

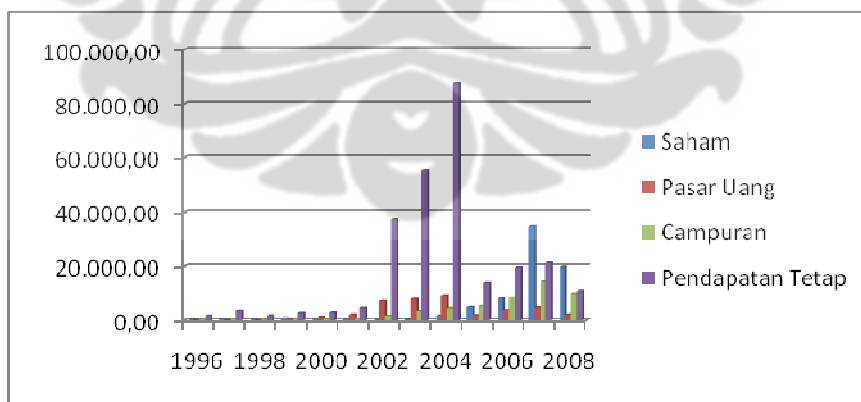
### BAB 3

## GAMBARAN UMUM REKSA DANA DI INDONESIA

### 3.1 Perkembangan Umum Reksa Dana

Reksa Dana pertama kali diperkenalkan di Indonesia yaitu pada tahun 1976 melalui PT Danareksa dengan penerbitan sertifikat Danareksa I dan II. Setiap hari harga dari unit danareksa ini diumumkan melalui siaran radio. Kemudian pada tahun 1995 berdiri sebuah Reksa Dana tertutup yaitu PT BDNI Reksa Dana dengan menawarkan 600 juta saham dengan nilai satu saham Rp 500 sehingga terkumpul dana sebesar Rp 300 miliar. Reksa Dana tersebut merupakan awal Reksa Dana di Indonesia. Pendirian Reksa Dana terus berkembang dimana pada tahun 1996 berdiri sebanyak 25 Reksa Dana terbuka yang dikelola oleh 12 manajer investasi.

Krisis ekonomi pada tahun 1997 berimbas pada perkembangan Reksa Dana. Krisis yang pada awalnya berasal dari permasalahan mata uang pada akhirnya berimbas pada aspek – aspek lainnya termasuk pasar modal. Reksa Dana yang pada hakikatnya terkait dengan instrumen pasar uang dan pasar modal mengalami imbasnya. Terlihat bahwa aset Reksa Dana turun lebih dari 23.4 % dan hanya menyisakan 15.482 pemodal di akhir tahun 1998.



Sumber : [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id) diunduh pada tanggal 6 Mei 2009, 15.15 WIB

Gambar 3.1

Perkembangan Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana (Rp Milyar )

Pada tahun 1999 hingga 2004 terjadi perkembangan Reksa Dana yang sangat pesat, baik dalam jumlah Reksa Dana, pemegang unit penyertaan, maupun nilai aktiva bersih. Membaiknya pasar telah membangkitkan kembali optimisme pelaku pasar. Data menunjukkan bahwa hingga akhir tahun 2000 pertumbuhan aset Reksa Dana yang konsisten mampu menghimpun dana masyarakat lebih dari Rp. 5,4 triliun.

Krisis perkembangan Reksa Dana kembali terjadi pada tahun 2005, hal ini dipicu oleh jatuhnya harga obligasi, sehingga Reksa Dana Pendapatan Tetap yang berbasis obligasi juga mengalami imbasnya. Pada saat itu hampir 70% dari total aset Reksa Dana adalah kontribusi dari sumbangan Reksa Dana Pendapatan Tetap. Adanya *misleading* informasi dari pihak yang memasarkan Reksa Dana, menjadi salah satu penyebab terbesar pencairan (*redemption*) besar. Asumsi masyarakat bahwa Reksa Dana Pendapatan Tetap merupakan Reksa Dana tanpa risiko dan memberikan *return* yang lebih besar daripada deposito, menyebabkan masyarakat lebih memilih Reksa Dana tersebut sebagai sarana berinvestasi. Sehingga pada saat harga obligasi mengalami masa kejatuhan yang berimbas pada menurunnya nilai aktiva bersih dari Reksa Dana tersebut, menyebabkan masyarakat melakukan aksi pencairan dana yang dimilikinya. Dan secara total, aset yang terus menarik, terakumulasi sampai melebihi Rp 100 triliun akhirnya terjun bebas menjadi Rp 29 triliun pada akhir tahun 2005.

Pasar Reksa Dana mulai menunjukkan pemulihan pada tahun 2006 sebagai dampak pesatnya perkembangan harga aset keuangan, terutama obligasi. Pemulihan ini juga didukung oleh meningkatnya kemampuan manajer investasi dalam mengembangkan dan menyempurnakan produk Reksa Dana. Berkembangnya produk Reksa Dana telah memperluas basis investor sehingga mampu memenuhi minat berbagai segmen investor dengan selera terhadap risiko yang berbeda. Selain itu penyempurnaan regulasi diharapkan dapat mengembalikan kepercayaan investor sehingga dapat mempercepat proses pemulihan pasar.

Kondisi Reksa Dana yang berangsur pulih tampak pada meningkatnya perkembangan nilai aktiva bersih dan berkurangnya *redemption*. Nilai aktiva bersih Reksa Dana sedikit meningkat dari Rp 29 triliun ( Desember 2005 )

menjadi Rp 33 triliun ( Juni 2006 ). Sementara *redemption* turun dari sekitar Rp 5 triliun ( Desember 2005 ) menjadi sekitar Rp 4 triliun ( Juni 2006 ). *Subscription* meningkat dari sekitar Rp 3 triliun ( Desember 2005 ) menjadi sekitar Rp 5 triliun (Juni 2006). Lebih tingginya *subscription* dibandingkan *redemption*, mengindikasikan mulai pulihnya kepercayaan investor terhadap pasar Reksa Dana.

