

## Analisis Portofolio Reksa Dana Saham Pada Kondisi Pasar *Bullish Dan Bearish Dengan Metode Risk Adjusted Return*

Muhammad Thariq Bintoro<sup>1\*</sup>, Diesyana Ajeng Pramesti<sup>2\*</sup>

<sup>1,2</sup>Prodi Manajemen / Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Muhammadiyah Magelang

\*email: [thariqbintoro@gmail.com](mailto:thariqbintoro@gmail.com), [diesyana.ajeng@ummgl.ac.id](mailto:diesyana.ajeng@ummgl.ac.id)

---

### ABSTRACT

**Kata Kunci:**  
Reksa Dana  
Saham, Metode  
Risk-Adjusted  
Return, Bullish,  
dan Bearish

*Equity Mutual Fund is a type of Investment Fund with the highest Net Asset Value (NAV) from 2014 to 2018. However in 2019, Equity Mutual Fund are decreasing drastically until the third place. This study aims to determine the performance of Equity Mutual Funds by using the Risk-Adjusted Return method, namely the Sharpe, Treynor, Jensen, M-square and Information Ratio methods which are separated into two bullish and bearish conditions. Separation of the two market conditions is carried out to determine the trend of Mutual Funds' stock performance when the market conditions are up (bullish) and down (bearish). This type of research is included in quantitative descriptive. The sampling technique uses purposive sampling and obtained a sample of 101 Mutual Fund shares during the 2015-2019 period. This study will examine differences in the performance of Mutual Fund stocks in bullish and bearish conditions using the Average Difference test (Wilcoxon test). Based on the results of data analysis conducted shows that in bullish conditions the performance measured using the Sharpe and Treynor method provides positive performance, while the performance measured using the Jensen, M-square and Information Ratio methods provides negative performance. In a bearish condition the performance measured using the Sharpe, Treynor, Jensen, and Information Ratio methods gives a negative performance, while the M-square method gives a positive performance. In both bullish and bearish conditions there are differences in the performance of Mutual Fund shares except the performance which is measured using the Information Ratio method. The implication of this research is that investors should choose equity mutual funds that are able to perform positively and are able to outperform above market returns. The best Equity Mutual Fund performance in bullish conditions was achieved by Reksa Dana AXA Maestro Saham from Investment Manager PT. Axa Asset Management Indonesia, while the best performance in a bearish condition was achieved by Reksa Dana Mandiri Investa Equity Movement from Investment Manager of PT. Mandiri Manajemen Investasi.*

---

### ABSTRAK

---

---

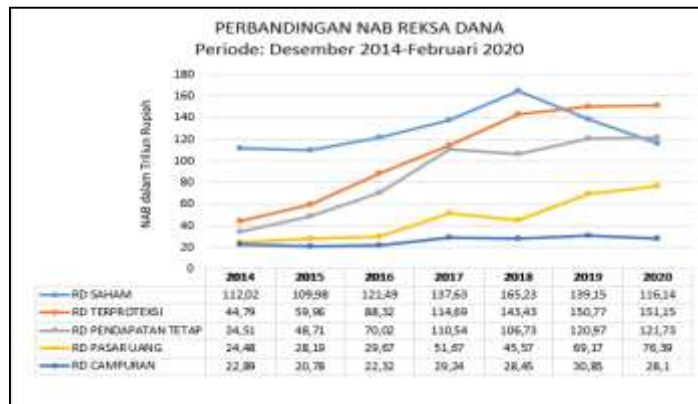
*Reksa Dana saham merupakan jenis investasi Reksa Dana dengan nilai pengelolaan (NAB) paling tinggi sejak 2014 sampai 2018. Namun pada tahun 2019 Reksa Dana saham mengalami penurunan NAB yang drastis hingga berada di urutan ketiga. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui kinerja Reksa Dana saham dengan menggunakan metode Risk-Adjusted Return yaitu metode Sharpe, Treynor, Jensen, M-square dan Rasio Informasi yang di pisah ke dalam dua kondisi bullish dan bearish. Pemisahan dua kondisi pasar dilakukan untuk mengetahui kecenderungan kinerja Reksa Dana saham ketika kondisi pasar naik (bullish) dan turun (bearish). Jenis penelitian ini termasuk dalam deskriptif kuantitatif. Teknik pengambilan sampel menggunakan purposive sampling sehingga diperoleh sampel sebanyak 101 Reksa Dana saham selama periode 2015-2019. Penelitian ini akan menguji perbedaan kinerja Reksa Dana saham pada kondisi bullish dan bearish menggunakan uji Beda Rata-rata (uji Wilcoxon). Berdasarkan hasil analisis data yang dilakukan menunjukkan bahwa pada kondisi bullish kinerja yang diukur menggunakan metode Sharpe dan Treynor memberikan kinerja positif, sedangkan kinerja yang diukur menggunakan metode Jensen, M-square dan Rasio Informasi memberikan kinerja negatif. Pada kondisi bearish kinerja yang diukur menggunakan metode Sharpe, Treynor, Jensen, dan Rasio Informasi memberikan kinerja negatif, sedangkan metode M-square memberikan kinerja positif. Pada kedua kondisi bullish dan bearish terdapat perbedaan kinerja Reksa Dana saham kecuali kinerja yang diukur menggunakan metode Rasio Informasi. Implikasi dari penelitian adalah investor sebaiknya memilih Reksa Dana saham yang mampu berkinerja positif dan mampu outperform di atas return pasar. Kinerja Reksa Dana terbaik pada kondisi bullish diraih oleh Reksa Dana AXA Maestro Saham dari Manajer Investasi PT. Axa Asset Management Indonesia, sedangkan kinerja terbaik pada kondisi bearish diraih oleh Reksa Dana Mandiri Investa Equity Movement dari Manajer Investasi PT. Mandiri Manajemen Investasi*

