). Semakin banyak jenis instrumen yang diambil, maka risiko kerugian dapat dinetralisir atau ditutup oleh keuntungan yang diperoleh dari jenis instrumen yang lain (Winingrum, 2011).

Stock selection adalah kemampuan manajer investasi dalam memilih efek sekuritas yang tetap untuk dimasukkan maupun dikeluarkan dari portofolio reksa dana dengan tujuan memberikan tingkat pengembalian yang diharapkan (Manurung, 2008). Kemampuan pemilihan saham adalah keahlian yang patut dimiliki oleh manajer investasi dalam pengelolaan portofolio yang efisien dan optimal dalam memberikan *return* yang diharapkan.

Penelitian Murhadi (2009) menyatakan bahwa kemampuan pemilihan saham oleh manajer investasi reksa dana dapat meningkatkan kinerja portofolio reksa dana tersebut. Namun penelitian yang dilakukan oleh panjaitan (2012) disebutkan bahwa sebagian manajer investasi reksa dana kurang dapat menambah kinerja reksa dananya dari kemampuan *stock selection*. Dan penelitian Astutik (2015) menunjukkan bahwa manajer investasi reksa dana di Indonesia tidak memiliki kemampuan *stock selection*. Berdasarkan uraian diatas maka dapat disusun Hipotesis sebagai berikut:

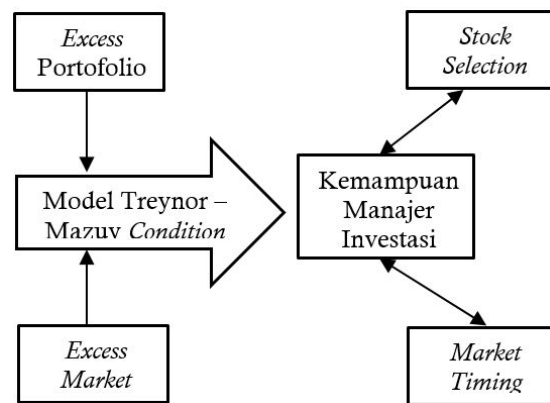
H1 : Manajer investasi reksa dana syariah saham di Indonesia memiliki kemampuan memilih saham (*stock selection*).

Sedangkan *market timing skills* adalah kemampuan manajer investasi dalam memilih kapan waktu yang tepat untuk membeli efek sekuritas dan kapan untuk menukar atau menjual sekuritas yang dikelolanya (Manurung, 2008). Kemampuan *market timing* digunakan oleh manajer investasi dalam memprediksi perubahan kondisi makroekonomi untuk mengubah portofolio dan memaksimalkan *return* yang akan didapatkan.

Penelitian Murhadi (2009) juga menunjukkan bahwa *market timing* dengan kedua metode Treynor-Mazuy dan Henriksson-Merton memiliki pengaruh positif terhadap kinerja reksa dana. Namun penelitian Panjaitan (2012) menunjukkan bahwa manajer investasi reksa dana di Indonesia tidak memiliki kemampuan *market timing* yang baik. Berdasarkan uraian diatas maka dapat disusun Hipotesis sebagai berikut:

H2 : Manajer investasi reksa dana syariah saham di Indonesia memiliki kemampuan jual beli saham pada saat yang tepat (*market timing*).

Sesuai dengan penjelasan diatas maka kerangka berpikir dalam penelitian ini dapat disajikan dalam Gambar 1.



Gambar 1. Kerangka Penelitian

METODE

Penelitian ini adalah penelitian deskriptif yang meneliti suatu kejadian atau fenomena. Penelitian deskriptif adalah sebuah penelitian yang bertujuan untuk memberikan atau menjabarkan suatu keadaan atau fenomena yang terjadi saat ini dengan menggunakan prosedur ilmiah untuk menjawab masalah secara katuah (Sugiyono, 2008). Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif karena menggunakan data angka, serta mengkaji dan meneliti berdasar data yang didapat. Penelitian kuantitatif dalam penelitian ini dilakukan dengan tujuan agar dapat menganalisis adanya kemampuan *stock selection* dan *market timing* dari manajer investasi reksa dana syariah saham di Indonesia.

Berdasarkan dimensi waktu, penelitian ini merupakan penelitian *cross sectional*, karena penelitian dilakukan pada satu waktu tertentu dan tidak akan dibandingkan diwaktu berbeda.