Pesatnya perkembangan pasar saham dan pasar obligasi sebagai dampak turunnya suku bunga telah berimbas pada kinerja Reksa Dana. Turunnya suku bunga simpanan juga mendorong investor untuk mengalihkan penanaman dari deposito kepada instrumen pasar modal yang menjanjikan *return* lebih tinggi terutama Reksa Dana. Pada semester pertama 2007 nilai aktiva bersih naik 30,53% sehingga menjadi Rp 67,38 triliun. Kenaikan nilai aktiva bersih disertai pada jumlah unit penyertaan mencerminkan adanya tambahan investor baru.

Pada pertengahan tahun 2007, terjadi fenomena yang menarik ketika terjadi krisis *subprime mortgage*, atau macetnya kredit perumahan di Amerika Serikat. Krisis tersebut memicu jatuhnya hampir seluruh pasar saham dunia, tidak terkecuali di bursa saham Indonesia. Sebagian pelaku pasar Reksa Dana sempat khawatir akan terjadi penarikan besar Reksa Dana Saham karena penurunan kinerja Reksa Dana Saham yang cukup signifikan. Namun yang terjadi adalah sebaliknya. Banyak investor Reksa Dana Saham memanfaatkan kondisi terkoreksi bursa saham sebagai kesempatan untuk menambah investasi atau melakukan pembelian baru. Pertumbuhan Reksa Dana pada tahun 2007 ditopang oleh pertumbuhan dari Reksa Dana Saham, yang bertumbuh secara signifikan. Tercatat bahwa nilai aktiva bersih Reksa Dana Saham mengalami peningkatan dari Rp. 8,2 triliun ( Desember 2006 ) menjadi Rp. 34,8 triliun ( Desember 2007 ).

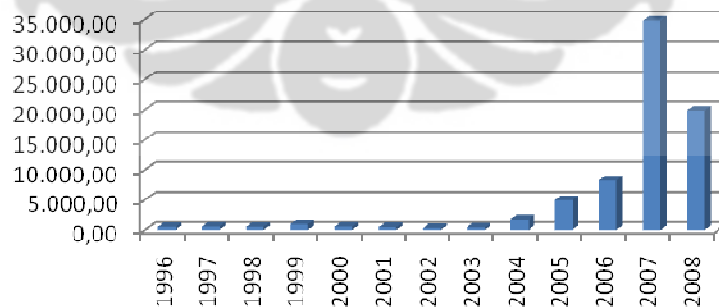
### **3.2 Perkembangan Reksa Dana Saham**

Berdasarkan peraturan Bapepam, Reksa Dana Saham ( RDS ) adalah Reksa Dana yang portofolionya minimum 80% dari total aset diinvestasikan pada saham. Berbeda dari efek pendapatan tetap seperti deposito dan obligasi, dimana investor lebih berorientasi pada pendapatan bunga, efek saham umumnya memberikan potensi hasil lebih tinggi berupa *capital gain* melalui pertumbuhan

harga – harga saham. Selain hasil dari *capital gain*, efek saham juga memberikan hasil lain berupa dividen.

Pasar saham yang sangat fluktuatif membuat investor menghindari berinvestasi pada saham. Banyak investor memiliki persepsi bahwa investasi pada saham lebih cenderung kepada spekulasi. Terlepas dari persepsi tersebut, secara teori bahwa investasi pada saham adalah jenis investasi jangka panjang yang sangat menjanjikan. Investasi saham merupakan investasi pada perusahaan – perusahaan, yang dalam jangka panjang akan memberikan hasil investasi yang lebih besar daripada deposito maupun obligasi, walaupun dalam jangka pendek terdapat risiko karena harga saham selalu berfluktuasi.

Beberapa Reksa Dana Saham memiliki kriteria khusus dalam pemilihan perusahaan yang akan menjadi pilihan dalam portofolionya, seperti hanya pada saham – saham sektor infrastruktur, atau saham – saham kategori perusahaan yang berkapitalisasi besar. Pada Reksa Dana saham terdapat aktivitas *trading* dimana Manajer Investasi mencoba memanfaatkan fluktuasi harga untuk memperoleh keuntungan melalui jual beli. Kinerja Reksa Dana Saham dapat dipahami melalui besarnya perputaran portofolio (*portfolio turnover*), yang dapat diketahui dari ikhtisar laporan keuangan yang dibuat oleh auditor. Semakin tinggi perputaran portofolio, semakin sering Manajer Investasi melakukan aktivitas *trading*. Aktivitas *trading* selain memberikan potensi keuntungan di lain pihak juga akan meningkatkan biaya transaksi dan risiko investasi.



Sumber : [www.bapepamlk.go.id](http://www.bapepamlk.go.id) diunduh pada tanggal 8 Mei 2009,09.45 WIB

Gambar 3.2

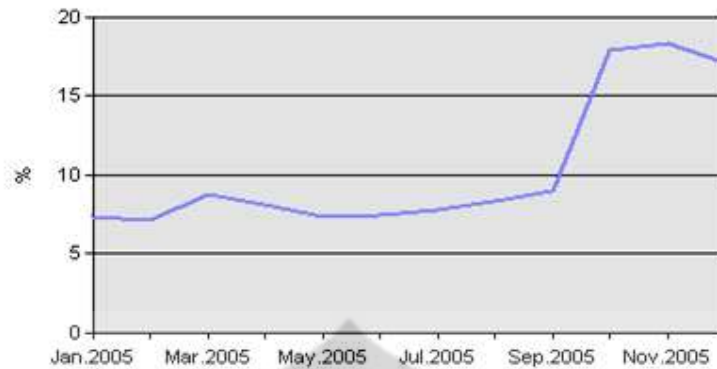
Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana Saham

Sejak awal keberadaan Reksa Dana di Indonesia, Reksa Dana Saham bukanlah jenis Reksa Dana yang digemari oleh investor. Mengingat bahwa masyarakat Indonesia mempunyai sifat untuk menghindari risiko dengan tetap mengharapkan imbal hasil maka Reksa Dana Pendapatan Tetap menjadi tujuan investor untuk menginvestasikan dana yang dimiliki oleh investor. Berdasarkan data yang diperoleh dari Bapepam LK memperlihatkan Reksa Dana Saham dari tahun 1996 hingga tahun 2004 tidak mengalami peningkatan yang cukup berarti. Bila melihat grafik di atas terlihat bahwa perkembangan nilai aktiva bersih mencerminkan banyaknya pemegang unit penyertaan Reksa Dana Saham.

