BAB II
KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS

2.1 Kajian Pustaka

2.1.1 *Modern Portofolio Theory*

Konsep teori portofolio pertama kali diperkenalkan oleh Harry Markowitz pada tahun 1952. Beliau mengemukakan bahwa dengan diversifikasi investasi yang bijaksana, investor dapat menciptakan rasio risiko dan imbal hasil yang optimal. Salah satu asumsi mendasar dalam *Modern Portofolio Theory* (MPT) adalah bahwa setiap pemodal bersifat *risk averse*. Artinya, ketika dihadapkan pada dua pilihan dengan imbal hasil yang setara, maka pemodal akan cenderung memilih opsi dengan risiko yang lebih rendah. Dengan kata lain, kesediaan pemodal untuk menanggung risiko yang lebih besar hanya akan muncul apabila diimbangi dengan ekspektasi imbal hasil yang besar pula (Siregar et al., 2026).

Hingga saat ini, teori tersebut masih menjasi salah satu landasan utama dalam ilmu keuangan, karena menjelaskan bagaimana seorang investor bisa menyusun portofolio optimal dengan menggabungkan aset-aset yang tepat. Seorang investor yang rasional tidak hanya akan mencari imbal hasil yang paling tinggi, tetapi juga mempertimbangkan risiko yang ada. Risiko di analisis dengan mengguunakan varians atau standar deviasi hasil. Sementara itu, *expected return* dihitung berdasarkan rata-rata historis dari aset tersebut.

Dalam praktiknya, teori portofolio menekankan pentingnya melakukan diversifikasi. Diversifikasi memberikan peluang bagi investor untuk meminimalkan total risiko portofolio dengan cara menggabungkan berbagai aset yang memiliki korelasi rendah satu sama lain.

UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

Selain itu, dalam *modern portofolio theory* terdapat konsep utama mengenai pembentukan portofolio optimal bagi investor. Setelah batas efisien ditentukan, pilihan portofolio yang terbaik akan bergantung pada preferensi risiko yang dimiliki oleh masing-masing investor. Investor menjelaskan preferensi mereka terhadap risiko dan *return* dengan memanfaatkan kurva *indeference*. Kurva ini memperlihatkan berbagai kombinasi antara risiko dan *return* yang memberikan

tingkat kepuasan yang setara bagi investor. Portofolio yang paling optimal adalah titik pertemuan antara kurva *indifference* milik investor dengan kurva batas efisien (Adnyana, 2020).

Dalam penelitian ini *modern portofolio theory* dipilih karena teori tersebut menjelaskan keterkaitan antara risiko dan *return* dalam pembentukan portofolio investasi. Selain itu, teori ini juga menekankan pentingnya diversifikasi dan pembentukan portofolio optimal untuk memperoleh *return* yang maksimal dengan tingkat risiko tertentu. Relevansi teori ini dengan penelitian terletak pada karakteristrik reksa dana saham sebagai bentuk investasi portofolio yang dikelola oleh manajer investasi, sehingga kemampuan *market timing ability*, *stock selection skill*, serta tingkat risiko menjadi faktor penting dalam menghasilkan kinerja reksa dana saham yang optimal.

2.1.2 *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)

Capital Asset Pricing Model (CAPM) adalah model penilaian sekaligus penentuan harga aktiva modal yang digunakan untuk memperkirakan harga suatu *capital asset* dengan memprhitungkan karakteristrik dan risiko yang melekat pada asset rersebut. Model ini berfungsi untuk mengukur risiko portofolio yang tidak efisien dalam lingkup pasar modal yang dinotasikan sebagai β (beta) (Adnyana, 2020).

Risiko dalam CAPM yang diukur menggunakan beta salah satunya yaitu risiko sistematis. Risiko sistematis merupakan komponen risiko yang tak terpisahkan dari dinamika pergerakan pasar saham secara keseluruhan, sehingga keberadaannya tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi. Risiko ini timbul akibat perubahan kondisi pasar secara menyeluruh, yang pada gilirannya turut memengaruhi variablitas *return* suatu investasi. Dengan kata lain, risiko sitematis merupakan risiko yang tidak dapat didiversifikasi (Inrawan et al., 2022)

Pada dasarnya, CAPM menggambarkan hubungan antara risiko dan imbal hasil yang diharapkan dalam suatu investasi. Model ini memberikan asumsi bahwa setiap investor mengambil keputusan investasi berdasarkan pertimbangan antara niali *expected return* dan standar deviasi *return* dari potofolioyang dimilikinya. Dalam membentuk portofolio yang efisien, para investor diasumsikan menggunakan

UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

sumber informasi yang sama, seperti tingkat *return*, varians *return*, maupun matriks korelasi antar aset.

CAPM mengasumsikan bahwa investor bersikap rasional dan imbal hasil sekuritas dipengaruhi oleh bagaimana pasar merespons kinerja fundamental emiten tersebut. Integrasi komponen risiko pasar dan nilai fundamental seperti profitabilitas serta *market value ratio* terbukti memiliki pengaruh langsung terhadap pembentukan harga saham di bursa, sebagaimana diteliti (Reka Widiana et al., 2024). Oleh karena itu, manajer investasi dituntut memiliki kemampuan tinggi dalam menganalisis rasio pasar ini guna memproksikan return ekspektasi CAPM secara akurat sebelum memasukkan sebuah saham ke dalam keranjang reksa dana.

Model ini dibangun atas pondasi teori portofolio Markowitz, dimana portofolio yang efisien digambarkan sebagai portofolio yang berada sepanjang kurva *efficient frontier*. Dalam kondisi pasar yang seimbang, investor akan sulit memperoleh *abnormal return* secara konsisten. Konsep tersebut kemudian berkembang dalam *Efficient Market Hypothesis* yang menjelaskan bahwa harga pasar telah mencerminkan informasi yang tersedia.

2.1.3 *Efficient Market Hypothesis* (EMH)

Efficient Market Hypothesis (EMH) merupakan salah satu teori keuangan modern yang dinilai paling berpengaruh dengan asumsi bahwa seluruh informasi yang relavan telah tercerminkan pada harga sekuritas ketika sekuritas tersebut diperdagangkan. Teori ini bertumpu pada model *random walk*, yang menyatakan bahwa informasi di pasar bergerak secara acak dan sulit diprediksi, sehingga investor pada dasarnya tidak dapat memperkirakan maupun memproyeksikan keuntungan di masa yang akan datang (Octavianus, 2021).

UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

Fama (1970) dalam L. Gao et al (2025)mendefinisikan *Efficient Market Hypothesis* (EMH) sebagai suatu kondisi di mana harga sekuritas mencerminkan seluruh informasi yang tersedia di pasar. Sedangkan Beaver (1989) berpendapat bahwa pasar dapat dikategorikan efisien apabila pergerakan pasar sekuritas bertindak seolah-olah seluruh pelaku pasar memiliki akses terhadap informasi yang sama. Informasi dalam EMH terdiri atas informasi historis, informasi publik, dan informasi privat. Selain itu, pasar efisien didukung oleh beberapa asumsi, seperti

banyaknya investor rasional, informasi yang tersedia secara merata, serta reaksi pasar yang cepat terhadap informasi baru sehingga perubahan harga saham mencerminkan nilai yang sebenarnya.

Efficient Market Hypothesis (EMH) berhubungan langsung dengan keahlian Manajer Investasi dalam penelitian ini. Jika pasar saham terbukti tidak efisien, informasi tidak akan tersebar merata secara instan. Ketidakefisienan pasar inilah yang dimanfaatkan oleh Manajer Investasi melalui strategi *market timing* (ketepatan waktu beli/jual) dan *stock selection* (pemilihan saham *undervalued*) untuk mengoptimalkan kinerja reksa dana.

2.1.4 Investasi

2.1.4.1 Pengertian Investasi

Menurut Tandelilin (2024) investasi sebagai komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada masa ini dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa mendatang. Salah satu bentuknya adalah investasi finansial yaitu investasi pada surat-surat berharga yang pada dasarnya merupakan klaim atas aktiva riil yang dikuasai oleh suatu entitas, seperti saham, obligasi, dan instrumen keuangan lainnya (Elan Nurhadi, 2020).