---

## PENDAHULUAN

Reksa Dana merupakan salah satu instrumen investasi tidak langsung. Investasi jenis ini mempercayakan pembentukan portfolio aset pada perusahaan investasi dan manajer investasi yang mengelola dana investasi. Kinerja Reksa Dana bisa dikatakan optimal apabila portfolio Reksa Dana mampu memberikan *return* yang diharapkan sesuai dengan tingkat risiko yang diterima. Nilai Aktiva Bersih (NAB) merupakan nilai yang mencerminkan total aset yang dikelola manajer investasi. Semakin tinggi nilai NAB menunjukkan bahwa banyak investor yang menginvestasikan dananya pada jenis Reksa Dana tersebut. Berdasarkan lima jenis Reksa Dana yang terdaftar di BAPEPAM LK, Reksa Dana saham merupakan jenis yang paling banyak diminati dan memiliki nilai pengelolaan yang paling tinggi. Hal tersebut dapat dilihat pada Gambar 1.1 yang menjelaskan Perbandingan NAB kelima jenis Reksa Dana:

**Gambar 1. 1**  
**Perbandingan NAB Reksa Dana (Desember 2014 - Februari 2020)**



Sumber: [reksadana.ojk.go.id](https://reksadana.ojk.go.id) (2020)

Selama lima tahun sejak 2014 sampai 2018, Reksa Dana saham memiliki NAB paling tinggi dengan menunjukkan tren yang positif setiap tahunnya. Namun pada tahun 2019 hingga Maret 2020 Reksa Dana saham mengalami penurunan NAB yang drastis hingga dibawah Reksa Dana pendapatan tetap. Pada akhir 2019 NAB Reksa Dana saham tercatat minus hingga 15,78% dari tahun sebelumnya dengan total NAB hanya Rp. 139,15 Triliun (Bareksa.com, 2020). Hasil ini sangat menarik karena hanya Reksa Dana saham yang menunjukkan kinerja negatif sedangkan keempat jenis lainnya tetap menunjukkan kinerja positif sampai akhir 2019. Data terbaru pada Februari 2020, Reksa Dana saham jatuh pada posisi ketiga dengan total NAB sebesar 116,14 Triliun.

Faktor lain yang menyebabkan kinerja Reksa Dana saham menurun adalah efek tidak stabilnya pergerakan harga saham atau IHSG di pasar modal. IHSG merupakan *benchmark* para investor dalam mengestimasi *return* portofolio berdasarkan kondisi pasar modal saat ini. IHSG berfluktuasi mengikuti kondisi pasar modal yang dipengaruhi banyak hal termasuk kondisi politik dan ekonomi, regulasi yang diatur pemerintah, nilai kurs rupiah terhadap dollar, suku bunga acuan dan kondisi pasar internasional. Pergerakan pasar ini merupakan komponen penting untuk melihat bagaimana kinerja Reksa Dana saham. Tercatat terakhir kali Reksa Dana Saham memberi *return* positif dibanding IHSG yaitu pada tahun 2014.

**Gambar 1. 2**  
**Perbandingan *Return* Reksa Dana Saham dan IHSG Tahun 2014-2019**



Sumber: data yang diolah tahun 2019 ([juruscuan.com](https://juruscuan.com))

Berdasarkan Gambar 1.2 mengenai Perbandingan *Return* Rata-rata Reksa Dana Saham dengan IHSG menunjukkan bahwa selama lima tahun terakhir kinerja Reksa Dana saham mengalami kondisi *underperform* dibanding IHSG. Pergerakan pasar yang bersifat fluktuatif, dan superior akan mempengaruhi kinerja Reksa Dana saham. Agar tidak mengalami bias pengukuran, penghitungan pada saat pasar sedang *bullish* dan *bearish* perlu dilakukan untuk melihat pergerakan kondisi pasar yang bisa mempengaruhi kinerja Reksa Dana. Ketika kondisi pasar *bullish*, semua saham akan menghasilkan *return* yang positif sehingga investor cenderung mudah untuk menentukan keputusan investasinya. Namun sebaliknya ketika kondisi pasar *bearish* akan ada banyak saham yang menghasilkan *return* negatif, sehingga sulit dalam memilih kandidat portfolio optimal. Fenomena ini mengindikasikan pentingnya mempertimbangkan kondisi pasar *bullish* dan *bearish* ketika menghitung kinerja Reksa Dana.

Yang menarik adalah selama ini belum ada metode terbaik dalam mengukur kinerja Reksa Dana saham dari setiap metode yang digunakan. Dalam penelitian yang dilakukan Adi & Musaroh (2014) menunjukkan bahwa metode *M-square* merupakan metode terbaik dibanding metode *Treynor*, *Sharpe*, *Jensen*, dan Rasio Informasi. Penelitian (Suryani & Herianti, 2015) dan (Verma & Hirpara, 2016) menunjukkan bahwa metode *Treynor* merupakan metode terbaik dibanding metode *Sharpe* dan *Jensen*. Sedangkan penelitian lain menghasilkan bahwa metode *Sharpe* memberikan hasil terbaik daripada metode *Treynor* dan *Jensen* (Qur'anitasari, et al., 2019).