Waktu penelitian ini terbatas dalam periode 5 tahun yaitu mulai tahun 2012 sampai dengan tahun 2016. Sedangkan berdasarkan teknik pengumpulan data, penelitian ini merupakan penelitian yang dilakukan dengan menggunakan data statistik yang telah dikumpulkan pada penelitian terdahulu maupun penelitian yang dilakukan oleh lembaga-lembaga terkait. Dan berdasarkan manfaatnya, penelitian ini merupakan penelitian murni untuk memahami masalah yang dapat memberikan pengetahuan dan pemahaman yang digeneralisasikan untuk berbagai aspek, khususnya dalam berinvestasi di reksa dana syariah saham yang mana sangat membutuhkan strategi dari manajer investasi.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh reksa dana syariah saham di Indonesia yang terdaftar dan dipublikasikan oleh Otorita Jasa Keuangan (OJK) selama periode penelitian tahun 2012-2016. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*. Kriteria sampel penelitian yaitu memiliki tanggal aktif selama periode penelitian yaitu 2012-2016 dan ketersediaan data sesuai dengan periode penelitian yaitu sebanyak 29 perusahaan.

Data yang digunakan dalam penelitian ini berasal dari data sekunder yaitu data historis harga penutupan bulanan NAB reksa dana syariah saham yang diperoleh dari bareksa.com, data historis harga penutupan bulanan Indeks JII yang diperoleh dari google finance, data suku bunga SBI sebagai aset bebas risiko diperoleh dari bi.go.id. Variabel makro ekonomi yaitu jumlah uang beredar (M2) dan nilai tukar diperoleh dari bps.go.id.

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data dalam penelitian (Listriano, 2015). Penelitian ini yang dideskripsikan rata-rata (*mean*), nilai tengah (*median*), maksimum, minimum, dan standar deviasi yang bertujuan untuk mengetahui distribusi data yang menjadi sampel penelitian. Sedangkan Hipotesis dalam penelitian ini dilihat dari uji regresi linier berganda model Treynor-Mazuy *conditional* dengan melakukan uji asumsi klasik terhadap model regresi berupa uji normalitas, uji multikolinieritas, uji autokorelasi, dan uji heterokedastisitas.

Uji normalitas bertujuan untuk menguji tentang kenormalan distribusi data. Penggunaan uji normalitas karena pada analisis statisti parametrik, asumsi yang harus dimiliki oleh data adalah bahwa data tersebut terdistribusi secara normal (Ghozali, 2005). Kenormalan distribusi data dapat dilihat dari nilai probability pada uji Jarque-Bera. Data dianggap normal jika nilai probability > alpha 5%. Sebaliknya, jika nilai

probability < alpha 5% maka data dianggap tidak normal (Rosadi, 2012).

Autokorelasi menunjukkan sifat residual regresi yang tidak bebas dari suatu observasi ke observasi lainnya (Ariefianto, 2012). Metode yang digunakan dalam mendeteksi ada tidaknya masalah autokorelasi adalah metode Bruesch-Godfrey yang lebih dikenal dengan LM-Test. Metode ini didasarkan pada nilai F dan Obs*R-Squared, dimana jika nilai probability dari Obs*R-Squared melebihi tingkat kepercayaan maka tidak terjadi autokorelasi (Rosadi, 2012)

Asumsi penting (asumsi Gauss Markov) dalam penggunaan OLS adalah varians residual yang konstan. Varians dari residual tidak berubah dengan berubahnya satu atau lebih variable bebas. Jika asumsi ini terpenuhi, maka residual disebut homokedastis, jika tidak disebut heterokedastis (Ariefianto, 2012). Uji heterokedastisitas dapat dilakukan dengan menggunakan *White Heterokedasticity Test*. Hasil yang perlu diperhatikan dari uji ini adalah nilai F dan Obs*R-Squared. Jika nilai probability Obs*R-Squared lebih kecil dari X^2 Tabel maka tidak terjadi heterokedastisitas, dan sebaliknya (Rosadi, 2012)

Multikolinieritas adalah adanya hubungan linier yang signifikan antara beberapa atau semua variabel independen dalam model regresi. Untuk melihat ada tidaknya multikolinieritas dapat dilihat dari koefisien korelasi dari masing-masing variable bebas. Jika koefisien korelasi antara masing-masing variabel bebas lebih besar dari 0.8 berarti terjadi multikolinieritas (Rosadi, 2012).

Model Regresi Treynor-Mazuy *Conditional*

Kemampuan manajer investasi dalam penelitian ini terdiri dari *stock selection* dan *market timing*. Alpha (α) sebagai pengukuran umum kinerja relatif tidak mempertimbangkan ketepatan waktu pasar (*market timing*), karenanya perlu ditambahkan faktor kuadrat yang kemungkinan bisa menangkap fungsi non-linear dari *return* portofolio dan *return* pasar. Model ini diajukan oleh Treynor-Mazuy.