Dalam pengambilan keputusan, investor perlu memahami hubungan antara tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) dengan risiko yang harus dihadapi. Semakin tinggi *expected return*-nya, maka semakin tinggi pula risiko yang ditanggung. Hal ini mengindikasikan bahwa *return* dan risiko memiliki hubungan yang berbanding lurus (Matoevanny, 2016). Oleh sebab itu, pengambilan keputusan investasi pada hakikatnya bersifat dinamis dan berlangsung secara terus-menerus (*on-going process*).

UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

Tandelilin (2021) menjelaskan bahwa proses investasi tersebut terdiri dari beberapa tahap, yaitu:

1. Penentuan kebijakan investasi, yaitu menetapkan tujuan investasi dan besarnya dana yang akan dialoasikan.
2. Analisis sekuritas**,** yaitu menganalisis sekuritas untuk mengetahui apakah suatu instrumen investasi berada pada kondisi *undervalued* atau *overvalued*.

Analisis ini dapat dilakukan melalui analisis teknikal dan analisis fundamental.

3. Pembentukan portofolio, yaitu menentukan sekuritas apa saja yang akan dipilih serta proporsi dana yang akan dialokasikan pada masing-masing sekuritas.
4. Revisi portofolio, yaitu melakukan penyesuaian terhadap portofolio yang telah dibentuk apabila diperlukan.
5. Evaluasi kinerja portofolio, yaitu menilai kinerja investasi berdasarkan tingkat keuntungan dan risiko yang ditanggung.

2.1.4.2 *Risk & Return*

Risk & return merupakan dua konsep yang tidak dapat dipisahkan dalam kegiatan investasi. Secara konvensioanal konsep ini dipandang memiliki hubungan yang positif, di mana semakin tinggi tingkat risiko suatu investasi, semakin tinggi pula potensi keuntungan yang dapat diperoleh (Hanafi, 2021).

1. *Risk*

Risiko investasi adalah kemungkinan munculnya selisih antara *return* aktual dan *return* yang diharapkan (Fahmi, 2020). Risiko mencerminkan ketidakpastian hasil investasi akibat perubahan kondisi ekonomi, pasar, maupun kinerja perusahaan.

Hanafi (2021) mendefinisikan risiko sebagai kemungkinan penyimpangan dari hasil yang diharapkan. Risiko umumnya diukur dengan standar deviasi, yaitu ukuran seberapa jauh *return* menyimpang dari nilai rata-ratanya. Semakin besar standar deviasi suatu aset, maka semakin besar pula tingkat risikonya.

Menurut Inrawan et al (2022) mengklasifikasikan risiko ke dalam dua jenis, yaitu:

a. Risiko sistematis (*systematic risk*), yaitu risiko yang berasal dari faktor makro seperti kondisi ekonomi, politik, inflasi, dan suku bunga, yang tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi.
b. Risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*), yaitu risiko yang berasal dari kondisi internal perusahaan dan dapat dikurangi melalui diversifikasi portofolio.

UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

2. *Return*

Menurut Brigham & Ehrhardt (2017) tingkat pengembalian pada dasarnya merupakan rasio antara keuntungan yang diperoleh yaitu selisih dana masuk dan modal awal terhadap besarnya nilai investasi itu sendiri. Sementara itu, Jogiyanto (2009) dalam (Isnawati, 2020) mendefinisikan *return* sebagai hasil yang diperoleh dari suatu investasi.

Brigham dan Houston mengklasifikasikan *return* menjadi dua jenis, yaitu:

1) *Return* realisasi *(realized return)*, yaitu pengembalian yang terjadi dan dapat dipergunakan untuk evaluasi kinerja serta peramalan *return* di masa depan.
2) *Return* ekspektasi **(***expected return***)**, yaitu *return* yang diharapkan akan diperoleh di masa yang akan datang dan digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan investasi.

2.1.5 Reksa Dana

2.1.5.1 Pengertian Reksa Dana

Secara umum, reksa dana dapat dipahami sebagai suatu wadah yang digunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal, yang kemudian dana tersebut diinvestasikan ke dalam berbagai instrumen investasi yang tersedia di pasar modal, seperti saham, obligasi, dan instrumen pasar uang. Dana yang terkumpul tersebut dikelola oleh Manajer Investasi (MI) ke dalam suatu portofolio investasi.

Shohiha (2022) menyatakan bahwa reksa dana atau *mutual fund* merupakan wadah investasi bersama, di mana sejumlah investor menyatukan dananya untuk dikelola secara profesional Dengan demikian, reksa dana pada dasarnya merupakan salah satu bentuk diversifikasi portofolio yang pengelolaannya diserahkan kepada Manajer Investasi.

UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

Tandelilin (2024) menyatakan bahwa reksa dana merupakan "salah satu instrumen investasi yang tersedia di pasar modal selain saham dan obligasi. Istilah "reksa dana" berasal dari kata reksa yang berarti menjaga atau memelihara dan dana yang berarti uang, sehingga reksa dana dapat diartikan sebagai kumpulan dana yang dikelola dan dipelihara".

Menurut Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, Pasal 1 Ayat 27:

> **“**Reksa dana didefinisikan sebagai wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasi kan dalam portofolio efek oleh manajer investasi.”

Reksa dana memiliki sejumlah karakteristik utama Rusdiansah (2021), yaitu:

1. Merupakan kumpulan dana dari berbagai investor, baik perorangan maupun lembaga, yang memiliki tujuan investasi berbeda-beda.
2. Dana diinvestasikan ke dalam berbagai efek, seperti saham, obligasi, dan instrumen pasar uang.
3. Dikelola oleh Manajer Investasi, yaitu pihak yang memiliki kewenangan dan keahlian dalam mengelola portofolio.
4. Merupakan instrumen investasi jangka menengah dan panjang, karena umumnya ditempatkan pada instrumen dengan horizon waktu lebih dari satu tahun.
5. Memiliki risiko, karena nilai portofolio dapat berubah seiring perubahan harga pasar.
6. Bersifat fleksibel, karena dana dapat dialokasikan ke berbagai instrumen sehingga memungkinkan terjadinya diversifikasi.
7. Setiap investor reksa dana memperoleh bukti kepemilikan berupa Unit Penyertaan (UP). Nilai investasi investor tercermin pada Nilai Aktiva Bersih (NAB) per Unit Penyertaan.

Kelebihan dari investasi dalam bentuk reksa dana antara lain sebagai berikut (OJK):

1. Pengelolaan secara profesional, reksa dana dikelola oleh tenaga profesional pasar modal yang memiliki akses terhadap informasi dan perdagangan efek, sehingga mampu terus menelusuri peluang investasi terbaik bagi para nasabahnya.
2. Kemudahan Investasi, proses berinvestasi di reksa dana relatif mudah, dengan berbagai pilihan strategi investasi yang dapat disesuaikan dengan risiko dan keuntungan yang diharapkan.
3. Keleluasaan investasi dalam reksa dana, investor memiliki fleksibilitas untuk memilih maupun berpindah jenis investasi sesuai dengan tujuan investasinya.

UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

4. Keringanan biaya, pengelola investasi menghimpun dana dalam skala besar sehingga dapat mengalokasikannya secara ekonomis.

Capital gain pada dasarnya diperoleh dari reksa dana yang mengalami pertumbuhan nilai, dengan sumber pendapatan berasal dari kenaikan harga saham maupun diskon obligasi yang menjadi bagian portofolio reksa dana tersebut. Dalam praktiknya, manajer investasi dituntut untuk mampu membeli saham pada saat harga berada di titik rendah dan menjualnya ketika harga sedang tinggi, sehingga *capital gain* dari selisih transaksi jual beli tersebut dapat didistribusikan kepada para pemodal.

2.1.5.2 Jenis-Jenis Reksa Dana

Menurut Shohiha (2022) jenis reksa dana dapat diklasifikasikan berdasarkan beberapa kategori, yaitu berdasarkan bentuk, sifat, tujuan investasi, dan portofolio investasinya.