Ketika tingkat inflasi terus melaju naik, pemerintah melalui Bank Indonesia membuat kebijakan untuk menaikkan BI rate, sehingga bunga deposito juga mengalami peningkatan. Disamping itu, pada saat yang bersamaan terjadi penurunan harga obligasi. Hal inilah yang pada akhirnya membuat investor melakukan penarikan atas dana yang dimilikinya pada Reksa Dana. Penarikan dana secara bersamaan dan dalam waktu yang bersamaan menjadikan nilai aktiva bersih seluruh Reksa Dana turun. Investor yang menyadari akan pentingnya investasi jangka panjang, mengalihkan investasi pada jenis Reksa Dana Saham. Tahun 2005 merupakan awal dari perkembangan Reksa Dana Saham, sejak tahun tersebut grafik nilai aktiva bersih Reksa Dana Saham mengalami peningkatan.

### **3.2.1 Reksa Dana Saham Tahun 2005**

Akhir tahun 2005 merupakan masa *bearishnya* Reksa Dana, ditandai dengan naiknya tingkat inflasi pada tahun tersebut. Hal ini membuat Pemerintah melalui Bank Indonesia mengeluarkan kebijakan untuk menaikkan BI *rate* yang ketika itu pada kisaran 8,75%. Akibatnya kenaikan BI *rate* tersebut juga diikuti dengan kenaikan suku bunga deposito, sehingga banyak investor melakukan penarikan dana untuk dialihkan pada deposito, mengingat pada saat itu deposito memberikan *return* yang lebih tinggi dari Reksa Dana.



Sumber : [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id) diunduh pada tanggal 5 Mei 2009, 17.52 WIB

Gambar 3.3  
Tingkat Inflasi

Fenomena yang terjadi adalah bahwa masa *bearish* yang terjadi ini tidak terjadi pada Reksa Dana Saham, Reksa Dana Saham bahkan mengalami peningkatan pada jumlah unit penyertaan dan nilai aktiva bersih. Hal ini disebabkan investor yang menyadari akan pentingnya investasi jangka panjang, beralih pada Reksa Dana Saham. Berdasarkan data e-monitoring Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam), nilai aktiva bersih (NAB) reksa dana saham terus meningkat. Akhir tahun 2004 nilai NAB sebesar Rp 1,855 triliun, pada akhir tahun 2005 nilainya menjadi Rp 4,92 triliun.

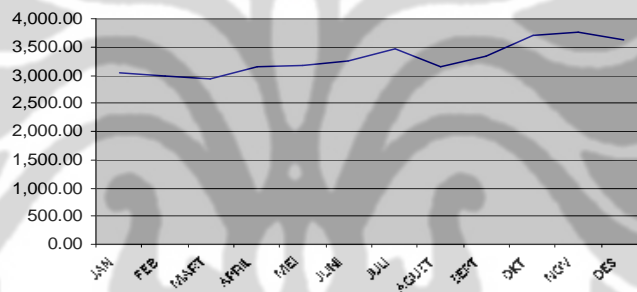
### 3.2.2 Reksa Dana Saham Tahun 2006

Pasar Reksa Dana mulai menunjukkan pemulihan sebagai dampak pesatnya perkembangan harga aset keuangan. Pulihnya kondisi ini ditandai dengan menurunnya tingkat inflasi yang menciptakan semangat baru dunia investasi. Sebagai indikatornya adalah Indeks Harga Saham Gabungan yang terus meningkat. Harga saham yang mengalami peningkatan membuat Reksa Dana Saham menarik untuk dijadikan sebagai alternatif investasi. Nilai aktiva bersih Reksa Dana Saham pada tahun 2006 mencatat pertumbuhan sebesar 67,41% dari nilai aktiva bersih tahun sebelumnya. Pemulihan ini juga didukung oleh

meningkatnya kemampuan manajer investasi dalam mengembangkan dan menyempurnakan produk Reksa Dana.

### 3.2.3 Reksa Dana Saham Tahun 2007

Bertahun – tahun lamanya Reksa Dana Pendapatan Tetap menjadi pilihan utama investor, tetapi posisi tersebut akhirnya digantikan oleh Reksa Dana Saham yang diyakini memberikan imbal hasil menjanjikan. Dari data yang dilansir oleh Bapepam-LK, penutupan akhir tahun 2006 total kelolaan Reksa Dana Pendapatan Tetap mencapai Rp 19,52 triliun, naik 9.07% menjadi Rp 21.29 triliun diakhir tahun 2007. Sedangkan Reksa Dana Saham tahun 2006 mencapai Rp 8.25 triliun melesat hingga 321% menjadi Rp 34.8 triliun. Pengalihan minat investasi kepada Reksa Dana Saham disebabkan oleh sikap optimisme kenaikan indeks saham pada tahun 2008 hingga menyentuh level tertinggi 2.800 pada bulan Desember.