Model penelitian yang digunakan dalam pengujian *stock selection* dan *market timing* dari manajer investasi adalah model regresi yang dikembangkan oleh Treynor-Mazuy dan selanjutnya diintegrasikan dengan *Conditional Performance Evaluated (CPE)* yang dikembangkan oleh Ferson dan Schadt dengan menambahkan variabel makroekonomi sebagai variabel prediktor. Dengan metode ini dapat dilihat nilai α mewakili kemampuan manajer investasi dalam memilih saham (*stock selection skills*) sedangkan γ mewakili kemampuan manajer investasi dalam

kemampuan *market timing*, yaitu dengan rumus sebagai berikut:

$$R_p - R_f = \alpha + \beta_1(R_m - R_f) + \beta_2(\text{Kurs})(R_m - R_f) + \beta_3(M2)(R_m - R_f) + \gamma(R_m - R_f)^2 + e_p$$

Dimana :

R_p = *Return* portofolio reksa dana

R_f = *Return* bebas risiko

R_m = *Return* pasar

α = Intersep indikasi *stock selection*

β = Koefisien regresi *excess market return*

γ = Koefisien regresi indikasi *market timing*

e_p = Random error

Pengujian kemampuan *stock selection* dilakukan untuk mengukur kemampuan manajer investasi dalam pemilihan saham yang tepat. Pengukuran signifikan koefisien dari *stock selection* menggunakan uji t pada tingkat alpha 5% . dilihat dari nilai konstanta (α) positif menunjukkan jika manajer investasi memiliki kemampuan *stock selection*, dan sebaliknya jika nilai konstanta (α) negatif menunjukkan bahwa manajer investasi tidak memiliki kemampuan *stock selection*.

Pengujian kemampuan *market timing* dilakukan untuk mengukur kemampuan manajer investasi dalam jual beli aset secara tepat dan cepat. Pengukuran signifikansi koefisien dari *market timing* menggunakan uji t pada tingkat alpha 5%. Dilihat dari nilai koefisien γ positif menunjukkan bahwa manajer investasi memiliki kemampuan *market timing*, dan sebaliknya jika nilai koefisien γ menunjukkan bahwa manajer investasi tidak memiliki kemampuan *market timing*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan Tabel 3, Hasil uji statistik deskriptif untuk variabel *Excess Return Portofolio* (ERP) reksa dana syariah saham dapat dilihat bahwa rata-rata nilai ERP menunjukkan nilai negatif, dan hanya empat reksa dana yang nilai ERP menunjukkan nilai positif. Nilai ERP negatif menunjukkan bahwa *return* reksa dana di bawah *return* investasi bebas risiko, dan sebaliknya nilai ERP positif menunjukkan bahwa *return* reksa dana mampu mengungguli *return* investasi bebas risiko.

Tabel 3. Uji Statistik Deskriptif

No	Reksa Dana	Mean	Median	Max	Min	Std. Dev.
1	Batavia Dana	-.0010	.0095	.0792	-.1213	.0438
2	BNP Pesona	-.0004	.0060	.0719	-.0890	.0414
3	CIMB-Principal	-.0041	.0011	.0685	-.0997	.0424
4	Cipta Syariah	.0001	.0011	.0595	-.0893	.0372
5	Mandiri Atraktif	-.0047	.0037	.0622	-.1096	.0423
6	Manulife Sektoral	.0019	.0038	.4743	-.2950	.0831
7	PNM Ekuitas	-.0062	-.0014	.0566	-.1066	.0428
8	TRIM Syariah	-.0005	.0078	.0718	-.1184	.0445
9	Panin Dana	-.0033	.0044	.0994	-.1255	.0513
10	Lautandhana	-.0063	.0032	.0615	-.0913	.0398
11	SAM Sharia	-.0024	-.0016	.1043	-.1420	.0539
12	MNC Dana	-.0063	.0038	.0566	-.1061	.0423
13	Mandiri Ekuitas	-.0026	.0008	.0620	-.0961	.0401
14	OSO Syariah	-.0092	-.0029	.0653	-.1178	.0423
15	Avrist Equity	-.0074	-.0030	.0890	-.1014	.0431
16	Sucorinvest Sharia	-.0030	-.0017	.0754	-.1293	.0445
17	HPAM Syariah	-.0055	-.0026	.0737	-.1051	.0456
18	Simas Syariah	-.0099	-.0088	.0692	-.1101	.0466
19	Danareksa	-.0081	-.0019	.0553	-.0806	.0377
20	Pratama Syariah	-.0079	-.0107	.1049	-.1328	.0557