Berdasarkan permasalahan tersebut, maka penelitian ini ingin menguji kinerja Reksa Dana menggunakan metode *Risk Adjusted Return* atau metode yang mengkombinasikan tingkat *return* dan risiko dengan mempertimbangkan kondisi pasar ketika *bearish* dan *bullish*. Dalam penelitian ini juga dilakukan uji beda rata-rata untuk mengetahui perbandingan kinerja Reksa Dana saham pada kondisi pasar *bullish* dan *bearish*. Periode waktu yang digunakan adalah 5 tahun dari tahun 2015 ketika *return* indeks pasar IHSG dan Reksa Dana saham memberikan *return* negatif atau yang terburuk dalam 7 tahun terakhir (juruscuan.com, 2019), sampai pada tahun 2019 berdasarkan data yang paling up to date.

## METODE

Penelitian ini termasuk dalam penelitian deskriptif kuantitatif. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh Reksa Dana saham yang sudah dipublikasikan secara umum oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan ada pada Bursa Efek Indonesia berjumlah 355 produk Reksa Dana saham dari 83 Perusahaan Investasi. Sampel dari penelitian ini dipilih menggunakan metode *purposive sampling* sejumlah 101 produk Reksa Dana Saham dari 48 Perusahaan Investasi. Kriteria sampel yang digunakan adalah:

1. Sampel yang diambil merupakan produk Reksa Dana saham yang aktif dan konsisten selama periode pengamatan tahun 2015-2019.
2. Sampel yang diambil merupakan Reksa Dana saham konvensional yang ditawarkan pada tahun 2015-2019.
3. Produk Reksa Dana saham yang denominasinya adalah mata uang Rupiah.

Data yang diperoleh kemudian dikumpulkan dan diolah dengan rumus-rumus yang sesuai pada definisi operasional variabel menggunakan bantuan program *Microsoft Excel* dan *SPSS 23*. Langkah-langkah yang dilakukan adalah:

Mengumpulkan data NAB bulanan masing-masing Reksa Dana saham yang dijadikan sampel selama periode pengukuran serta data pergerakan IHSG untuk *return* pasar (benchmark) dan BI-7 Day Reverse untuk risk free rate selama periode pengukuran.

Mencari *Return* Reksa Dana dengan rumus sebagai berikut :

$$R_{RD} = \frac{NAB_t - NAB_{t-1}}{NAB_{t-1}}$$

$R_{RD}$  = *Return* bulanan Reksa Dana saham

$NAB_t$  = NAB Reksa Dana saham periode pengukuran

$NAB_{t-1}$  = NAB Reksa Dana saham sebelum periode pengamatan

Mencari *Return* IHSG dengan rumus sebagai berikut:

$$R_M = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

$R_m$  = *Return* bulanan indeks pasar IHSG

$IHSG_t$  = IHSG pada periode pengukuran

$IHSG_{t-1}$  = IHSG sebelum periode pengukuran

Mencari *return* tingkat suku bunga pada BI-7 Day Reverse adalah sebagai berikut:

$$R_F = \frac{\sum BI\ 7 - Day\ Reverse}{n}$$

$R_f$  = *Return* investasi bebas risiko

BI-7 Day Reverse = Tingkat suku bunga yang ditetapkan Bank Indonesia

N = Jumlah data

### Menentukan Kondisi Pasar *Bullish* dan *Bearish*

Kondisi pasar *bullish* dan *bearish* dihitung menggunakan *return* pasar rata-rata. *Return* pasar tersebut akan diidentifikasi menjadi dua kondisi pasar yaitu pasar *bullish* dan *bearish*.

### Pengukuran Kinerja Portofolio Reksa Dana Saham

Mengukur Kinerja Reksa Dana saham menggunakan metode *Sharpe* ketika kondisi pasar *bullish* dan *bearish* menggunakan persamaan sebagai berikut:

$$RVAR = \frac{TR_p - R_{BR}}{\sigma_p}$$

$RVAR$  = *Reward* to variability atau pengukur *Sharpe*

$TR_p$  = Rata-rata *return* total portofolio periode tertentu

$R_{BR}$  = Rata-rata *return* aktiva bebas risiko periode tertentu

$\sigma_p$  = Deviasi standar dari *return* portofolio dalam periode tertentu

$TR_p - R_{BR}$  = *Return* lebih (*excess return*) portofolio

Mengukur Kinerja Reksa Dana saham menggunakan metode *Treynor* ketika kondisi pasar *bullish* dan *bearish* menggunakan persamaan seperti berikut:

$$RVOL = \frac{TR_p - R_{BR}}{\beta_p}$$

RVOL = *Reward to volatility* atau pengukur *Treynor*

$TR_p$  = Rata-rata *return* total portofolio periode tertentu

$R_{BR}$  = Rata-rata *return* aktiva bebas risiko periode tertentu

$\beta_p$  = Voltalitas yang diukur dengan beta portofolio

$TR_p - R_{BR}$  = *Return* lebih (*excess return*) portofolio

Mengukur kinerja Reksa Dana saham menggunakan metode *Jensen* ketika kondisi pasar *bullish* dan *bearish* dengan persamaan sebagai berikut:

$$\alpha_p = (TR_p - R_{BR}) - \beta_p(R_M - R_{BR})$$

$\alpha_p$  = *Jensen's alpha*

$TR_p$  = Rata-rata *return* portofolio periode tertentu

$R_{BR}$  = Rata-rata *return* aktiva bebas risiko periode tertentu

$\beta_p$  = Voltalitas yang diukur dengan beta portofolio periode tertentu

$R_M$  = Rata-rata *return* pasar periode tertentu

$TR_p - R_{BR}$  = Rata-rata premium risiko portofolio

$R_M - R_{BR}$  = Rata-rata premiun risiko pasar

Mengukur kinerja Reksa Dana saham menggunakan metode *M-square* ketika kondisi pasar *bullish* dan *bearish* dengan persamaan sebagai berikut:

$$M^2 = (TR_p - R_{BR}) \frac{\sigma_M}{\sigma_p} + R_{BR} - R_M$$

$M^2$  = Selisish total *Return* yang disesuaikan dengan *return* pasar

$TR_p$  = Rata-rata *return* portofolio periode tertentu

$R_{BR}$  = Rata-rata *return* aktiva bebas risiko periode tertentu

$R_M$  = Rata-rata *return* pasar periode tertentu

$\sigma_M$  = Risiko portofolio

$\sigma_p$  = Risiko pasar

Mengukur kinerja Reksa Dana saham menggunakan metode Rasio Informasi ketika kondisi pasar *bullish* dan *bearish* menggunakan persamaan sebagai berikut:

$$RI = \frac{\alpha_p}{\alpha_{ep}}$$

RI = Rasio Informasi

$\alpha_p$  = *Jensen's alpha* portofolio

$\alpha_{ep}$  = Risiko unik portofolio

### Uji Hipotetsis Statistik

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dilakukan dengan uji beda rata-rata untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan kinerja Reksa Dana Saham pada kondisi *bullish* dan *bearish*. Jika data berdistribusi normal, maka pengujian selanjutnya dilakukan dengan uji hipotesis statistik parametrik menggunakan uji *paired sample t-test*.

Sebaliknya jika data tidak berdistribusi normal maka pengujian dilakukan dengan uji hipotesis statistik non parametrik menggunakan uji *wilcoxon*.

#### **Hipotesis**

- H1a. Terdapat perbedaan kinerja Reksa Dana Saham yang diukur menggunakan metode *Sharpe* pada kondisi pasar *Bullish* dan *Bearish*.**
- H1b. Terdapat perbedaan kinerja Reksa Dana Saham yang diukur menggunakan metode *Treynor* pada kondisi pasar *Bullish* dan *Bearish*.**
- H1c. Terdapat perbedaan kinerja Reksa Dana Saham yang diukur menggunakan metode *Jensen* pada kondisi pasar *Bullish* dan *Bearish*.**
- H1d. Terdapat perbedaan kinerja Reksa Dana Saham yang diukur menggunakan metode *M-square* pada kondisi pasar *Bullish* dan *Bearish*.**
- H1e. Terdapat perbedaan kinerja Reksa Dana Saham yang diukur menggunakan metode Rasio Informasi pada kondisi pasar *Bullish* dan *Bearish*.**

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### HASIL PENELITIAN

#### **Perhitungan Kinerja Reksa Dana Saham pada Kondisi Pasar *Bullish***

##### **Kinerja Reksa Dana saham ketika kondisi *bullish* menggunakan metode *Sharpe***

Hasil perhitungan kinerja Reksa Dana saham menggunakan metode *Sharpe* pada kondisi *bullish* menghasilkan bahwa dari 101 kinerja Reksa Dana Saham terdapat 95 reksa dana saham memiliki kinerja positif dan 6 reksa dana saham memiliki kinerja negatif. Rata-rata portofolio menggunakan metode *Sharpe* pada kondisi *bullish* sebesar 0,86115, sehingga dapat disimpulkan bahwa Reksa Dana saham memiliki kinerja yang positif. Semakin tinggi nilai *Sharpe* (positif) menunjukkan bahwa kinerja Reksa Dana saham semakin baik dan mampu mengungguli investasi bebas risiko.

##### **Kinerja Reksa Dana saham ketika kondisi *bullish* menggunakan metode *Treynor***

Hasil perhitungan kinerja Reksa Dana saham menggunakan metode *Treynor* pada kondisi *bullish* menghasilkan bahwa dari 101 kinerja Reksa Dana Saham terdapat 95 reksa dana saham memiliki kinerja positif dan 6 reksa dana saham memiliki kinerja negatif. Rata-rata portofolio menggunakan metode *Treynor* pada kondisi *bullish* sebesar 0,02076, sehingga dapat disimpulkan bahwa Reksa Dana saham memiliki kinerja yang positif. Semakin tinggi nilai *Treynor* (positif) menunjukkan bahwa kinerja Reksa Dana saham semakin baik dan mampu mengungguli investasi bebas risiko.

##### **Kinerja Reksa Dana saham ketika kondisi *bullish* menggunakan metode *Jensen***

Hasil perhitungan kinerja Reksa Dana saham menggunakan metode *Jensen* pada kondisi *bullish* menghasilkan bahwa dari 101 kinerja Reksa Dana Saham terdapat 12 reksa dana saham memiliki kinerja positif dan 89 reksa dana saham memiliki kinerja negatif. Rata-rata portofolio menggunakan metode *Jensen* pada kondisi *bullish* sebesar -0,00607, sehingga dapat disimpulkan bahwa Reksa Dana saham memiliki kinerja yang negatif. Kinerja Reksa Dana saham yang positif menunjukkan *actual return* yang lebih tinggi daripada *return* yang diharapkan atau memiliki status *outperform*. Sebaliknya jika nilai *Jensen* negatif menunjukkan *actual return* yang lebih rendah daripada *return* yang diharapkan atau memiliki status *underperform*.