Sumber : [www.bi.go](http://www.bi.go) diunduh pada tanggal 5 Mei 2009, 17.56 WIB

Gambar 3.4

Perkembangan Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana Saham Tahun 2008



Sumber : [www.infovesta.com](http://www.infovesta.com) diunduh pada tanggal 11 Mei 2009, 16.14 WIB

Gambar 3.5

Indeks Harga Saham Gabungan 2007



Apabila melihat grafik antara perkembangan nilai aktiva bersih Reksa Dana Saham dan kinerja IHSG, akan terlihat pola yang mirip antara keduanya. Hal ini membuktikan bahwa kinerja IHSG dapat dijadikan sebagai tolak ukur dari kinerja Reksa Dana Saham.

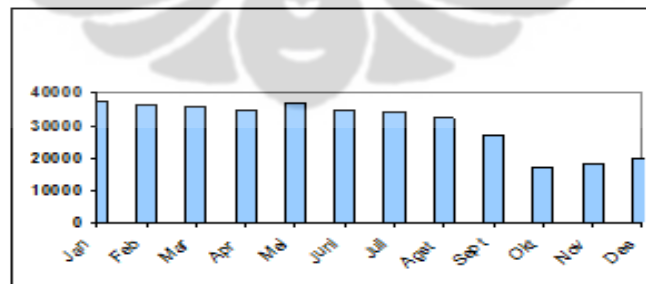
### 3.2.4 Reksa Dana Saham Tahun 2008



Sumber : [www.Infovesta.com](http://www.Infovesta.com) diunduh pada tanggal 11 Mei 2009, 16.20 WIB

Gambar 3.6  
Indeks Harga Saham Gabungan Tahun 2008

Akibat kondisi perekonomian dunia yang tidak mendukung terutama semenjak munculnya kasus *subprime mortgage*, IHSG mengalami penurunan yang tajam. Dimulai dengan kondisi *bearish* di bursa saham dimana indeks mengalami penurunan sebesar 15.5% dari 2715.06 pada 3 Januari 2008 menjadi 2294.5 pada 22 Januari 2008. Kekhawatiran akan terjadinya resesi di Amerika Serikat dan efek yang berkepanjangan dari krisis *subprime mortgage* serta melambungnya harga minyak dunia telah menyebabkan sentimen negatif terhadap bursa saham.



Sumber : [www.bi.go](http://www.bi.go) diunduh pada tanggal 5 Mei 2009, 18.10 WIB

Gambar 3.7  
Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana Saham Tahun 2008 (Rp Milyar)



Namun, meskipun kondisi *underlying asset* memburuk, jumlah *subscription* pada Reksa Dana Saham tetap lebih tinggi dibandingkan dengan tingkat *redemption*. Hal ini menunjukkan bahwa investor masih memiliki keyakinan bahwa akan terjadi peningkatan harga saham dimasa mendatang sehingga investor tersebut dapat memperoleh keuntungan dari kenaikan nilai saham. Meskipun demikian, akibat gejolak pasar saham yang berkepanjangan, disisi kuartal pertama serta kedua, nilai aktiva bersih Reksa Dana Saham tidak banyak mengalami perkembangan. Bahkan, pada akhir kuartal kedua, nilai aktiva bersih Reksa Dana Saham menjadi Rp 32,2 triliun.



**BAB 4**  
**ANALISIS HUBUNGAN *INSIDER OWNERSHIP* DENGAN *RETURN*,  
*FUND TURNOVER* DAN *FUND TAX COST* REKSA DANA SAHAM**

**4.1 Statistik Deskriptif**

Jumlah data Reksa Dana yang terdaftar di Bapepam LK sebanyak 68 Reksa Dana. Dari jumlah tersebut hanya 15 Reksa Dana yang terdapat kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi, dan dari 15 Reksa Dana yang memiliki kepemilikan unit penyertaan oleh manajer investasi hanya 8 Reksa Dana yang efektif selama periode penelitian, yakni dari Oktober 2006 – September 2008. Reksa Dana tersebut antara lain : Reksa Dana Mawar, Reksa Dana Paramitra Premium, Reksa Dana Pratama Saham, Reksa Dana BUMN, Reksa Dana Si Dana Saham Optimal, Reksa Dana Pratama Saham, Reksa Dana Si Dana Saham dan Reksa Dana Trimegah Kapital.

Tabel berikut ini adalah statistik deskriptif hasil olahan penulis dengan menggunakan program SPSS vs.13

**Tabel 4.1**  
**Statistik Deskriptif Variabel Endogen dan Eksogen**  
**Oktober 2006 – September 2008 ( n = 64 )**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
LOW	64	.00	27.85	17.5519	9.13148
ANNRTN	64	-21.44	12.77	-.0648	3.30063
AFFTXRTN	64	-21.86	45.99	.4180	6.85413
TurnOver	64	-4.63	6.17	.0419	2.06104
LTTOT	64	-1.09	2.76	-.0055	.47132
PCTGAIN	64	6.62	10.08	7.9134	.90715
PCTTAX	64	-.01	.05	.0055	.01259
ExpRatio	64	-.01	.16	.0301	.04219
Neta	64	21.11	27.85	25.0777	1.58827
Beta	64	.01	6.48	.6666	1.09413
Bond	64	.00	.09	.0093	.02229
Inflow	64	-1.75	.91	.0044	.43320
Valid N (listwise)	64				

Sumber : Hasil penelitian diolah dengan menggunakan program SPSS vs.13

*Insider Ownership* dalam hal ini menunjukkan besarnya kepemilikan unit penyertaan Manajer Investasi atas Reksa Dana yang dikelola. Dalam tabel 4.1 di atas menunjukkan rata – rata kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi sebesar 17.55. Pada tabel di atas juga dapat dilihat bahwa *range* atau jarak dari data terendah dan yang tertinggi dari *Insider Ownership* adalah sebesar 27.9 dengan data terendah 0 dan data tertinggi 17.55 dengan standar deviasi 9.2274.