21	Pacific Saham	-.0144	-.0148	.0710	-.1213	.0524
22	Bahana Icon	-.0080	-.0068	.0547	-.0823	.0399
23	BNI-AM Dana	.0130	-.0023	.1064	-.0692	.0459
24	Maybank Syariah	.0035	.0067	.0456	-.0861	.0323
25	BNP Cakra	-.0068	-.0069	.0249	-.0352	.0159
26	Manulife Saham	-.0007	-.0050	.0852	-.0390	.0363
27	Schorder Global	-.0001	-.0040	.0472	-.0492	.0287
28	Abedeem Syariah	-.0099	-.0125	.0393	-.0522	.0275
29	Reliance Saham	-.0008	-.0050	.0496	-.0663	.0368

Untuk nilai ERP tertinggi ditunjukkan oleh Manulife Syariah Sektor Amanah dengan nilai 0.4743. Artinya bahwa dalam suatu periode tertentu reksa dana ini mampu mengungguli *return* aset bebas risiko sebesar 47.43%. Namun, dilihat dari standar deviasi Manulife Syariah sektoral Amanah paling tinggi diantara reksa dana syariah saham yang lain, hal tersebut berarti bahwa reksa dana ini lebih berisiko dibandingkan reksa dana syariah saham lain, dan sebaliknya reksa dana BNP Paribas Cakra Syariah USD menunjukkan nilai deviasi standar paling rendah.

Uji Asumsi Klasik

Uji normalitas digunakan untuk menguji kenormalan distribusi nilai residual data. Jika variabel residual berdistribusi normal, maka variabel yang diteliti juga berdistribusi normal. Uji normalitas pada penelitian ini dilakukan menggunakan uji Jarque Bera pada nilai residual regresi dari *return* portofolio reksa dana syariah saham. Dan dianggap normal jika nilai probability lebih dari alpha 5%. Sebaliknya, jika nilai probability kurang dari alpha 5% maka data dianggap tidak normal (Rosadi, 2012).

Tabel 4. Uji Asumsi Klasik

No	Reksa Dana	P-Value Jarque Bera	P-Value White Test	P-Value LM-Test
1	Batavia Dana	.1080	.8039	.3296
2	BNP Pesona	.0648	.9233	.9633
3	CIMB-Principal	.1051	.9016	.4523
4	Cipta Syariah	.0886	.0763	.3828
5	Mandiri Atraktif	.0726	.3248	.9479
6	Manulife Sektoral	.1164	.3392	.2012
7	PNM Ekuitas	.2729	.8263	.3460
8	TRIM Syariah	.6036	.9358	.5290
9	Panin Dana	.2485	.8047	.0998
10	Lautandhana	.9000	.6250	.6324
11	SAM Sharia	.9271	.9801	.7570
12	MNC Dana	.4205	.7667	.5805
13	Mandiri Ekuitas	.6265	.7232	.2433
14	OSO Syariah	.9835	.3984	.8957
15	Avrist Equity	.3409	.6150	.0541
16	Sucorinvest Sharia	.3809	.8525	.1845
17	HPAM Syariah	.6320	.3006	.2001
18	Simas Syariah	.6336	.6090	.8072

19	Danareksa	.8556	.9324	.8161
20	Pratama Syariah	.8927	.0578	.1216
21	Pacific Saham	.8453	.4010	.0663
22	Bahana Icon	.4737	.6519	.0752
23	BNI-AM Dana	.0879	.8852	.6794
24	Maybank Syariah	.3376	.2677	.5154
25	BNP Cakra	.4726	.8343	.0891
26	Manulife Saham	.0512	.6484	.6977
27	Schorder Global	.8770	.3648	.1405
28	Abedeem Syariah	.6957	.2698	.0906
29	Reliance Saham	.8782	.7123	.0825

Dalam penelitian ini metode yang digunakan dalam mendeteksi ada tidaknya autokorelasi adalah metode Bruesch-Godfrey yang lebih dikenal dengan LM-Test. Metode ini didasarkan pada nilai F dan Obs*R-Squared. Jika nilai probabilitas dari Obs*R-Squared melebihi tingkat kepercayaan alpha 5% maka tidak terjadi autokorelasi (Rosadi, 2012). Berdasarkan Tabel 4, hasil uji yang dilakukan dengan metode Bruesch-Godfrey menunjukkan nilai probabilitas dari Obs*R-Squared lebih dari 0.05 yang artinya tidak terdapat autokorelasi.

Uji heterokedastisitas dapat dilakukan dengan menggunakan White Heterokedasticity test yang tersedia dalam program eviews. Hasil yang perlu diperhatikan dari uji ini adalah nilai F dan Obs*R-Squared. Jika nilai probability dari Obs*R-Squared lebih besar dari alpha 5% maka tidak terjadi heterokedastisitas (Rosadi, 2012). Berdasarkan Tabel 4, hasil uji yang telah dilakukan dengan White Heterokedasticity test menunjukkan nilai probability dari Obs*R-Squared lebih dari 0.05 yang artinya tidak terjadi heterokedastisitas.