1. Berdasarkan Bentuk

Berdasarkan Undang-Undang Pasar Modal Nomor 8 Tahun 1995, reksa dana dibedakan menjadi:

a) Reksa dana berbentuk perseroan

Reksa dana ini berbentuk badan hukum perseroan terbatas yang menghimpun dana melalui penjualan saham, yang kemudian diinvestasikan ke berbagai instrumen efek.

b) Reksa dana berbentuk Kontrak Investasi Kolektif (KIK)

Berupa kontrak yang mengikat Manajer Investasi, Bank Indonesia, dan pemegang unit penyertaan, bentuk ini yang paling umum digunakan di Indonesia.

2. Berdasarkan Sifat

a. Reksa dana tertutup (*closed-end fund*)

Pemegang unit penyertaan tidak dapat menjual kembali unitnya kepada Manajer Investasi, melainkan melalui bursa efek.

UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

b. Reksa dana terbuka (*open-end fund*)

Pemegang unit penyertaan dapat menjual kembali unitnya langsung kepada Manajer Investasi sesuai NAB yang berlaku.

3. Berdasarkan Tujuan Investasi
   a. *Growth Fund*, bertujuan memperoleh pertumbuhan nilai dana dan sebagian besar dialokasikan ke saham.
   b. *Income Fund*, bertujuan memperoleh pendapatan yang stabil dan biasanya berinvestasi pada obligasi.
   c. *Safety Fund*, menekankan keamanan modal dan berinvestasi pada instrumen pasar uang.
4. Berdasarkan Portofolio Investasi
   a. Reksa Dana Pasar Uang

Reksa dana pasar uang yaitu reksa dana yang mengalokasikan investasinya pada instrumen utang berjangka waktu di bawah satu tahun. Reksa dana ini memprioritaskan pemeliharaan modal dan kelancaran likuiditas, pengelola investasi menerapkan strategi diversifikasi ke berbagai aset pasar uang jangka pendek, seperti Sertifikat Bank Indonesia (SBI), Surat Berharga Pasar Uang (SBPU) dan lain-lain.

b. Pendapatan Tetap

Alokasi aset pada jenis reksa dana ini difokuskan pada instrumen efek bersifat utang, dengan batas minimal 80% dari total dana kelolaan. Strategi pengalokasiannya dipusatkan pada obligasi (baik obligasi pemerintah maupun daerah) demi menghasilkan imbal hasil yang relatif stabil. Tingkat risiko reksa dana pendapatan tetap ini berada di atas reksa dana pasar uang, tetapi masih cenderung lebih rendah jika dibandingkan dengan reksa dana saham.

c. Reksa Dana Saham

Reksa dana ini mengalokasikan sekurang-kurangnya 80% dananya pada efek yang bersifat ekuitas (saham), terutama saham biasa (*common stock)*. Saham ini dikenal dengan karakteristik *high risk, high return*,

UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

sehingga menawarkan peluang imbal hasil yang signifikan, yang sebanding dengan potensi risiko tingginya.

d. Reksa Dana Campuran

Tidak seperti jenis reksa dana sebelumnya yang mempunyai batasan alokasi investasi tertentu, reksa dana campuran memberikan keleluasaan untuk berinvestasi baik pada efek utang maupun ekuitas dengan porsi alokasi yang lebih fleksibel. Secara definisi reksa dana campuran adalah reksa dana yang mengkombinasikan investasi pada efek ekuitas dan utang dengan proporsi alokasi yang tidak memenuhi kriteria r reksa dana pendapatan tetap dan reksa dana saham. Reksa dana jenis ini membentuk diversifikasi portofolio dengan mengkombinasikan pengalikasian aset pada saham, sekuritas pendapatan tetap, dan efek pasar uang.

e. Reksa Dana Terproteksi

Reksa dana terproteksi merupakan jenis reksa dana yang berfokus pada perlindungan nilai pokok investasi hingga waktu jatuh tempo, reksa dana ini menempatkan dananya pada efek utang yang memiliki predikat *investment grade*.

f. Reksa Dana Indeks

Portofolionya disusun mengikuti indeks tertentu, seperti IHSG atau indeks saham lainnya.

2.1.5.3 Risiko Reksa Dana

Reksa dana sebagai salah satu instrumen investasi tidak terlepas dari berbagai risiko. Rusdiansah (2021), mengindentifikasi beberapa risiko utama yang melekat pada investasi reksa dana, yaitu sebagai berikut:

1. Risiko berkurangnya Nilai Unit Penyertaan

   Nilai unit penyertaan reksa dana dapat mengalami kenaikan maupun penurunan seiring dengan perubahan harga efek yang menjadi bagian portofolionya.

UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

2. Risiko perubahan kondisi ekonomi dan politik

   Dinamika politik dan ekonomi dapat mempengaruhi persepsi investor terhadap pasar, sehingga berdampak pada nilai portofolio reksa dana.

3. Risiko likuiditas

   Terjadi ketika reksa dana mengalami kesulitan dalam menjual efek yang terdapat dalam portofolionya untuk memenuhi permintaan penjualan kembali dari investor.

4. Risiko wanprestasi

   Muncul apabila pihak-pihak terkait seperti emiten, bank kustodian, atau pihak lain gagal memenuhi kewajibannya.

5. Risiko perubahan regulasi

   Perubahan peraturan pemerintah dan kebijakan pasar modal dapat mempengaruhi kinerja dan perkembangan reksa dana.

2.1.5.4 Peranan Manajer Investasi

Manajer Investasi merupakan pihak yang menjalankan usaha pengelolaan portofolio efek bagi para nasabahnya, baik secara individu maupun sebagai pengelola portofolio kolektif untuk sekelompok nasabah, termasuk di dalamnya pengelolaan dana reksa dana.. Dalam struktur pasar modal Indonesia, manajer investasi tergolong sebagai salah satu perusahaan sekuritas, disamping penjamin emisi dan perantara efek, di mana ketiga kegiatan tersebut dapat dijalankan secara terpisah maupun digabungkan dalam satu entitas (Rusdiansah, 2021).

Manajer investasi ini berperan penting sebagai pengelola seksligus penggerak pertumbuhan reksa dana di pasar modal Indonesia, dengan memberikan jasa pengelolaan portofolio efek nasabahnya dengan memperoleh imbalan berupa persentase tertentu dari nilai dana yang dikelolanya. Pengelolaan yang dilakukan didasarkan pada kontrak antara manajer investasi dengan nasabahnya, yang dapat berupa investor individu, investor kolektif, atau investor lembaga seperti dana pensiun, perusahaan asuransi, perbankan ataupun reksa dana yang biasanya disponsori oleh manajer investasi yang bersangkutan) (Rusdiansah, 2021).

UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

Secara teknis manajer investasi tidak menerima secara langsung dana milik nasabahnya, melainkan dititipkan pada bank kustodian. Kustodian inilah yang menerima instruksi pembelian atau penjualan efek dari manajer investasi yang kemudian diteruskan perantara pedagang efek. Selanjutnya, pialang akan melaksanakan transaksi dengan investor lain sesuai mekanisme yang diatur bursa efek.

2.1.6 Kinerja Reksa Dana Saham

2.1.6.1 Pengertian Kinerja Reksa Dana Saham

Kinerja reksa dana merupakan gambaran mengenai kemampuan suatu reksa dana dalam menghasilkan *return* bagi investornya selama periode tertentu. Informasi mengenai kinerja reksa dana ini memegang peranan penting bagi investor sebagai dasar pengambilan keputusan sebelum memutuskan berinvestasi pada reksa dana (Isnawati, 2020).

Secara lebih spesifik kinerja reksa dana merujuk pada kemampuan suatu produk reksa dana dalam menghasilkan *return* jika dibandingkan dengan tingkat risiko yang menyertainya. Salah satu indikator dalam melihat keberhasilan suatu reksa dana yaitu Nilai Aktiva Bersih (NAB), di mana kenaikan NAB dari waktu ke waktu mencerminkan adanya *return* yang berhasil diperoleh oleh investor. Besar kecilnya NAB ini tercermin dalam harga unit penyertaan, yaitu satuan yang menggambarkan jumlah asset yang diinvestasikan oleh investor dalam reksa dana (Firdaus, 2019).