##### **Kinerja Reksa Dana saham ketika kondisi *bullish* menggunakan metode *M-square***

Hasil perhitungan kinerja Reksa Dana saham menggunakan metode *M-square* pada kondisi *bullish* menghasilkan bahwa dari 101 Reksa Dana saham yang diukur menggunakan metode *M-square* tidak ada satu pun kinerja Reksa Dana saham yang menghasilkan kinerja positif. Rata-rata portofolio menggunakan metode *M-square* pada kondisi *bullish* sebesar -0,01039, sehingga dapat disimpulkan bahwa Reksa Dana saham memiliki kinerja yang negatif. Tidak adanya nilai *M-square* yang positif menunjukkan bahwa seluruh kinerja Reksa Dana berada pada status *underperform*.

##### **Kinerja Reksa Dana saham ketika kondisi *bullish* menggunakan metode Rasio Informasi**



Hasil perhitungan kinerja Reksa Dana saham menggunakan metode Rasio Informasi pada kondisi *bullish* menghasilkan bahwa dari 101 kinerja Reksa Dana Saham terdapat 12 reksa dana saham memiliki kinerja positif dan 89 reksa dana saham memiliki kinerja negatif. Rata-rata portofolio menggunakan metode Rasio Informasi pada kondisi *bullish* sebesar  $-0,00243$ , sehingga dapat disimpulkan bahwa Reksa Dana saham memiliki kinerja yang negatif. Semakin tinggi nilai RI menunjukkan semakin konsisten kinerja produk Reksa Dana tersebut dalam melampaui kinerja pasar.

### **Perhitungan Kinerja Reksa Dana Saham pada Kondisi Pasar *Bearish***

#### **Kinerja Reksa Dana saham ketika kondisi *bearish* menggunakan metode *Sharpe***

Hasil perhitungan kinerja Reksa Dana saham menggunakan metode *Sharpe* pada kondisi *bearish* menghasilkan bahwa dari 101 Reksa Dana saham yang diukur menggunakan metode *Sharpe* tidak ada satu pun kinerja Reksa Dana saham yang menghasilkan kinerja positif. Rata-rata portofolio menggunakan metode *Sharpe* pada kondisi *bearish* sebesar  $-0,87489$  sehingga dapat disimpulkan bahwa Reksa Dana saham memiliki kinerja yang negatif. Tidak adanya nilai *Sharpe* yang positif menunjukkan bahwa *return* investasi bebas risiko lebih menguntungkan daripada berinvestasi pada produk Reksa Dana Saham ketika kondisi *bearish*.

#### **Kinerja Reksa Dana saham ketika kondisi *bearish* menggunakan metode *Treynor***

Hasil perhitungan kinerja Reksa Dana saham menggunakan metode *Treynor* pada kondisi *bearish* menghasilkan bahwa dari 101 Reksa Dana saham yang diukur menggunakan metode *Treynor* tidak ada satu pun kinerja Reksa Dana saham yang menghasilkan kinerja positif. Rata-rata portofolio menggunakan metode *Treynor* pada kondisi *bearish* sebesar  $-0,03382$ , sehingga dapat disimpulkan bahwa Reksa Dana saham memiliki kinerja yang negatif. Tidak adanya nilai *Treynor* yang positif menunjukkan bahwa *return* investasi bebas risiko lebih menguntungkan daripada berinvestasi pada produk Reksa Dana Saham ketika kondisi *bearish*.

#### **Kinerja Reksa Dana saham ketika kondisi *bearish* menggunakan metode *Jensen***

Hasil perhitungan kinerja Reksa Dana saham menggunakan metode *Jensen* pada kondisi *bearish* menghasilkan bahwa dari 101 kinerja Reksa Dana Saham terdapat 22 reksa dana saham memiliki kinerja positif dan 79 reksa dana saham memiliki kinerja negatif. Rata-rata portofolio menggunakan metode *Jensen* pada kondisi *bearish* sebesar  $-0,00328$ , sehingga dapat disimpulkan bahwa Reksa Dana saham memiliki kinerja yang negatif. Kinerja Reksa Dana saham yang positif menunjukkan *actual return* yang lebih tinggi daripada *return* yang diharapkan atau memiliki status *outperform*. Sebaliknya jika nilai *Jensen* negatif menunjukkan *actual return* yang lebih rendah daripada *return* yang diharapkan atau memiliki status *underperform*.

#### **Kinerja Reksa Dana saham ketika kondisi *bearish* menggunakan metode *M-square***

Hasil perhitungan kinerja Reksa Dana saham menggunakan metode *M-square* pada kondisi *bearish* menghasilkan bahwa dari 101 Reksa Dana saham yang diukur menggunakan metode *M-square* terdapat 74 reksa dana saham memiliki kinerja positif dan 27 reksa dana saham memiliki kinerja negatif. Rata-rata portofolio menggunakan

metode *M-square* pada kondisi *bearish* sebesar 0,00428, sehingga dapat disimpulkan bahwa Reksa Dana saham memiliki kinerja yang positif. Kinerja Reksa Dana saham yang positif menunjukkan bahwa *return* portofolio mampu menandingi *return* pasar beserta risikonya (*outperform*). Sedangkan kinerja yang negatif menunjukkan bahwa *return* portofolio lebih rendah *return* pasar beserta risikonya (*underperform*).

### **Kinerja Reksa Dana saham ketika kondisi *bearish* menggunakan metode Rasio Informasi**

Hasil perhitungan kinerja Reksa Dana saham menggunakan metode Rasio Informasi pada kondisi *bearish* menghasilkan bahwa dari 101 kinerja Reksa Dana Saham terdapat 22 reksa dana saham memiliki kinerja positif dan 79 reksa dana saham memiliki kinerja negatif. Rata-rata portofolio menggunakan metode Rasio Informasi pada kondisi *bearish* sebesar -0,02552, sehingga dapat disimpulkan bahwa Reksa Dana saham memiliki kinerja yang negatif. Semakin tinggi nilai RI menunjukkan semakin konsisten kinerja produk Reksa Dana tersebut dalam melampaui kinerja pasar.