Dari tabel 4.1 diperoleh rata – rata untuk variabel imbal hasil bulanan sebelum dikenakan pajak sebesar -0.0648, angka ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Allison L. Evans dimana rata – rata imbal hasil sebesar -0.41 pada kepemilikan antara \$0-\$100.000 dan 2.2 pada kepemilikan lebih dari \$ 100.000. Dijelaskan pula bahwa jarak antara data terendah dan tertinggi sebesar 34.21, dengan standar deviasi sebesar 3.30063. Imbal hasil setelah dikenakan pajak memiliki rata – rata sebesar 0.4180, dengan data tertinggi adalah 45.99 dan data terendah adalah -21.86.

Turnover menandai seberapa besar manajer investasi melakukan aktivitas *trading* , pada tabel 4.1 dijelaskan bahwa rata – rata turnover pada masing – masing Reksa Dana Saham adalah sebesar 0.0419. Hal tersebut menunjukkan perputaran dana pada Reksa Dana adalah sebesar 4 %, data menyebutkan bahwa terdapat Reksa Dana yang pada periode tertentu tidak melakukan aktivitas trading bahkan melakukan aktivitas *redemption* ( penarikan dana ) ditandai dengan nilai turnover yang negatif sebesar -4.63. Variabel turnover pada penelitian ini memiliki standar deviasi sebesar 2.06104.

Rasio dari investasi jangka panjang terhadap total keuntungan yang dinotasikan menjadi LTTOT, pada tabel menunjukkan nilai rata – rata LTTOT Reksa Dana Saham adalah -0.0055, tanda negatif menunjukkan Reksa Dana Saham tersebut mengalami kerugian. Standar deviasi dari variabel ini adalah 0.47132, dengan data ratio LTTOT terbesar adalah 2.76 dan terendah adalah -1.09.

Besarnya nilai aktiva bersih per unit penyertaan mewakili besarnya keuntungan yg didapat oleh investor, karena dengan fluktuasi nilai aktiva bersih tersebut seorang investor dapat mengetahui besarnya keuntungan atau kerugian yang dialami, Variabel ini dinotasikan dengan PCTGAIN. Tabel 4.1 menyebutkan

rata – rata besarnya nilai aktiva bersih per unit penyertaan adalah sebesar 7.9134, jarak antara data terendah dan tertinggi adalah 3.46, dengan standar deviasi sebesar 0.90715.

PCTTAX merupakan variabel yang mencoba menjelaskan besarnya beban pengenaan pajak dari investasi pada Reksa Dana Saham. Tabel 4.1 disebutkan bahwa rata – rata besarnya PCTTAX Reksa Dana Saham pada penelitian adalah sebesar 0.0055 yang berarti bahwa setiap kenaikan nilai aktiva bersih Reksa Dana terdapat kenaikan dalam pengenaan pajak sebesar 0.0055. Standar deviasi dari variabel ini adalah sebesar 0.01259, dengan data terbesar adalah 0.05 dan - 0.01.

Expratio yang merupakan ratio beban investasi yang dikenakan dalam mengelola Reksa Dana. Rata – rata besarnya beban yang dikenakan adalah 0.0301, ini menunjukkan setiap peningkatan nilai Reksa Dana membutuhkan biaya sebesar 0.0301. Range dari beban kelolaan Reksa Dana adalah sebesar -0.01 hingga 0.16, sedangkan standar deviasi dari expratio adalah sebesar 0.04219.

Total aktiva bersih ( neta ) dari 8 Reksa Dana Saham yang dinotasikan dengan Neta memiliki rata – rata sebesar 25.0777, sehingga dapat diketahui bahwa setiap bulannya nilai aktiva bersih Reksa Dana Saham adalah sebesar 25.0777. Dalam tabel juga dijelaskan bahwa jarak data terendah dengan data tertinggi adalah 6.74. Adapun standar deviasi total aktiva bersih adalah sebesar 1.58827.

Rata – rata risiko bisnis pada Reksa Dana yang diamati sebesar 0.6666. Risiko bisnis menunjukkan adanya risiko ketidakpastian dalam memperoleh imbal hasil. Rata – rata risiko pada penelitian ini rendah disebabkan kondisi ekonomi yang tidak stabil. Risiko bisnis memiliki range sebesar 6.47, dimana risiko terbesar adalah 6.48 dan terendah sebesar 0.01.

Tabel 4.1 menyebutkan bahwa rata - rata persentase investasi pada instrumen obligasi yang dinotasikan oleh *bond* adalah 0.0093. Hal ini menunjukkan bahwa Pada 8 jenis Reksa Dana Saham tersebut terdapat 0.0093 dana yang diinvestasikan pada instrumen keuangan yang berupa obligasi (hutang). Dengan range antara 0 hingga 0.09. Dengan demikian dapat pula kita pastikan bahwa sebagian besar dana yang dimiliki oleh 8 Reksa Dana Saham tersebut

diinvestasikan pada saham. Sedangkan untuk standar deviasi, *bond* memiliki standar deviasi sebesar 0.02229.

Variabel *inflow* merupakan variabel yang berusaha untuk menjelaskan besarnya ratio aliran dana masuk terhadap nilai bersih aktiva di awal periode. Rata – rata *inflow* Reksa Dana pada penelitian ini adalah sebesar 0.0044, dengan jarak data terendah dan tertinggi adalah 2.66 dan standar deviasi sebesar 0.43320.

#### 4.2 Pengujian Hipotesis 1 : Analisis Hubungan Insider Ownersip Dengan Fund Return, Fund Turn Over dan Fund Tax Cost Reksa Dana Saham Dengan Menggunakan Estimasi Two Stage Least Square (TSLs)

Bagian ini digunakan untuk membahas dan membuktikan hipotesis-1. Tujuan dari pembahasan ini adalah untuk membuktikan hubungan saling ketergantungan antara insider ownership dengan fund return, fund turnover dan fund tax cost Reksa Dana Saham. Untuk membuktikan adanya hubungan saling ketergantungan antar variabel tersebut digunakan estimasi two stage least square (TSLs). Hasil estimasi least square dua tahap adalah seperti terlihat pada Tabel 4.2.