Untuk melihat ada tidaknya multikolinieritas dapat dilihat dari koefisien korelasi dari masing-masing variabel bebas. Jika koefisien korelasi antara masing-masing variabel bebas lebih besar dari 0.8 berarti terjadi multikolinieritas (Rosadi, 2012). Berdasarkan Tabel 4, hasil uji yang telah dilakukan menunjukkan nilai koefisien kurang dari 0.8 yang artinya tidak terjadi multikolinieritas.

Analisis Regresi Treynor-Mazuy Conditional

Analisis yang digunakan untuk mengukur *stock selection* dan *market timing* adalah model Treynor-Mazuy yang menambahkan *quadratic term* pada *market risk premium* untuk mengakomodir faktor non linier yang mempengaruhi *return por-*

tofolio yang kemudian dikembangkan menjadi model Ferson dan Schadt untuk versi kondisional. Dalam versi kondisional ini pengukuran kinerja reksa dana mengakomodir perubahan faktor makroekonomi. Variabel makro sebagai variabel prediktor dalam model Treynor-Mazuy Conditional dalam penelitian ini adalah nilai tukar (Kurs) dan jumlah uang beredar (M2).

ERP merupakan variabel dependen yang menunjukkan nilai *excess return portofolio*, *Excess return portofolio* adalah selisih *return portofolio* dengan *return aset bebas risiko* yang juga mencerminkan kemampuan manajer investasi yang unggul dalam mengelola reksa dana. Kemampuan *stock selection* (A) dalam hasil regresi ini ditunjukkan oleh nilai konstanta, jika konstanta bernilai positif maka diartikan manajer investasi memiliki kemampuan *stock selection* dan sebaliknya.

ERM menunjukkan nilai *excess return market* yaitu kelebihan *return* pasar dibandingkan *return aset bebas risiko* atau menunjukkan nilai slope pasar. Sedangkan *market timing* (γ) ditunjukkan oleh koefisien dari ERM² yang positif menunjukkan bahwa manajer investasi memiliki kemampuan *market timing* dan sebaliknya. M2 (jumlah uang beredar) dan nilai tukar rupiah merupakan variabel prediktor versi kondisional dalam model Treynor-Mazuy.

Berdasarkan Tabel 5, hasil perhitungan dengan menggunakan model Treynor-Mazuy Conditional dari keseluruhan periode, sebanyak 23 reksa dana syariah saham memiliki α negatif (tidak memiliki kemampuan *stock selection*) dan terdapat enam manajer investasi reksa dana syariah saham yang dapat dikatakan memiliki kemampuan *stock selection* dan menghasilkan *abnormal return* bagi investor. Hal ini ditunjukkan dengan nilai alpha (α) yang positif. Keenam reksa dana tersebut adalah Batavia Dana Saham Syariah (0.0020), BNP Paribas Pesona Syariah (0.0019), TRIM Sy-

ariah Saham (0,0025), MNC Dana Syariah Ekuitas (0,0010), Manulife Saham Syariah Asia Pasifik Dollar (0,0008), dan Schorder Global Syariah Equity Fund (0,0035). Artinya, *stock selection* yang dilakukan oleh manajer investasi memberikan kontribusi peningkatan *return* reksa dana sebesar nilai koefisien untuk setiap kenaikan atau penurunan imbal hasil dengan asumsi nilai tukar dan jumlah uang beredar sebagai variabel prediktor dan tidak ada variabel lain yang mempengaruhi.