## **PEMBAHASAN**

### **Hasil Perbandingan Metode Risk Adjusted Return pada Kondisi *Bullish* dan *Bearish***

#### **Perbandingan Metode *Sharpe* pada Kondisi *Bullish* dan *Bearish***

Metode *Sharpe* menggunakan dasar perhitungan standar deviasi yang mencerminkan risiko total suatu reksa dana. Berdasarkan uji *wilcoxon* pada metode *Sharpe* menghasilkan bahwa besarnya nilai sig. (2-tailed) adalah 0,000 atau lebih kecil dari probabilitas 0,05. Artinya terdapat perbedaan kinerja Reksa Dana Saham yang diukur menggunakan metode *Sharpe* pada kondisi pasar *Bullish* dan *Bearish*.

Pada kondisi *bullish* kinerja Reksa Dana Saham yang diukur menggunakan metode *Sharpe* memberikan kinerja yang positif (0,86115) dan pada kondisi *bearish* kinerja Reksa Dana Saham memberikan kinerja negatif (-0,87489). Perbedaan kinerja ini disebabkan karena pada kondisi *bullish* rata-rata *return* portofolio memiliki nilai positif (0,02205), sedangkan pada kondisi *bearish* rata-rata *return* portofolio memiliki nilai negatif (-0,02769). Selain itu perbedaan nilai standar deviasi juga mempengaruhi nilai *Sharpe* ketika kondisi *bullish* (0,00816) dan *bearish* (0,00665). Dapat disimpulkan ketika kondisi pasar sedang dalam tren meningkat (*bullish*) akan membawa pengaruh positif dalam portofolio Reksa Dana Saham, sedangkan pada kondisi pasar yang sedang dalam tren menurun (*bearish*) akan membawa pengaruh negatif dalam portofolio Reksa Dana Saham.

#### **Perbandingan Metode *Treynor* pada Kondisi *Bullish* dan *Bearish***

Metode *Treynor* menggunakan dasar perhitungan risiko sistematis yang diukur menggunakan Beta. Berdasarkan uji *wilcoxon* pada metode *Treynor* menghasilkan bahwa besarnya nilai sig. (2-tailed) adalah 0,000 atau lebih kecil dari probabilitas 0,05. Artinya terdapat perbedaan kinerja Reksa Dana Saham yang diukur menggunakan metode *Treynor* pada kondisi pasar *Bullish* dan *Bearish*.

Pada kondisi *bullish* kinerja Reksa Dana Saham yang diukur menggunakan metode *Treynor* memberikan kinerja yang positif (0,02076) dan pada kondisi *bearish* kinerja Reksa Dana Saham memberikan kinerja negatif (-0,03382). Perbedaan kinerja ini disebabkan karena pada kondisi *bullish* rata-rata *return* portofolio memiliki nilai positif (0,02205), sedangkan pada kondisi *bearish* rata-rata *return* portofolio memiliki nilai negatif (-0,02769). Hasil ini diperkuat Tandelilin (2017:529) bahwa risiko sistematis cenderung lebih besar pada saat *bullish* daripada *bearish*. Hal ini disebabkan harapan investor untuk memperoleh *return* yang tinggi pada saat *bullish* menyebabkan volume dan nilai transaksi perdagangan di pasar modal meningkat sehingga harga portofolio dan *return* portofolio pada kondisi pasar *bullish* menjadi lebih berfluktuasi daripada saat kondisi pasar *bearish*.

### **Perbandingan Metode *Jensen* pada Kondisi *Bullish* dan *Bearish***

Metode *Jensen* mengukur sejauh mana Reksa Dana Saham dapat memberikan tingkat *return* di atas *return* pasar (Alpha) dengan mempertimbangkan risiko sistematis (Beta). Berdasarkan uji *wilcoxon* pada metode *Jensen* menghasilkan bahwa besarnya nilai sig. (2-tailed) adalah 0,003 atau lebih kecil dari probabilitas 0,05. Artinya terdapat perbedaan kinerja Reksa Dana Saham yang diukur menggunakan metode *Jensen* pada kondisi pasar *Bullish* dan *Bearish*.

Meski sama-sama memiliki kinerja yang negatif pada kedua kondisi pasar, namun terdapat perbedaan kinerja Reksa Dana Saham pada kondisi pasar *bullish* (-0,00607) dan *bearish* (-0,00328). Perbedaan kinerja ini disebabkan karena pada kondisi *bullish* rata-rata *return* portofolio dan *return* pasar memiliki nilai positif (0,02205), sedangkan pada kondisi *bearish* rata-rata *return* portofolio dan *return* pasar memiliki nilai negatif (-0,02769). Serta perbedaan risiko sistematis (Beta) pada kondisi *bullish* dan *bearish* yang dijadikan dasar perhitungan risiko untuk metode *Jensen*.

### **Perbandingan Metode *M-square* pada Kondisi *Bullish* dan *Bearish***

Metode *M-square* membandingkan secara langsung kinerja pasar dan kinerja portofolio yang disesuaikan tingkat risikonya menjadi sama dengan tingkat risiko pasar. Berdasarkan uji *wilcoxon* pada metode *M-square* menghasilkan bahwa besarnya nilai sig. (2-tailed) adalah 0,000 atau lebih kecil dari probabilitas 0,05. Artinya terdapat perbedaan kinerja Reksa Dana Saham yang diukur menggunakan metode *M-square* pada kondisi pasar *Bullish* dan *Bearish*.