**Tabel 4.2**  
**Hubungan Insider Ownership Dengan Fund Return, Fund Turnover dan Fund Tax Cost**

	Dependent Variabel		
	Low		
	Coefficient	t-value	Prob.
Intercept	9.87	1.27	0.22
Annrtn	0.02	0.07	0.95
Afftxrtn	-0.04	-0.60	0.55
Turnover	2.32	2.75	0.01
Lttot	2.22	0.32	0.75
Pctgain	1.67	1.66	0.11
Pcttax	-787.11	-9.73	0.00
R <sup>2</sup>	0.88		
Adjusted R <sup>2</sup>	0.84		

Sumber : Hasil penelitian diolah dengan Eviews4

Berdasarkan Tabel 4.2 maka dapat dibuat persamaan *low* (kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi) dan variabel – variabel yang mempengaruhinya sebagai berikut :

$$\text{LOW} = 9.874562639 + 0.0164 \text{ ANNRTN} - 0.0405 \text{ AFFTXRTN} + 2.3242\text{TURNOVER} + 2.2226\text{LTTOT} + 1.6711 \text{ PCTGAIN} - 787.1120 \text{ PCTTAX}$$

$$\text{Adjusted } R^2 = 88.67 \%$$

Berdasarkan tabel 4.2 di atas kita dapat mengetahui bahwa kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi memiliki hubungan positif dengan perputaran dana dan apabila dinotasikan menjadi turnover. Hubungan ini menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan penyertaan oleh Manajer Investasi maka akan semakin besar usaha Manajer Investasi untuk meningkatkan perputaran dana. Dengan besarnya nilai probabilitas sebesar 0.013. Hal lain yang dapat dijelaskan dalam persamaan ini adalah bahwa kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi berhubungan positif dengan keuntungan atas besarnya NAB (Nilai Aktiva Bersih), jadi dengan semakin besar kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi akan semakin besar keuntungan atas NAB Reksa Dana Saham tersebut .

Besarnya beban pengenaan pajak yang dinotasikan dengan Pctgain pada persamaan ini menunjukkan tanda negatif, yang berarti bahwa semakin tinggi kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi akan semakin rendah pula besarnya beban pengenaan pajak. Hasil temuan ini memiliki  $R^2$  sebesar 88.67 %, hal ini menunjukkan terjadi korelasi yang kuat antara variabel – variabel tersebut.

#### **4.3 Pengujian Hipotesis 2 : Analisis Hubungan *Insider Ownership* dan *Fund Return***

Fund Return pada penelitian ini dibagi menjadi 2 kategori yaitu *return* sebelum dikenakan pajak dan *return* setelah dikenakan pajak. Hal ini dilakukan guna mengetahui perbandingan antara besarnya keterkaitan antara *return before*

*tax* dan *return after tax* dengan variabel – variabel yang mempengaruhinya terutama dalam hubungannya dengan kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi (*insider ownership*)

**Tabel 4.3**  
***Fund Returns Regression Result ( Return Before Tax )***

	Return Before Tax		
	Coefficient	t-value	Sig.
Intercept	0.6521	0.6631	0.485
Low	0.9977	71.397	0.068
Expratio	-0.0003	-0.2311	0.570
Beta	-44.491	-0.1586	0.000
Bond	0.0228	-0.0210	0.855
R <sup>2</sup>	0.33		
Adjusted R <sup>2</sup>	0.28		

Sumber : Hasil penelitian diolah dengan program SPSS vs 13

Berdasarkan tabel 4.3 maka dapat dibuat persamaan *fund return before tax* sebagai berikut :

$$\text{Return Before Tax} = -0.209 + 0.022 \text{ Low} + 1.472 \text{ Expratio} - 0.338 \text{ Beta} - 0.794 \text{ Bond}$$

$$R^2 = 33 \%$$

$$\text{Adjusted } R^2 = 28 \%$$

Dari persamaan regresi di atas , diketahui bahwa beberapa variabel *independent* memiliki pengaruh terhadap variabel *dependent* (return before tax) dengan hasil koefisien masing – masing variabel antara lain:

- Koefisien variabel kepemilikan unit penyertaan adalah positif. Hal ini menjelaskan jika kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi mengalami peningkatan , imbal hasil sebelum dikenakan pajak akan meningkat dan sebaliknya. Koefisien kepemilikan unit penyertaan oleh



Manajer Investasi sebesar 0.022 mempunyai arti untuk setiap peningkatan kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi sebesar 1 miliar, akan meningkatkan imbal hasil sebelum pajak sebesar 0.022 %.

- Koefisien variabel risiko bisnis ( beta ) adalah negatif. Hal ini menjelaskan setiap penurunan risiko bisnis akan meningkatkan imbal hasil sebelum dikenakan pajak. Koefisien perubahan risiko bisnis sebesar -0.338 mempunyai arti setiap terjadi penurunan risiko bisnis sebesar -0.338 akan menyebabkan imbal hasil mengalami peningkatan sebesar 0.338.

Nilai  $R^2$  sebesar 33 % mengidentifikasi bahwa secara bersama – sama variabel independen hanya mampu mempengaruhi variabel dependen sebesar 33 % dan 67 % dipengaruhi oleh variabel lain. Hal ini juga menjelaskan bahwa hubungan yang terjadi antara variabel adalah lemah.