Tabel 5. Hasil Regresi Treynor –Mazuy *Conditional*

Reksa Dana	α	γ (ERM) ²	SS	MT
Batavia Dana Saham Syariah	.0020	1.3411	V	V
BNP Paribas Pesona Syariah	.0019	.0590	V	V
CIMB-Principal Islamic Equity Growth	-.0015	.4425	-	V
Cipta Syariah Equity	-.0003	.8004	-	V
Mandiri Investa Atraktif Syariah	-.0035	1.6512	-	V
Manulife Syariah Sektor Amanah	-.0153	13.5380	-	V
PNM Ekuitas Syariah	-.0048	1.8387	-	V
TRIM Syariah Saham	.0025	1.2592	V	V
Panin Dana Syariah Saham	.0000	.5345	-	V
Lautandhana Saham Syariah	-.0028	-1.0470	-	-
SAM Sharia Equity Fund	-.0009	1.1224	-	V
MNC Dana Syariah Ekuitas	.0010	-1.0252	V	-
Mandiri Investa Ekuitas Syariah	-.0007	.7222	-	V
OSO Syariah Equity Fund	-.0075	.9807	-	V
Avrist Equity - Amar Syariah	-.0067	-.0449	-	-
Sucorinvest Sharia Equity Fund	-.0047	1.4610	-	V
HPAM Syariah Ekuitas	-.0049	4.1061	-	V
Simas Syariah Unggulan	-.0064	2.1801	-	V
Danareksa Syariah Saham	-.0043	1.2460	-	V
Pratama Syariah	-.0050	2.8874	-	V
Pacific Saham Syariah	-.0188	4.2912	-	V
Bahana Icon Syariah	-.0024	1.9938	-	V
BNI-AM Dana Syariah Musahamah	-.0012	12.3753	-	V
Maybank Syariah Equity Fund	.0033	-11.5190	-	-
BNP Paribas Cakra Syariah USD	-.0067	-1.1319	-	-
Manulife Saham Syariah Asia Pasifik Dollar	.0008	-4.1373	V	-
Schorder Global Syariah Equity Fund	.0035	-18.7023	V	-
Abedeen Syariah Asia Pacific Equity USD	-.0157	14.1217	-	V
Reliance Saham Syariah	-.0022	-3.9483	-	-
Rata-rata	-.0035	.9447		

Rata-rata α selama periode penelitian bernilai -0,0035. Nilai ini menunjukkan bahwa secara umum manajer investasi reksa dana syariah saham di Indonesia belum memiliki kemampuan pemilihan saham (*stock selection*) yang tepat. Hal ini mengindikasikan bahwa kemampuan manajer

investasi dalam menilai saham yg *undervalued* masih lemah. Kemampuan *stock selection* ini erat kaitannya dengan kemampuan analisis fundamental sekuritas. Usaha manajer investasi reksa dana syariah saham dalam *stock selection* justru memberi kontribusi penurunan *return* portofolio.

Pembahasan selanjutnya adalah kemampuan *market timing*. Berdasarkan hasil perhitungan keseluruhan periode terdapat 21 dari 29 manajer investasi reksa dana syariah saham yang memiliki γ lebih dari 0. Perhitungan rata-rata keseluruhan dari sampel reksa dana syariah saham selama periode penelitian diperoleh nilai 0,9447. Artinya, manajer investasi di Indonesia memiliki kemampuan jual beli efek sekuritas dengan cepat dan tepat. Kemampuan manajer investasi dalam *market timing* memberikan kontribusi sebesar nilai koefisien untuk setiap kenaikan atau penurunan imbal hasil dengan asumsi nilai tukar dan jumlah uang beredar sebagai variabel prediktor dan tidak ada variabel lain yang mempengaruhi.

Kemampuan *market timing* erat kaitannya dengan kemampuan peramalan pasar, jika dihubungkan maka kemampuan ini sangat diperlukan dalam strategi aktif manajer investasi untuk memperoleh *abnormal return*. Namun manajer investasi harus tetap memperhatikan kondisi pasar yang mana sangat menentukan *return* yang akan diperoleh. Kemampuan *market timing* yang tepat dapat memberi *return* yang tinggi saat kondisi pasar sedang kondusif dan bergairah (*bullish*). Sebaliknya, usaha manajer investasi dalam *market timing* dapat memberi *return* yang lebih buruk jika dilakukan saat kondisi pasar sedang tidak bergairah (*bearish*). *Market timing* erat kaitannya dengan kemampuan analisis teknikal manajer investasi. Jadi ada kemampuan *market timing* pada manajer investasi namun kontribusi kemampuan *market timing* ini masih tidak stabil baik karena kondisi perekonomian yang tidak kondusif sehingga usah untuk selalu mencetak *return* positif beberapa kali harus gagal akibat memburuknya pasar global.

Hal ini dapat menggambarkan bahwa ketika manajer investasi tidak dapat menentukan dengan baik komposisi portofolionya, manajer investasi akan melakukan peramalan pasar sesuai kondisi yang berkembang dari data-data pergerakan harga saham historis dari sekuritas yang dipilih tanpa mengutamakan aspek fundamental sekuritas tersebut. Kemampuan mengandalkan peramalan pasar dengan kecepatan dalam jual beli sekuritas pada waktu yang tepat ini sangat berkontribusi dalam mencetak *excess return* portofolio. Jika kemampuan *stock selection* dan *market timing* ini terlatih dan dipadukan dalam skill manajer investasi, dapat dipastikan bahwa *excess return* portofolio yang diperoleh akan semakin besar.