2.1.6.2 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kinerja Reksa Dana Saham

Menurut Hasanah et al (2025) dalam penelitiannya mengidentifikasi sejumlah faktor utama yang berpengaruh terhadap kinerja reksa dana saham di pasar modal. Faktor-faktor tersebut dapat dikelompokan kedalam tiga kategori, yaitu sebagai berikut:

1. Faktor Makroekonomi, beberapa diantaranya yaitu:
    a. Inflasi, yang merupakan naiknya harga barang maupun jasa yang terjadi terus menerus dan mempengaruhi harga. Naiknya tingkat harga yang

UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

terus menerus ini menyebabkan penurunan nilai uang yang akhirnya mampu mempengaruhi perkembangan investasi pada portofolio.

b. Tingkat Suku Bunga, biasanya sering direpresentasikan oleh BI Rate, di mana kenaikan suku bunga cenderung berdampak negatif terhadap kinerja reksa dana saham.

c. Nilai Tukar, adalah harga atau nilai suatu mata uang yang dinyatakan dalam mata uang negara lain.

2. Karakteristik Reksa Dana, yaitu meliputi:
   a. Ukuran Reksa Dana (*fund size)*, yaitu besarnya dana kelolaan suatu reksa dana.
   b. Usia Reksa Dana (*fund Age*), yaitu usia reksadana sejak pertama kali efektif diperdagangkan.
   c. Biaya Operasional (*Expense Ratio*), yaitu biaya yang dikeluarkan dalam pengelolaan efek reksa dana.
3. Kemampuan Manajer Investasi, terdiri dari:
   a. *Market Timing Ability*, yaitu kemampuan Manajer Investasi dalam menentukan momen yang tepat untuk membeli atau menjual sekuritas tertentu untuk membentuk portofolio aset yang optimal.
   b. *Stock Selection Skill*, yaitu kemampuan Manajer Investasi dalam memilih saham atau efek yang memberikan *return* optimal, dimana kemampuan ini kerap diandalkan untuk memperoleh *return* yang abnormal.

2.1.6.3 Metode Pengukuran Kinerja Reksa Dana Saham

Investor yang akan membeli reksa dana tentunya perlu terlebih dahulu mencermati kondisi pasar yang sedang berlangsung. Berdasarkan kondisi tersebut, manajer investasi menyesuaikan kebijakan investasinya, baik itu ketika kondisi pasar sedang ramai (*bullish*) maupun keadaan pasar sedang lesu (*bearish market*) untuk mendapatkan keuntungan yang optimal.

Menurut Tandelilin (2021) pada pengukuran reksa dana terdapat tiga metode pengukuran, yaitu;

UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

a. Metode *Sharpe*

Pengukuran dengan metode sharpe ini didasarkan *risk premium*, yaitu selisih antara rata-rata kinerja yang dihasilkan reksa dana dengan rata-rata kinerja investasi yang bebas risiko (*risk free assets*). Pengukuran *Sharpe* dirumuskan sebagai berikut:

$$Sharpe\ Ratio\ (S_{RD)} = \frac{Return\ Reksa\ Dana\ (R_{D)} - Risk\ Free(R_{F)}}{Standar\ Deviasi\ (\sigma)}$$

b. Metode *Treynor*

Sama halnya dengan metode sharpe, metode treynor juga berlandaskan pada *risk premium*, namun perbedaannya terletak pada penggunaan pembagi berupa beta (β), yaitu ukuran risiko fluktuasi suatu reksa dana relatif terhadap risiko pasar. Metode ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$Treynor\ Ratio(T_{RD}) = \frac{Return\ Reksa\ Dana\ (R_D) - Risk\ Free(R_F)}{Beta\ Reksa\ Dana\ (\beta)}$$

c. Metode *Jensen*

Pengukuran dengan metode Jensen menilai kinerja manajer investasi berdasarkan seberapa besar kemampuannya menghasilkan kinerja di atas pasar dengan mempertimbangkan tingkat risiko pasar yang dimilikinya. Pengukuran dalam metode ini dirumuskan sebagai berikut:

$$R_D - R_F = \alpha + [\beta(R_M - R_F)]$$

Di mana:

R_D = *Return* reksa dana

R_F = *Return* bebas risiko

α = nilai perpotongan jensen

β = beta dari portofolio (risiko pasar atau risiko sistematis)

R_M = *return* keuntungan pasar

Dalam penelitian ini, rumus yang digunakan untuk mengukur kinerja reksa dana saham adalah dengan menggunakan metode *Sharpe Ratio.* Metode ini mengukur kinerja reksa dana berdasarkan perbandingan antara *excess return* terhadap total risiko yang ditanggung oleh investor. Pemilihan metode ini juga

UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Putra et al., 2025 dan Yolanda et al., 2019).

2.1.7 *Market Timing Ability*

2.1.7.1 *Pengertian Market Timing Ability*

Market Timing Ability adalah mencerminkan keahlian manajer investasi dalam menentukan momentum yang tepat untuk mengeksekusi pembelian, penjualan, maupun penukaran efek sekuritas dalam portofolio yang dikelolanya. Hal tersebut menjelaskan bahwa manajer investasi memutuskan untuk melepas saham dari portofolio dan keluar dari pasar sesaat sebelum indeks harga saham melonjak tajam. Pada dasarnya, keahlian manajer investasi mencakup proyeksi pergerakan pasar secara presisi, baik dalam kondisi pasar yang menguat (*bullish*), melemah (*bearish*), maupun ketika imbal hasil pasar berada di bawah tingkat suku bunga bebas risiko (Merina, 2020).

Market timing ability dapat juga diartikan sebagai keahlian Manajer Investasi dalam memprediksi waktu yang tepat untuk mentraksaksikan sekuritas tertentu sehingga membentuk portofolio aset yang optimal. Aktivitas *market timing* berkaitan erat dengan upaya meramalkan realisasi portofolio di masa mendatang. Apabila manajer investasi meyakini dapat memperoleh hasil yang lebih baik dibandingkan rata-rata estimasi *return* pasar, maka ia akan menyesuaikan tingkat risiko portofolionya sebagai bentuk antisipasi terhadap perubahan pasar (Amilia, 2016).

Berdasarkan beberapa pengertian tersebut, dapat disimpulkan bahwa *market timing ability* merupakan kemampuan yang dimiliki oleh manajer investasi dalam membaca sentimen pasar untuk memilih waktu yang tepat dalam masuk ke pasar dan keluar dari pasar atau dengan kata lain menjual saham yang telah ditanamkan. Pemilihan waktu yang tepat ini bertujuan agar modal tetap terjaga sehingga mendapatkan keuntungan ketika menjual maupun membeli saham. Selain itu, dengan strategi yang diterapkan tersebut akan membuat *return* menjadi lebih tinggi.

UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

2.1.7.2 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Market Timing Ability*

Market timing ability merupakan kemampuan manajer investasi dalam memilih waktu yang tepat untuk masuk ke pasar dalam bertransaksi di pasar modal. Menurut Jensen (1968) dalam (Isnawati, 2020) konsep kinerja portofolio dibagi menjadi dua dimensi. Pertama, sejauh mana manajer investasi dan analisis sekuritas mampu mengoptimalkan tingkat pengembalian dengan memprediksi arah harga sekuritas mendatang. Kedua, bagaimana kapasitas manajer tersebut dalam mengendalikan tingkat risiko kepemilikan aset melalui pembentukan diversifikasi portofolio yang optimal.

Dengan dimilikinya kemampuan tersebut, manajer investasi akan memberikan kontribusi yang positif dalam melakukan investasi serta mampu memprediksi kapan waktu yang tepat untuk menyesuaikan portofolio sahamnya. Manajer investasi akan mampu menghindari risiko sistematik dalam penurunan nilai NAB serta risiko diversifikasi lainnya dan dapat mengantisipasi perubahan harga saham yang terjadi.