**Tabel 4.4**

***Fund Returns Regression Result ( Return After Tax )***

	Return After Tax		
	Coefficient	t-value	Sig.
Intercept	0.164	0.544	0.589
Low	0.010	0.873	0.386
Expratio	-0.605	-0.232	0.817
Beta	-0.498	-5.640	0.000
Bond	-3.908	-0.887	0.379
<b>R2</b>	<b>0.44</b>		
<b>Adjusted R<sup>2</sup></b>	<b>0.40</b>		

Sumber : Hasil penelitian diolah dengan program SPSS vs13

Berdasarkan tabel 4.4 maka dapat dibuat persamaan *fund return after tax* sebagai berikut :

$$\text{Return After Tax} = 0.164 + 0.010 \text{ Low} - 0.605 \text{ Expratio} - 0.498 \text{ Beta} - 3.908 \text{ Bond}$$

$$R^2 = 44 \%$$

$$\text{Adjusted } R^2 = 40 \%$$

Dari persamaan regresi di atas hanya variabel beta yang memiliki pengaruh terhadap besarnya imbal hasil setelah dikenakan pajak. Besarnya koefisien beta adalah negatif, yang berarti bahwa dengan penurunan risiko akan meningkatkan imbal hasil setelah dikenakan pajak. Nilai koefisien sebesar -0.498 menjelaskan bahwa dengan penurunan risiko sebesar 1% akan meningkatkan imbal hasil sebesar 0.498. Peningkatan (penurunan) beta berpengaruh negatif dengan imbal hasil setelah pajak pada tingkat signifikansi sebesar 1%.

Nilai  $R^2$  sebesar 44.4% mengidentifikasi bahwa secara bersama-sama variabel independen hanya mampu mempengaruhi variabel dependen sebesar 44.4% dan 55.6% dipengaruhi oleh variabel lain. Hal ini juga menjelaskan bahwa hubungan yang terjadi antara variabel adalah lemah.

#### 4.4 Pengujian Hipotesis 3 : Analisis Hubungan *Insider Ownership* dan *Fund Turnover*

*Fund Turnover* didefinisikan sebagai total nilai jual atau beli dibagi dengan rata-rata nilai aktiva bersihnya. Semakin tinggi perputaran portofolio, semakin sering Manajer Investasi melakukan aktivitas *trading*. Aktivitas *trading* selain memberikan potensi keuntungan juga akan meningkatkan biaya transaksi dan risiko investasi.

**Tabel 4.5**  
***Fund Turnover Regression Result***

	Turnover		
	Coefficient	t-value	Sig.
Intercept	4.994	1.483	0.143
Low	-0.021	-0.875	0.385
Inflow	-2.676	-6.099	0.000
Neta	-0.186	-1.302	0.198
Adjusted $R^2$	0.43		

Sumber : Hasil penelitian diolah dengan program SPSS vs13

Berdasarkan tabel 4.5 maka dapat dibuat persamaan *fund turnover* sebagai berikut:

$$\text{Turnover} = 4.994 - 0.021 \text{ Low} - 2.676 \text{ Inflow} - 0.186 \text{ Neta}$$

$$R^2 = 46.3 \%$$

$$\text{Adjusted } R^2 = 43.5 \%$$

Dari persamaan regresi di atas regresi di atas hanya variabel *inflow* dan neta yang memiliki pengaruh terhadap variabel *turnover*, dimana diperoleh hasil koefisien masing – masing variabel adalah :

- Koefisien variabel aliran dana masuk ( *inflow* ) adalah negatif. Hal ini menjelaskan jika besarnya aliran dana masuk mengalami penurunan , *turnover* Reksa Dana Saham akan meningkat dan sebaliknya. Koefisien *inflow* sebesar - 2.676 mempunyai arti bahwa setiap kenaikan ( penurunan ) *turnover* sebesar 1% akan menyebabkan penurunan ( kenaikan ) inflow sebesar 2.676. Variabel *inflow* berpengaruh terhadap *turnover* pada tingkat signifikansi sebesar 1%.
- Koefisien neta ( nilai asset ) menunjukkan tanda yang negatif . Hal ini menjelaskan bahwa setiap penurunan nilai asset akan menyebabkan *turnover* Reksa Dana mengalami peningkatan dan sebaliknya. Koefisien neta sebesar - 0.186 mempunyai arti untuk setiap peningkatan (penurunan) nilai aset sebesar 1 miliar, *turnover* akan berubah naik ( turun ) sebesar 0.186.

Nilai  $R^2$  sebesar 46.3 % mengidentifikasi bahwa secara bersama – sama variabel independen hanya mampu mempengaruhi variabel dependen sebesar 46.3 % dan 53.7 % dipengaruhi oleh variabel lain. Hal ini juga menjelaskan bahwa hubungan yang terjadi antara variabel adalah lemah.

#### **4.4 Pengujian Hipotesis 3 : Analisis Hubungan Insider Ownership dan Fund Tax Cost**

Analisis ini bertujuan untuk mengetahui sejauh mana pajak mempengaruhi pemilihan investasi oleh Manajer Investasi dan hubungannya dengan kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi. Penulis menggunakan tiga aspek yang dapat mewakili hubungan tersebut, diantaranya LTTOT, PCTGAIN, PCTTAX.

**Tabel 4.6**  
***LTOT Regression Result***

	<b>Lttot</b>		
	<b>Coefficient</b>	<b>t-value</b>	<b>Sig.</b>
<b>Intercept</b>	<b>0.417</b>	<b>1.213</b>	<b>0.231</b>
<b>Low</b>	<b>-0.004</b>	<b>-1.722</b>	<b>0.091</b>
<b>Annrtn</b>	<b>0.004</b>	<b>0.581</b>	<b>0.564</b>
<b>Afftxrtn</b>	<b>-0.001</b>	<b>-0.271</b>	<b>0.787</b>
<b>Pctgain</b>	<b>-0.054</b>	<b>-2.178</b>	<b>0.034</b>
<b>Neta</b>	<b>0.002</b>	<b>0.127</b>	<b>0.900</b>
<b>Inflow</b>	<b>0.523</b>	<b>-10.084</b>	<b>0.000</b>
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0.73</b>		
<b>Adjusted R<sup>2</sup></b>	<b>0.69</b>		