Temuan pada penelitian ini mendukung hasil penelitian sebelumnya dari beberapa peneliti. Penelitian Amalia dan Sihombing (2013) me-

nyimpulkan bahwa investasi reksa dana di Indonesia dianggap tidak memiliki kemampuan *stock selection*, namun disisi lain dianggap memiliki kemampuan *market timing* yang cukup baik. Penelitian Astutik (2015) menemukan bahwa kinerja reksa dana saham lebih unggul daripada kinerja aset bebas risiko dan manajer investasi reksa dana saham tidak memiliki kemampuan *stock selection*, namun memiliki kemampuan *market timing* yang baik.

Disisi lain, hasil penelitian ini bertolak belakang dari beberapa penelitian terdahulu. Penelitian Waelan (2008) mengatakan bahwa manajer investasi di Indonesia memiliki kemampuan *stock selection* dan *market timing* yang baik (alpha positif signifikan dan beta positif tidak signifikan). Selanjutnya penelitian Anita (2013) yang menyatakan bahwa manajer investasi di Indonesia memiliki kemampuan pemilihan saham dengan baik namun tidak memiliki *market timing skill*.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian kinerja reksa dana syariah saham dalam kemampuan *stock selection* dan *market timing* di Indonesia periode Januari 2012 sampai Desember 2016 dengan menggunakan model Treynor-Mazuy *Conditional* dengan memasukkan variabel makro yang terdiri dari jumlah uang beredar dan nilai tukar sebagai variabel prediktor menunjukkan bahwa manajer investasi reksa dana syariah saham tidak memiliki kemampuan *stock selection*. Hasil penelitian membuktikan hanya terdapat 20% dari total reksa dana syariah saham di Indonesia yang dijadikan sampel penelitian menunjukkan nilai alpha positif, serta rata-rata alpha menunjukkan nilai negatif.

Selanjutnya untuk variabel *market timing* pada reksa dana syariah saham di Indonesia justru menunjukkan bahwa manajer investas memiliki kemampuan *market timing*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa 72% dari total sampel reksa dana menunjukkan nilai γ positif dan rata-rata γ menunjukkan nilai positif.

Manajer investasi reksa dana syariah saham di Indonesia seharusnya lebih meningkatkan kemampuan *stock selection* dan *market timing* dalam mengelola portofolionya. Jika kemampuan *stock selection* dipadukan dengan kemampuan *market timing* maka *abnormal return* yang diperoleh akan semakin meningkat dan untuk investor sebaiknya memilih reksa dana yang kinerjanya superior, memiliki mamajer investasi berkompeten salah satunya dalam kemampuan *stock selection* dan *market timing*.