Kemampuan manajer investasi ini tentunya tidak lepas dari pengaruh beberapa faktor. (Lubis, 2016) menyebutkan faktor-faktor yang mempengaruhi manajer investasi diantaranya yaitu pengalaman, kinerja historis, gaya investasi dan dukungan grup perusahaan.

2.1.7.3 Metode Pengukuran *Market Timing Ability*

Dalam mengukur kinerja manajer investasi, terdapat dua model perhitungan yang digunakan yaitu sebagai berikut:

1. Model Treynor-Mazuy

   Dalam model treynor -mazuy pengukuran kinerja reksa dana dengan mempertimbangkan kemampuan *market timing* dan *stock selection* dari manajer investasi. Dengan demikian, kinerja reksa dana tidak hanya dipengaruhi oleh kinerja pasar, tetapi dipengaruhi oleh kemampuan manajer investasi sebagai pengelola aset dalam reksa dana.

   Menurut Treynor dan Mazuy (1966) dalam (Merina, 2020) menyatakan bahwa nilai alfa (α) menggambarkan *stock selection skill* dari seorang manajer investasi. Di sisi lain, indikator *market timing ability* diwakili oleh besarnya

UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

nilai gamma (γ). Model Treynor-Mazuy ini menggunakan rumus sebagai berikut:

$$R_D-R_F = \alpha+ [\beta(R_M-R_F)]+ \gamma (R_M-R_F)^2+ \varepsilon\rho$$

Di mana:

R_D = *Return* reksa dana pada periode t

R_F = *Return* bebas risiko pada periode t

R_M = *return* keuntungan pasar pada periode t

γ = koefisien regresi yang merupakan indikasi kemampuan *market timing* dari manajer investasi

α = *intercept* yang merupakan indikasi *stock selection* dari manajer investasi

β = koefisien regresi market *return* atau *slope* pada waktu pasar turun

$\varepsilon\rho$ = *random error*.

Nilai alfa (α) dan gamma (γ) yang bernilai positif masing-masing menjadi indikator atas keahlian manajer investasi dalam hal *selectivity* serta *market timing*. Hal ini memperlihatkan kapasitas manajer investasi dalam menghasilkan tingkat *excess return* reksa dana yang lebih tinggi jika dibandingkan dengan *excess return* market.

2. Model Henriksson- Merton

Model regresi Henriksson dan Merton memungkinkan pengukuran secara terpisah atas kontribusi *stock selection skill* dan *market timing ability* terhadap kinerja portofolio reksa dana secara keseluruhan. Untuk menilai dimensi *microforecasting* atau *stock selection*, acuan yang digunakan adalah besaran koefisien alfa (α). Manajer investasi dinilai memiliki kemampuan *stock selection* yang baik apabila nilai α bernilai positif ($\alpha > 0$), dan sebaliknya, nilai α negatif ($\alpha < 0$) menunjukkan kapasitas pemilihan saham yang kurang baik. Bentuk yang dipergunakan dalam model ini adalah formula sebagai berikut:

$$R_D-R_F = \alpha+ [\beta(R_M-R_F)]+\gamma(R_M-R_F)D+ \varepsilon\rho$$

Di mana:

R_D = *Return* reksa dana pada periode t

UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

R_F = *Return* bebas risiko pada periode t

R_M = *return* keuntungan pasar pada periode t

γ = koefisien regresi yang merupakan indikasi kemampuan *market timing* dari manajer investasi

α = *intercept* yang merupakan indikasi *stock selection* dari manajer investasi

β = koefisien regresi market *return* atau *slope* pada waktu pasar turun

$\varepsilon\rho$ = random *error*.

D = *Dummy* dilakukan untuk melakukan peramalan.

Berdasarkan uraian tersebut, maka dalam penelitian ini rumus yang akan digunakan untuk menghitung kinerja manajer investasi yaitu *market timing ability* menggunakan model perhitungan Treynor-mazuy. Model ini dipilih karena model ini mengasumsikan bahwa manajer investasi menerima informasi pasar secara terus-menerus dengan tingkat keyakinan yang bervariasi.

2.1.8 *Stock Selection Skill*

2.1.8.1 Pengertian *Stock Selection Skill*

Stock selection skill merupakan kemampuan Manajer Investasi dalam memilih saham atau efek yang memberikan *return* optimal, di mana kemampuan ini kerap dijadikan andalan manajer investasi untuk memperoleh *return* yang bersifat abnormal.

Menurut Muhardi (2019) mendefinisikan *stock selection skill* sebagai keahlian manajer investasi dalam menyeleksi saham-saham potensial ke dalam portofolio guna menghasilkan *return* yang sesuai dengan ekspektasi investor. Kecakapan manajer investasi dalam menyusun portofolio yang adaptif terhadap pergeseran pasar menjadi sangat krusial, terutama pada *emerging markets* yang berfokus pada evaluasi kinerja. Pemilihan aset secara tepat saat kondisi pasar diproyeksikan menguat (*bullish*) di masa depan akan mendorong perolehan *return* yang optimal. Oleh karena itu, para manajer investasi cenderung mengandalkan strategi pemilihan saham ini untuk mencetak imbal hasil yang unggul (*abnormal return*) (Rudiyanto, 2019).

UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

Maka dapat disimpulkan bahwa *stock selection skill* merupakan kemampuan manajer investasi dalam memilih saham yang akan dimasukan ke dalam portofolionya. Tujuan dari pemilihan saham yang tepat ini agar *return* yang dihasilkan tinggi serta dapat mengantisipasi dari perubahan pasar yang tidak stabil. Hal tersebut juga dilakukan oleh manajer investasi untuk mengetahui portofolio mana yang memiliki kinerja yang baik.

2.1.8.2 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Stock Selection Skill*

Stock selection skill merupakan kemampuan manajer investasi dalam memilih saham yang akan dimasukan ke dalam portofolionya untuk bertransaksi di pasar modal. Menurut Jensen (1968) dalam (Isnawati, 2020) konsep kinerja portofolio dibagi menjadi dua dimensi. Pertama berkaitan dengan keahlian manajer portofolio dan analis sekuritas dalam mendongkrak *return* melalui estimasi pergerakan harga aset masa depan secara akurat. Kedua berfokus pada keahlian manajer portofolio dalam menekan risiko pasar lewat penerapan strategi diversifikasi yang efisien.

Dengan kemampuan tersebut, manajer investasi akan memberikan kontribusi yang positif dalam melakukan investasi serta mampu memprediksi kapan waktu yang tepat untuk menyesuaikan portofolio sahamnya. Manajer investasi akan mampu menghindari risiko sistematik dalam penurunan nilai NAB serta risiko diversifikasi lainnya dan dapat mengantisipasi perubahan harga saham yang terjadi.

Dalam menentukan pilihan terhadap berbagai reksa dana, pemilihan manajer investasi juga menjadi hal yang penting, dengan peertimbangan paling sederhana adalah reputasi. Menurut (Lubis, 2016), penentuan reputasi tersebut dipengaruhi beberapa faktor, yakni, besaran aset yang dikelola jumlah nasabah, kualitas sumber daya manusia, dan kualitas pelayanan.

UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

2.1.8.3 Metode Pengukuran *Stock Selection Skill*

Dalam mengukur kinerja manajer investasi, terdapat dua model perhitungan yang digunakan yaitu sebagai berikut:

1. Model Treynor-Mazuy

   Dalam model treynor-mazuy pengukuran kinerja reksa dana dengan mempertimbangkan kemampuan *market timing* dan *stock selection* dari

manajer investasi. Dengan demikian, kinerja reksa dana tidak hanya dipengaruhi oleh kinerja pasar, tetapi dipengaruhi oleh kemampuan manajer investasi sebagai pengelola aset dalam reksa dana.