Pada kondisi *bullish* kinerja Reksa Dana Saham yang diukur menggunakan metode *M-square* memberikan kinerja yang negatif (-0,01039) dan pada kondisi *bearish* kinerja Reksa Dana Saham memberikan kinerja positif (0,00428). Meski *return* portofolio lebih tinggi ketika kondisi *bullish*, namun risiko portofolio yang ditanggung pada kondisi *bullish* cenderung lebih besar. Risiko yang dipertimbangkan dalam metode *M-square* telah disesuaikan dengan tingkat risiko pasar yaitu dengan membagi nilai standar deviasi pasar dengan standar deviasi Reksa Dana saham. Nilai standar deviasi pada kondisi *bullish* sebesar, 0,01656 sedangkan pada kondisi *bearish* 0,02432. Nilai ini

mengakibatkan tingkat risiko pada kondisi *bearish* memiliki nilai yang lebih besar dibanding ketika kondisi *bullish*.

### **Perbandingan Metode Rasio Informasi pada Kondisi *Bullish* dan *Bearish***

Metode Rasio Informasi menggunakan dasar perhitungan risiko unik atau risiko non sistematis portofolio yang disebut sebagai *tracking error* dari industri. Berdasarkan uji *wilcoxon* pada metode Rasio Informasi menghasilkan bahwa besarnya nilai sig. (2-tailed) adalah 0,663 atau lebih besar dari probabilitas 0,05. Artinya tidak terdapat perbedaan kinerja Reksa Dana Saham yang diukur menggunakan metode Rasio Informasi pada kondisi pasar *bullish* dan *bearish*.

Pada kondisi *bullish* kinerja Reksa Dana Saham yang diukur menggunakan metode *Rasio Informasi* memberikan kinerja yang negatif (-0,00243) dan pada kondisi *bearish* kinerja Reksa Dana Saham memberikan kinerja negatif (-0,02552). Tidak adanya perbedaan kinerja Reksa Dana saham pada kedua kondisi pasar dikarenakan risiko unik atau risiko non-sistematis adalah risiko yang tidak terkait dengan perubahan pasar secara keseluruhan (Tandelilin, 2017:116). Risiko perusahaan lebih terkait pada perubahan kondisi mikro perusahaan sehingga manajer investasi memiliki peran penting untuk meminimalisir risiko unik dengan proses diversifikasi atau ketepatan pemilihan saham. Hasil ini menunjukkan bahwa kinerja Reksa Dana saham yang diukur menggunakan metode Rasio Informasi tidak terdampak perubahan kondisi pasar, baik saat *bullish* maupun *bearish*.

### **KESIMPULAN**

Berdasarkan hasil analisis yang sudah dilakukan dalam bab sebelumnya dihasilkan kesimpulan sebagai berikut:

1. Pada kondisi *bullish* kinerja Reksa Dana Saham menggunakan metode *Sharpe* dan *Treynor* memiliki kinerja positif sedangkan metode *Jensen*, *M-square* dan Rasio Informasi menghasilkan kinerja negatif. Hasil kinerja portofolio yang negatif disebabkan pada kondisi *bullish* kinerja pasar sedang berada dalam performa terbaiknya sehingga kinerja Reksa Dana saham tidak mampu menandingi kinerja pasar atau *underperform*. Kinerja portofolio pada kondisi *bullish* hanya mampu mengungguli kinerja investasi bebas risiko.
2. Pada kondisi *bearish* kinerja Reksa Dana Saham menggunakan metode *M-square* memiliki kinerja positif sedangkan metode *Sharpe*, *Treynor*, *Jensen*, *M-square* dan Rasio Informasi memiliki kinerja negatif. Hasil kinerja Reksa Dana Saham yang negatif pada kondisi *bearish* disebabkan karena kecenderungan pasar *bearish* yang sedang berada pada performa menurun berdampak pada kinerja Reksa Dana Saham yang tercermin pada *return* portofolio. Nilai positif yang didapat dari metode *M-square* menunjukkan bahwa Reksa Dana saham mampu mengungguli kinerja pasarnya (*outperform*).

3. Berdasarkan uji *Wilcoxon* pada kondisi *bullish* dan *bearish* menghasilkan, bahwa metode *Sharpe*, *Treynor*, *Jensen*, dan *M-square* memiliki perbedaan kinerja pada kondisi *bullish* dan *bearish*. Hal ini disebabkan *return* dan risiko portofolio pada kondisi pasar *bullish* lebih fluktuatif daripada saat kondisi pasar *bearish*. Hasil yang berbeda terjadi pada metode Rasio informasi yang tidak memiliki perbedaan kinerja pada kondisi *bullish* dan *bearish*. Hal ini disebabkan risiko unik pada Metode Rasio Informasi yang tidak terkait dengan perubahan pasar secara keseluruhan. Risiko perusahaan lebih terkait pada perubahan kondisi mikro perusahaan sehingga kondisi *bullish* dan *bearish* tidak mempengaruhi risiko tersebut.