DAFTAR PUSTAKA

- Agustina, C & Ardiansari, A. 2015. Pengaruh Faktor Ekonomi Makro dan Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan. *Management Analysis Journal*. 4 (1).
- Amalia, D & Sihombing. 2013. Analisis Kemampuan *Stock Selection* dan *Market Timing* pada Reksa Dana Saham di Indonesia Periode Januari 2008 – Juli 2013. *Journal of Capital Market and Banking*. 2 (1).
- Anita. 2013. Pengukuran Pemilihan Saham dan Penetapan Waktu Menggunakan Model Treynor-Mazuy pada Reksa Dana Syariah di Indonesia. *Jurnal Etikonomi*. 12 (1).
- Astutik, F. 2015. Analisis Kemampuan Manajer Investasi dalam *Stock Selection* dan *Market Timing* berdasarkan *Aset Under Management* pada Kinerja Reksa Dana Saham di Indonesia. *Skripsi*. Semarang: Universitas Negeri Semarang.
- Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia dan Bank Indonesia. 2006. *Himpunan Fatwa Dewan Syariah MUI*. Edisi Revisi tahun 2006. Jakarta: CV. Gaung Persada.
- Farnsworth, H., Ferson, W., Jackson, D & Todd, S. 2001. Performance Evaluation with Stochastic Discount Factor. *Journal of Finance*.
- Fatra, O. S. 2014. Analisis Perbandingan Kinerja Reksa Dana Konvensional dan Reksa Dana Syariah di Indonesia. *Skripsi*. Jember: Universitas Negeri Jember.
- Ferson, W. E & Schadt, R. W. 1996. Measuring Fund Strategy and Performance in Changing Economic Conditions. *Journal of Finance*. 51 (2) : 445-46.
- Kat, H & Miffre, J. 2005. The Impact of Non-Normality Risk and Tactical Trading on Hedge Fund Alphas. *Cass Bussines School Finance Working Paper*.
- Listriono, K. 2015. Peranan Inflasi, BI Rate, Kurs Dolar (USD/IDR) dalam Mempengaruhi Indeks Harga Saham Gabungan. *Jurnal Dinamika Manajemen*. 6 (1): 73-83.
- Listyaningsih, E & Krishnamurti, C. 2015. How Performance of Jakarta Islamic Index (JII) Stocks Relative to Other Stocks?. *Jurnal Dinamika Manajemen*. 6 (2): 145-164.
- Mankiw, H. G. 2007. *Makroekonomi*. Edisi keenam. Penerjemah: Wibi Hardani dkk. –Fitria Liza dan Imam Nurmawan. Jakarta: Erlangga.
- Manurung, A. H. 2008. *Reksa Dana Investasiku*. Jakarta: Kompas.
- Murhadi, W. 2009. *Penilaian Kinerja Reksa Dana*. Bandung: Proceeding Call Paper UNPAR.
- Mustofa, F. S. 2016. Pengaruh *Stock Selection Ability* dan *Market Timing Ability* terhadap Kinerja Reksa Dana Syariah Saham Menggunakan Model *Conditional* dan *Unconditional* pada Periode 2009-2015. *Skripsi*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Nurchaya, G. P. E & Bandi. 2010. Reksa Dana di Indonesia: Analisis Kebijakan Alokasi Aset, Pemilihan Saham, dan Tingkat Risiko. *Symposium Nasional Akuntansi XIII Purwokerto*: Universitas Sebelas Maret.
- Oktaviani, B. N & Wijayanto, A. 2015. Aplikasi Single Index Model dalam Pembentukan Portofolio Optimal saham LQ45 dan Jakarta Islamic Index. *Management Analysis Journal*. 14 (1): 189-202.
- Panjaitan. 2012. Analisis Kemampuan *Stock Selection* dan *Market Timing* Manajer Investasi pada Reksa Dana Saham di Indonesia. *Jurnal Etikonomi*.
- Pardosi, B & Wijayanto, A. 2013. Analisis Perbedaan Return dan Risiko Saham Portofolio Optimal dengan Bukan Portofolio Optimal. *Management Analysis Journal*. 4 (1).
- Paramita, S. V. 2013. Pengujian Beberapa Alternatif Model Treynor-Mazuy Condition sebagai Model Pengukuran Kinerja Reksa Dana. *Jurnal Portofolio*. 1 (1).
- Pratomo, E. P & Nugraha, U. 2004. *Reksa dana Solusi Perencanaan Investasi di Era Modern*. Jakarta: Gramedia Media Utama.
- Rosadi, Dedi. 2012. *Ekonometrika dan Analisis Runtut Waktu Tereapan*. Yogyakarta: Penerbit Andi.
- Samsul, M. 2006. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Erlangga.
- Sari, A. 2012. Analisis Kebijakan Alokasi Aset, Kinerja Manajer Investasi dan Tingkat Risiko terhadap Kinerja Reksa Dana Saham di Indonesia. *Skripsi*. Semarang: Universitas Diponegoro
- Solkhan, M. 2015. Analisis Perbandingan Kinerja Reksa Dana Saham, Pendapatan Tetap, dan Campuran dengan Kinerja Pasar dengan Menggunakan Metode Sharpe dan Treynor. *Skripsi*. Semarang: Universitas Islam Negeri Walisongo.
- Sugiyono. 2008. *Metode Penelitian Pendidikan (Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, dan R & D)*. Bandung: Alfabeta.
- Sunariyah. 2000. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Yogyakarta: UPP-AMP YKPN.
- Sutedi, A. 2011. *Pasar Modal Syariah, Sarana Investasi Keuangan Berdasarkan Prinsip Syariah*. Jakarta: Sinar Grafika.
- Undang-undang Republika Indonesia. 1995. Undang-undang Pasar Modal No.8 Tahun 1995 Tentang Reksa Dana. Jakarta.
- Waelan. 2008. Kemampuan Memilih Saham dan Market Timing Manajer Investasi Reksa Dana Saham di Bursa Efek Indonesia. *JAAI*. 12 (12): 167-176.
- Widjaja, G & Prajna, A. R. 2006. *Reksa Dana dan Peran Serta Tanggung Jawab Manajer Investasi dalam Pasar Modal*. Jakarta: Prenada.
- Winingrum, E. P. 2012. Analisis *Stock Selection Skill*, *Market Timing Ability*, *Size* Reksa Dana, Umur Reksa Dana dan *Expense Ratio* terhadap Kinerja Reksa Dana Saham yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode tahun 2006-2010. *Skripsi*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Witiastuti, R. S. 2012. Analisis Kinerja Portofolio: Pengujian Single Index Model dan Naive Diversification. *Jurnal Dinamika Manajemen*. 3 (2): 122-1332.