Menurut Treynor dan Mazuy (1966) dalam (Merina, 2020) menyatakan bahwa Besaran nilai alfa (α) mencerminkan kecakapan manajer investasi dalam memilah saham berkualitas (*stock selection skill*), sementara nilai gamma (γ) mengindikasikan keahliannya dalam membaca momentum pasar secara tepat (*market timing ability*). Model Treynor-Mazuy ini menggunakan rumus sebagai berikut:

$$R_D\text{-}R_F = \alpha + [\beta(R_M\text{-}R_F)] + \gamma\,(R_M\text{-}R_F)^2 + \varepsilon\rho$$

Di mana:

R_D = *Return* reksa dana pada periode t

R_F = *Return* bebas risiko pada periode t

R_M = *return* keuntungan pasar pada periode t

γ = koefisien regresi yang merupakan indikasi kemampuan *market timing* dari manajer investasi

α = *intercept* yang merupakan indikasi *stock selection* dari manajer investasi

β = koefisien regresi market *return* atau slope pada waktu pasar turun

$\varepsilon\rho$ = *random error.*

Nilai alfa (α) yang positif mengindikasikan adanya keahlian *selectivity*, sedangkan nilai gamma (γ) yang positif mencerminkan *market timing ability*. Kombinasi kedua hasil positif ini membuktikan bahwa manajer investasi berhasil mencetak *excess return* portofolio reksa dana yang melampaui *excess return* pasar.

2. Model Henriksson- Merton

Model regresi Henriksson dan Merton memungkinkan pengukuran secara terpisah atas kontribusi *stock selection skill* dan *market timing ability* terhadap kinerja portofolio reksa dana secara keseluruhan. Untuk menilai dimensi *microforecasting* atau *stock selection*, acuan yang digunakan adalah

UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

besaran koefisien alfa (α). Manajer investasi dinilai memiliki kemampuan *stock selection* yang baik apabila nilai α bernilai positif α > 0), dan sebaliknya, nilai α negatif (α < 0) menunjukkan kapasitas pemilihan saham yang kurang baik. Bentuk yang dipergunakan dalam model ini adalah formula sebagai berikut:

$$R_p\text{-}R_F = \alpha + [\beta(R_M\text{-}R_F)] + \gamma(R_M\text{-}R_F)D + \varepsilon\rho$$

Keterangan:

R_p = *Return* reksa dana pada periode t

R_F = *Return* bebas risiko pada periode t

R_M = *return* keuntungan pasar pada periode t

γ = koefisien regresi yang merupakan indikasi kemampuan *market timing* dari manajer investasi

α = *intercept* yang merupakan indikasi *stock selection* dari manajer investasi

β = koefisien regresi market *return* atau *slope* pada waktu pasar turun

$\varepsilon\rho$ = random *error.*

D = *Dummy* dilakukan untuk melakukan peramalan.

Berdasarkan uraian tersebut, maka dalam penelitian ini rumus yang akan digunakan untuk menghitung kinerja manajer investasi yaitu *stock selection skill* menggunakan model perhitungan Treynor-Mazuy. Model ini dipilih karena model ini mengasumsikan bahwa manajer investasi menerima informasi pasar secara terus-menerus dengan tingkat keyakinan yang bervariasi.

UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

2.1.9 Tingkat Risiko

2.1.9.1 Pengertian Tingkat Risiko

Menurut Rudiyanto (2019) dalam investasi reksa dana, risiko merupakan kondisi di mana tidak memperoleh imbal hasil dan justru mencatatkan kerugian sepanjang kurun waktu investasi. Sejalan dengan prinsip korelasi searah antara risiko dan *return*, instrumen saham menawarkan potensi keuntungan yang tinggi tetapi diimbangi dengan tingkat risiko yang jauh lebih tinggi dibandingkan jenis reksa dana lainnya namun *return* yang di dapat pun tinggi.

Risiko yaitu perolehan dari sebuah rencana hasil (*return*) yang hasilnya terdapat penyimpangan dari yang sebelumnya dijadikan sebuah pengharapan yang terbaik. Ekspektasi yang diharapkan dari *outcome* tidak sesuai dengan yang diterima sehingga terjadi penyimpangan atau deviasi (Harjito & Martono, 2005) dalam (Risma R & Rinda A, 2024).

Konsep *trade-off* menunjukkan hubungan searah antara risiko dan *return*, di mana potensi imbal hasil yang diharapkan akan meningkat seiring dengan tingginya risiko. Oleh karena itu, penilaian kinerja portofolio tidak hanya berfokus pada besarnya *return*, melainkan juga harus mempertimbangkan apakah hasil tersebut sepadan untuk mengompensasi risiko yang diambil. Atas dasar ini, evaluasi portofolio wajib menggunakan indikator penyesuaian risiko (*risk-adjusted performance*). (Rudiyanto, 2019).

Jadi dapat disimpulkan bahwa tingkat risiko itu adalah pengembalian atau *return* yang tidak sesuai dengan ekspektasi yang diharapkan. Tingkat risiko ini juga Adalah besarnya penyimpangan yang terjadi selama periode investasi.

Investasi memiliki beberapa risiko yang tidak dapat dihindari, menurut Martono dan Agus (2008) dalam (Mayangsari, 2022), beberapa risiko dalam perusahaan dapat dibedakan ke dalam tiga kategori yaitu sebagai berikut:

1. Risiko Individual

Risiko ini berfokus pada satu proyek investasi tertentu saja tanpa terpengaruh oleh keberadaan proyek lain. Hal ini biasanya terjadi ketika perusahaan memutuskan untuk menanamkan modal hanya pada satu instrumen. Untuk mengukur besarnya risiko ini, kita bisa melihat dari tingkat fluktuasi *return* yang diharapkan dari investasi tersebut.

2. Risiko Perusahaan

Jenis risiko ini mengukur potensi risiko pada suatu perusahaan tanpa melibatkan tindakan diversifikasi investasi yang dilakukan pemegang saham. Besarnya risiko ini dapat dilihat secara langsung dari tingkat pergerakan naik-turunnya hasil (*return*) yang diperoleh dari investasi terkait.

UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

3. Risiko pasar atau Beta

Risiko pasar berfokus pada sudut pandang investor yang telah menerapkan diversifikasi melalui pembentukan portofolio pada berbagai aset dan perusahaan. Jenis risiko ini tidak dapat dihilangkan sepenuhnya karena dipengaruhi oleh kondisi pasar secara keseluruhan. Oleh karena itu, potensi risiko yang biasa disebut sebagai *market risk* ini diukur menggunakan koefisien Beta.

Berdasarkan jenis-jenis risiko tersebut, penelitian ini menggunakan risiko sistematis yang diproksikan dengan beta (β) sebagai ukuran tingkat risiko, karena risiko sistematis tidak dapat dieliminasi melalui diversifikasi dan relevan dengan karakteristik reksa dana saham sebagai portofolio yang telah terdiversifikasi.

2.1.9.2 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Tingkat Risiko

Dalam konteks investasi, khususnya pada reksa dana saham, tingkat risiko menjadi salah satu indikator krusial dalam menilai kinerja investasi. Risiko mencerminkan adanya ketidakpastian terhadap *return* yang akan diperoleh investor, sehingga perlu dianalisis secara mendalam. Tingkat risiko investasi dipengaruhi oleh dua jenis risiko, yaitu risiko pasar dan risiko yang dapat diversifikasi.

Risiko pasar bersumber dari faktor-faktor yang berdampak luas terhadap sebagian besar perusahaan, seperti inflasi, resesi, dan suku bunga tinggi. Karena dipengaruhi oleh kondisi pasar secara keseluruhan, risiko ini tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi. Sementara itu, risiko yang dapat diversifikasi disebabkan oleh peristiwa yang terjadi pada perusahaan tertentu, seperti tuntutan hukum, pemogokan, keberhasilan atau kegagalan program pemasaran, serta menang atau kalahnya kontrak besar. Risiko ini dapat dikurangi melalui diversifikasi portofolio karena dampak kerugian pada satu perusahaan dapat diimbangi oleh perusahaan lain (Brigham & Ehrhardt, 2017).

UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

2.1.9.3 Metode Pengukuran Tingkat Risiko

Pengukuran risiko sistematis (beta) dilakukan melalui Metode Indeks Tunggal (*Single Index Method*) yang dikembangkan oleh William Sharpe, dimana model ini menjelaskan hubungan antara tingkat keuntungan aset individual dengan

dengan rata-rata tingkat keuntungan pasar (indeks pasar). Tingkat risiko diukur dengan menggunakan koefisien beta (β, yang menguraikan hubungan antara *return* portofolio dengan *return* dari pembanding seperti IHSG. Nilai beta diperoleh dengan membagi nilai kovarians reksa dana dan *return* pasar dengan nilai varians pasar, yang dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\beta i = \frac{\sigma im}{\sigma m2}$$

Keterangan:

β_i : beta portofolio reksa dana

σim : kovarians *return* reksa dana

σm2: *return* portofolio pada periode t

Dalam penelitian yang dilakukan oleh (Mayangsari, 2022), tingkat risiko reksa dana saham dapat dilihat dari standar deviasi dari *return* reksa dana tersebut. Rumus dalam menentukan standar deviasi adalah sebagai berikut:

$$\sigma i = \frac{\sqrt{\Sigma_{i=1}^{n}\{R_i - E(R_i)\}^2}}{N}$$

keterangan

σi : Standar Deviasi Reksa dana

Ri : Nilai *Return* pada periode i

E(Ri): Nilai *Expected return.*

N : Jumlah Observasi

Menurut Treynor dan Mazuy (1966) dalam (Merina, 2020) nilai beta (β) merupakan proksi risiko sistematis diestimasi secara simultan bersama dengan nilai alfa (α) yang mewakili kemampuan manajer investasi dalam pemilihan saham (*stock selection skill*), serta gamma (γ) yang mewakili kemampuan memilih waktu yang tepat (*market timing ability*). Model kuadratik Treynor-Mazuy ini menggunakan persamaan sebagai berikut:

$$R_D\text{-}R_F = \alpha + [\beta(R_M\text{-}R_F)] + \gamma\,(R_M\text{-}R_F)^2 + \varepsilon\rho$$

UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

Di mana:

R_D = *Return* reksa dana pada periode t

R_F = *Return* bebas risiko pada periode t

R_M = *return* keuntungan pasar pada periode t

γ = koefisien regresi yang merupakan indikasi kemampuan *market timing* dari manajer investasi

α = *intercept* yang merupakan indikasi *stock selection* dari manajer investasi

β = koefisien regresi market *return* atau slope pada waktu pasar yang merupakan indikasi dari risiko sistematis

$\varepsilon\rho$ = *random error*.

Berdasarkan uraian tersebut, dalam penelitian ini tingkat risiko dihitung berdasarkan nilai koefisien beta dalam model treynor mazuy. Hal ini didasari agar perhitungan tingkat risiko tidak bertabrakan dengan perhitungan kinerja reksa dana saham atau metode sharpe dimana koefisien pembandingnya adalah standar deviasi.

2.1.10 Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu merupakan kumpulan hasil penelitian terdahulu yang dapat dijadikan referensi dengan penelitian saat ini. untuk menghindari penelitian yang sama diperlukan kajian terhadap penelitian terdahulu. Adapun hasil penelitian terdahulu mengenai topik yang berkaitan dengan penelitian dapat dilihat pada tabel 2.1 berikut ini:

UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu

No	Judul Penelitian, Penulis & Tahun	Variabel Penelitian	Variabel Keterkaitan	Hasil Penelitian
1	Pengaruh Market Timing dan Stock Selection terhadap Kinerja Reksadana Saham (Dewi & Nurwulandari, 2022)	*Market Timing, Stock Selection,* Kinerja Reksadana	X1: *Market timing ability* X2: *Stock selection* Y; Kinerja reksa dana saham	(1) *Stock selection* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja reksadana. (2) *Market timing* berpengaruh terhadap kinerja reksadana.
2	Pengaruh Market Timing dan Stock Selection terhadap Kinerja Reksadana Saham (Ariswati et al. 2025)	*Market Timing, Stock Selection,* Kinerja Reksadana	X1: *Market timing ability* X2: *Stock selection* Y; Kinerja reksa dana saham	*Market timing* dan *stock selection* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja reksadana.
3	Pengaruh Kebijakan Alokasi Aset, Pemilihan Saham & Tingkat Risiko Terhadap Kinerja Reksadana Saham (Ida Hariyati & David Efendi, 2022)	Kebijakan alokasi aset, pemilihan saham, tingkat risiko, kinerja reksa dana saham	X1: pemilihan saham (*stock selection skill)* Y : Kinerja Reksa dana saham	*Stock selection* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja reksa dana saham
4	Analisis Kebijakan Alokasi Aset, Kinerja Manajer Investasi Dan Tingkat Risiko Terhadap Kinerja Reksadana Saham Di Bursa Efek Indonesia (Yaumil Khoiriyah & Ani Pujiati, 2020)	Kebijakan alokasi aset, kinerja manajer investasi, tingkat risiko, kinerja reksa dana saham	X3: Tingkat Risiko Y: Kinerja reksa dana saham	Tingkat risiko berpengaruh negatif terhadap kinerja reksa dana saham

Bersambung

UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

Sambungan tabel 2.1

5	Analisis pengaruh umur reksa dana, tingkat risiko, expense ratio, turn over ratio, dan market timing ability terhadap kinerja reksa dana saham (Ramadhan Masnito & Muhamad syaicu, 2022)	tingkat risiko, *expense ratio, turn over ratio*, dan *market timing ability*, kinerja reksa dana saham	X1: *Market timing ability* X3: Tingkat Risiko Y: kinerja reksa dana saham	(1) Tingkat risiko berpengaruh positif terhadap kinerja reksa dana saham (2) *Market timing ability* berpengaruh terhadap kinerja reksa dana.
6	Analisis pemilihan saham dan tingkat risiko terhadap kinerja reksa dana saham (Putri Yolanda et al (2019)	Pemilihan saham, tingkat risiko, kinerja reksa dana saham	X2: Pemilihan saham (*stock selection skill)* Y: kinerja reksa dana saham	(1) pemilihan saham berpengaruh terhadap kinerja reksa dana
7	Pengaruh alokasi aset, pemilihan saham dan tingkat risiko terhadap reksa dana saham di Indonesia (Maziyah Mazza Basya & Betty Silfia Ayu Utami (2021)	alokasi aset, pemilihan saham, tingkat risiko, kinerja reksa dana saham	X2: Pemilihan saham (*stock selection skill)* X3: Tingkat risko Y: kinerja reksa dana saham	(1) pemilihan saham berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja reksa dana saham (2) tingkat risiko berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja reksa dana saham.
8	Analisis data panel terhadap kinerja reksa dana saham (I gede agus astapa et al, 2018)	*Market timing ability, stock selection skill*, tingkat risiko, kinerja reksa dana saham	X1: *Market timing ability* X2: *Stock selection skill* X3: Tingkat Risiko Y: Kinerja Reksa dana saham	*Market timing ability, stock selection skill*, dan tingkat risiko berpengaruh secara parsial terhadap kinerja reksa dana saham

Sumber: diolah (2026)

UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

2.1.11 Keterkaitan Antar Variabel Penelitian

Kinerja reksa dana adalah hasil investasi yang mencerminkan pertumbuhan atau penurunan nilai aset dalam portofolio saham yang dikelola oleh manajer investasi. Adapun keterkaitan antar variabel independen dan variabel dependen dalam penelitian ini dapat dijabarkan sebagai berikut:

2.1.11.1 Keterkaitan *Market Timing Ability* Terhadap Kinerja Reksa Dana Saham

Market timing ability merupakan kemampuan manajer investasi dalam menentukan waktu yang tepat untuk membeli dan menjual aset berdasarkan kondisi pasar. Kemampuan ini diharapkan mampu mendongkrak kinerja reksa dana saham melalui pengelolaan portofolio yang optimal. Penelitian yang dilakukan oleh Ariswati et al. (2025) menunjukkan bahwa *market timing ability* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja reksa dana saham. Hal ini mengindikasikan bahwa manajer investasi yang mampu membaca pergerakan pasar dengan baik dapat meningkatkan kinerja reksa dana. Hasil penelitian tersebut sejalan dengan penelitian Astapa et al. (2018) yang menyatakan bahwa *market timing ability* berpengaruh positif terhadap kinerja reksa dana saham. Namun, penelitian Masnito et al. (2022) menemukan bahwa *market timing ability* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kinerja reksa dana saham, yang menunjukkan adanya perbedaan hasil penelitian terdahulu.