Penelitian selanjutnya sebaiknya melakukan diferensiasi penelitian sehingga tidak terbatas pada Reksa Dana berjenis Reksa Dana saham. Peneliti juga bisa menggunakan benchmark *return* pasar selain IHSG seperti indeks LQ45, JII dan indeks lainnya. Untuk mendapat hasil yang relevan, peneliti selanjutnya memerlukan pembaharuan dalam menggunakan metode pengukuran kinerja dan data yang paling *up to date*

## DAFTAR PUSTAKA

- Adi, D. P. & Musaroh, 2014. Analisis Pengukuran Kinerja Reksa Dana Saham dengan Metode Risk Adjusted *Return* Di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2011-2013. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 11(3), pp. 16-41.
- Anggara, A. W. & Yulianto, A., 2017. Analisis Kinerja Reksa Dana Saham Dengan Metode *Sharpe*, *Treynor* dan *Jensen*. *Management Analysis Journal*, 6(1), pp. 13-22.
- Arief, M. Y., 2019. Portofolio Reksa Dana Optimal Saham Bluechip pada Kondisi Pasar *Bearish* dan *Bullish*. *Jurnal Aplikasi Manajemen dan Bisnis*, 8(2), pp. 278-284.
- Barus, G. A. & Mahfud, M. K., 2013. Analisis Pengukuran Kinerja Reksa Dana dengan Metode *Sharpe* dan Metode *Treynor*. *Diponegoro Journal of Management*, 2(2), pp. 1-11.
- Budiman, A., 2020. *AUM Reksadana Saham Anjlok Terdalam, Pasar Uang Yumbuh Tertinggi di 2019*. [Online] Available at: <https://www.bareksa.com/id/text/2020/01/08/aum-reksadana-saham-anjlok-terdalam-pasar-uang-tumbuh-tertinggi-di-2019/23986/news> [Accessed 2 April 2020].
- Clinebell, J. M., Jan, R. S. & Jerry, L. S., 1993. Investment Performance Over Bull and Bear Markets: Fabozzi and Francis Revisited. *Quarterly journal of Business and Economics*, Autumn, 31(4).
- Esfarenza, Z., Sulastri & Thamrin, K. M. H., 2018. Analisis Perbandingan Kinerja Reksa Dana Saham Konvensional Pendekatan Metode *Sharpe* dan *Treynor* Measurement. *Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis Dan Terapan*, 15(2), pp. 63-74.
- Fabozzi, F. J. & Francis, J. C., 1979. Mutual Fund Systematic Risk For Bull and Bear Months: An Empirical Examination. *Journal of Finance*, Volume 25.
- Hanggoro, W. W., 2014. *Analisis Pengukuran Kinerja Reksadana Saham yang Tercatat pada Bursa Efek Indonesia dengan Metode Sharpe, Treynor, dan Jensen*, Yogyakarta: Universitas Negeri Yogyakarta.
- Hartono, J., 2016. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. 10th ed. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Husaini, A., 2020. *Kinerja Reksa Dana Saham Jadi yang Terburuk di Industri Reksa Dana 2019*. [Online] Available at: <http://investasi.kontan.co.id/industri-reksadana-tersengat-kasus-emco-yang-gagal-bayar-ini-yang-dilakukan-ojk> [Accessed 2 April 2020].
- Kewal, S. S., 2013. Pembentukan Portofolio Optimal Saham-Saham Pada Periode *Bullish* Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Economia*, 9(1), pp. 81-91.

- Marsono, A. D., 2017. Shariq Equity Funds Performance Throughout *Bullish* and *Bearish* Market in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Islamic Business*, 2(2), pp. 64-78.
- Pangestuti, I. R. D., Wahyudi, S. & Robiyanto, R., 2017. Performance Evaluation of Equity Mutual Funds in Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 21(4), pp. 527-542.
- Paranita, C., AR, M. D. & Hidayat, R. R., 2015. Analisis Kinerja Investasi Dalam Reksadana Saham (Equity Fund) dengan Metode *Sharpe* dan *Treynor*. *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, 27(1), pp. 1-7.
- Prof. Dr. Ir. Sugiarto, M., 2016. *Metodologi Penelitian Bisnis*. Jakarta: Penerbit ANDI.
- Putriadita, D., 2020. *Kontan.co.id*. [Online] Available at: <https://investasi.kontan.co.id/news/kinerja-reksadana-saham-jadi-yang-terburuk-di-industri-reksadana-2019> [Accessed 2 April 2020].
- Qur'anitasari, Nuzula, N. F. & Darmawan, A., 2019. Critical Analysis of *Sharpe*, *Treynor* and *Jensen* Methods In Analyzing Stock Portfolio Performance LQ-45 Stock Studies. *Asia-Pacific Management and Business Application*, 8(2), pp. 89-104.
- Samsul, M., 2006. *Pasar Modal & Manajemen Portofolio*. Surabaya: Penerbit Erlangga.
- Santoso, S., 2017. *Statistik Multivariat dengan SPSS*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.
- Sugiarto, 2016. *Metodologi Penelitian Bisnis*. Jakarta: Penerbit ANDI.
- Sugiyono, 2015. *Metode Penelitian Tindakan Komprehensif*. Yogyakarta: Alfabeta.
- Suryani, A. & Herianti, E., 2015. The Analysis of Risk Adjusted Return Portfolio Performance Share for LQ 45 Index in Indonesia Stock Exchange in 2012-2014 Periods. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, Volume 211, pp. 634-643.
- Tandelilin, E., 2017. *Pasar Modal: Manajemen Portofolio & Investasi*. Yogyakarta: Penerbit PT Kanisius.
- Verma, M. & Hirpara, J. R., 2016. Performance Evaluation of Portfolio using the *Sharpe*, *Jensen*, and *Treynor* Methods. *Scholars Journal of Economics, Business and Management*, 3(7), pp. 382-390.
- Wira, D., 2019. *Mengapa Saya Tidak Membeli Reksa Dana Saham*. [Online] Available at: <http://www.juruscuan.com/investasi/1066-mengapa-saya-tidak-membeli-reksa-dana-saham> [Accessed 2 April 2020].