2.1.11.2 Keterkaitan *Stock Selection Skill* terhadap Kinerja Reksa Dana Saham

Stock selection skill merupakan kemampuan manajer investasi dalam memilih saham-saham yang memiliki prospek *return* terbaik yang pada gilirannya diharapkan dapat meningkatkan kinerja reksa dana saham. Penelitian Hariyati & Efendi (2022) menunjukkan bahwa *stock selection skill* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja reksa dana saham di Indonesia. Hal ini menunjukkan bahwa kemampuan memilih saham yang tepat menjadi faktor penting dalam menentukan kinerja reksa dana. Hasil serupa juga ditemukan oleh Basya & utami (2021) yang menyatakan bahwa *stock selection skill* berpengaruh positif signifikan

UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

terhadap kinerja reksa dana saham. Selain itu, Dewi & Nurwulandari (2022) juga menemukan bahwa *stock selection skill* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kinerja reksa dana saham.

2.1.11.3 Keterkaitan Tingkat Risiko terhadap Kinerja Reksa Dana Saham

Tingkat risiko mencerminkan tingkat ketidakpastian *return* yang dihadapi investor akibat fluktuasi nilai portofolio reksa dana saham, sehingga menjadi salah satu faktor penting yang perlu dipertimbangkan dalam menilai kinerja reksa dana. Penelitian Masnito et al. (2022) menunjukkan bahwa tingkat risiko berpengaruh positif terhadap kinerja reksa dana saham. Hasil ini menunjukkan bahwa peningkatan risiko tidak selalu diikuti oleh peningkatan kinerja. Penelitian Hariyati & Efendi (2022) juga menemukan bahwa tingkat risiko tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja reksa dana saham. Hasil serupa ditunjukkan oleh Khoiriyah & Pujiati (2020) yang menyatakan bahwa tingkat risiko berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kinerja reksa dana saham.

2.2 Kerangka Pemikiran

Kerangka berpikir merupakan peta konseptual yang menggambarkan bagaimana variabel-variabel dalam penelitian ini baik yang menjadi objek kajian maupun keterkaitannya satu sama lain saling berhubungan.

Baik buruknya suatu investasi reksa dana, termasuk pertumbuhannya, pada akhirnya tercermin dari kinerjanya. Oleh karena itu, catatan kinerja di masa lalu kerap dijadikan investor sebagai pertimbangan utama sebelum memutuskan untyuk berinvestasi. Disinilah pentingnya edukasi untuk memberikan pemahaman kepada investor mengenai reksa dana, agar keputusan menanamkan modal dapat diambil dengan lebih percaya diri.

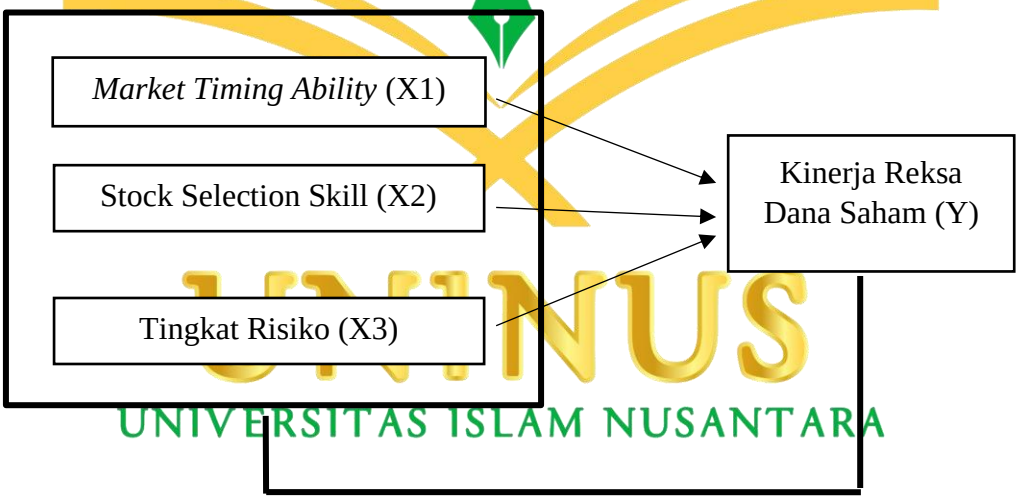
UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

Kinerja reksa dana ini dipengaruhi oleh beberapa faktor, menurut Hasanah et al. (2025) faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja reksa dana tersebut antara lain, faktor makroekonomi, karakteristik reksa dana itu sendiri, serta kemampuan manajer investasi. Menurut Tandelilin (2024) dalam mengevaluasi kinerja reksa dana terdapat beberapa faktor yang perlu diperhatikan yaitu, tingkat risiko, periode waktu, penggunaan patok duga (*benchmarking*) yang sesuai serta tujuan investasi.

Sehingga dapat ditarik gambaran bahwa kemampuan manajer investasi seperti *market timing ability* dan *stock selection skill*, serta tingkat risiko diindikasikan memiliki pengaruh terhadap kinerja reksa dana, begitu juga termasuk reksa dana saham.

Dengan demikian, *Market timing ability* adalah kemampuan manajer investasi untuk memilih waktu yang tepat dalam memasuki pasar. Berdasarkan pengertian tersebut semakin baik kinerja manajer investasi semakin tinggi pula potensi *return* yang diterima sehingga semakin baik kinerja reksa dana tersebut. Begitu juga dengan *Stock selection skill* yang merupakan kemampuan manajer investasi dalam memilih saham untuk dimasukan ke dalam portofolionya Semakin baik stock selectionnya maka potensi return yang diterima akan tinggi dan kinerja reksa dana menjadi tinggi. Tingkat risiko adalah pengembalian atau *return* yang tidak sesuai dengan ekspektasi yang diharapkan. Semakin besar risiko yang diambil, maka semakin besar pula potensi keuntungan yang bisa di dapat, sehingga kinerja reksa dana tersebut akan sangat berfluktuatif.

Berdasarkan argumentasi tersebut peneliti membuat kerangka berpikir sebagai berikut:



UNNUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA

Gambar 2. 1 Kerangka Berpikir

Keterangan:

———— **:** Parsial

━━━━: Simultan

Kerangka pemikiran tersebut dapat digunakan untuk memberikan gambaran yang lebih jelas antara keterkaitan variabel penelitian yang dilakukan serta mempermudah pemahaman dalam mencermati arah pembahasan dalam penelitian ini. Manfaat lainnya yaitu menjadi dasar untuk menjelaskan keterkaitan antar variabel yang diteliti yaitu adanya pengaruh *Market Timing Ability, Stock Selection Skill,* dan Tingkat Risiko terhadap Reksa dana Saham.

2.3 Hipotesis

Hipotesis merupakan dugaan sementara atas rumusan masalah penelitian yang disusun dalam bentuk pertanyaan. Dengan kata lain, hipotesis merupakan jawaban yang masih bersifat teoritis belum jawaban yang empiris (Sugiyono, 2024).

Berdasarkan perumusan masalah di atas, peneliti mengemukakan hipotesis sebagai berikut:

H_1 : *Market Timing Ability* berpengaruh terhadap kinerja reksa dana saham di Indonesia periode 2021-2025.

H_2 : *Stock Selection Skill* berpengaruh terhadap kinerja reksa dana saham di Indonesia periode 2021-2025.

H_3 : Tingkat Risiko berpengaruh terhadap kinerja reksa dana saham di Indonesia periode 2021-2025.

H_4 : *Market Timing Ability, Stock Selection Skill,* dan tingkat risiko secara simultan berpengaruh terhadap kinerja reksa dana saham di Indonesia periode 2021-2025.

UNINUS
UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA



UNINUS

UNIVERSITAS ISLAM NUSANTARA