Sumber : Hasil Penelitian diolah dengan program SPSS vs13

Berdasarkan tabel 4.6 maka dapat dibuat persamaan *LTOT* sebagai berikut :

$$LTOT = 0.417 - 0.004 \text{ Low} - 0.004 \text{ Annrtn} - 0.001 \text{ Afftxrt} - 0.054 \text{ Pctgain} - 0.002 \text{ Neta} - 0.523 \text{ Inflow}$$

$$R^2 = 73 \%$$

$$\text{Adjusted } R^2 = 69 \%$$

Dari persamaan regresi di atas didapatkan bahwa hanya variabel Low, Pctgain, Inflow yang berpengaruh terhadap lttot, dengan besarnya koefisien masing – masing variabel adalah :

- Koefisien kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi (Low) menunjukkan tanda yang negatif . Hal ini menjelaskan bahwa setiap peningkatan kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi akan menyebabkan *Lttot* Reksa Dana mengalami penurunan dan sebaliknya. Koefisien low sebesar -0.004 mempunyai arti untuk setiap peningkatan kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi sebesar 1 miliar, *Lttot* akan berubah sebesar 0.004 %. Variabel Low berpengaruh terhadap Lttot pada tingkat signifikansi sebesar 10%.

- Koefisien peningkatan keuntungan atas nilai aktiva bersih Reksa Dana Saham yang dinotasikan dengan PCTGAIN adalah negatif. Pctgain berpengaruh terhadap besarnya Lttot pada tingkat signifikansi sebesar 1%. Hal ini menjelaskan bahwa PCTGAIN memiliki hubungan yang berlawanan dengan LTTOT. Penurunan besarnya dana yg diinvestasikan pada dana jangka panjang dalam hal ini adalah saham akan menyebabkan peningkatan pada keuntungan atas nilai aktiva bersih Reksa Dana Saham. Koefisien PCTGAIN sebesar -0.054 mengindikasikan bahwa setiap penurunan (kerugian) NAB Reksa Dana Saham disebabkan oleh peningkatan pada besarnya dana yg diinvestasikan pada investasi jangka panjang sebesar 0.054.
- Koefisien aliran dana masuk ( *inflow* ) menunjukkan nilai yang negatif, artinya adalah bahwa penurunan aliran dana masuk disebabkan karena peningkatan investasi jangka panjang. Adapun nilai dari koefisien *inflow* adalah -0.523, sehingga dengan penurunan aliran dana masuk pada Reksa Dana Saham sebesar 1 % akan menyebabkan peningkatan penempatan dana pada investasi jangka panjang sebesar 0.523. Variabel inflow berpengaruh terhadap Lttot pada tingkat signifikansi sebesar 1%.

Nilai  $R^2$  sebesar 73 % mengidentifikasi bahwa secara bersama – sama variabel independen mampu mempengaruhi variabel dependen sebesar 72.5 % dan 27.5 % dipengaruhi oleh variabel lain. Hal ini juga menjelaskan bahwa hubungan yang terjadi antara variabel adalah kuat.

**Tabel 4.7**  
***PCTGAIN Regression Result***

	Pctgain		
	Coefficient	t-value	Sig.
<b>Intercept</b>	<b>0.644</b>	<b>0.861</b>	<b>0.394</b>
<b>Low</b>	<b>-0.002</b>	<b>-0.295</b>	<b>0.769</b>
<b>Inflow</b>	<b>0.383</b>	<b>-3.419</b>	<b>0.001</b>
<b>Neta</b>	<b>0.280</b>	<b>8.838</b>	<b>0.000</b>
<b>Annrtn</b>	<b>-0.040</b>	<b>-2.799</b>	<b>0.007</b>
<b>Afftxrtn</b>	<b>0.041</b>	<b>6.194</b>	<b>0.000</b>
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0.73</b>		

Sumber : Hasil penelitian diolah dengan program SPSS vs13

Berdasarkan tabel 4.7 maka dapat dibuat persamaan *PCTGAIN* sebagai berikut :

$$PCTGAIN = 0.644 - 0.002 \text{ Low} - 0.383 \text{ Inflow} + 0.280 \text{ Neta} - 0.04 \text{ Annrtn} + 0.041 \text{ Afftxrtn}$$

$$R^2 = 76 \%$$

$$\text{Adjusted } R^2 = 74 \%$$

Dari persamaan regresi di atas diketahui bahwa variable yang memiliki pengaruh terhadap besarnya variable *Pctgain* adalah *inflow*, *neta*, *annrtn*, *afftxrtn*, adapun besarnya koefisien masing – masing variabel, antara lain:

- Koefisien dana aliran masuk (*inflow*) adalah negatif, pada tingkat signifikansi sebesar 1% . Hal ini menjelaskan bahwa setiap peningkatan aliran dana masuk akan mengurangi keuntungan pada nilai asset bersih Reksa Dana. Koefisien *inflow* sebesar -0.383 mempunyai arti bahwa setiap peningkatan *inflow* sebesar 1% akan menyebabkan kerugian pada NAB Reksa Dana Saham sebesar 0.383.
- Koefisien nilai asset bersih adalah positif. Hal ini menjelaskan bahwa peningkatan asset akan meningkatkan keuntungan atas NAB Reksa Dana Saham. Koefisien *neta* sebesar 0.280 mempunyai arti bahwa setiap peningkatan asset sebesar 1 milyar akan meningkatkan keuntungan sebesar 0.280. Pengaruh ini ditandai dengan nilai signifikansi sebesar 1%.
- Koefisien imbal hasil sebelum pajak ( *Annrtn* ) adalah negatif. Tanda negatif menunjukkan bahwa peningkatan imbal hasil sebelum pajak akan menurunkan tingkat keuntungan atas NAB Reksa Dana Saham. Koefisien *Annrtn* sebesar - 0.04 memiliki arti bahwa peningkatan imbal hasil sebelum pajak sebesar 1% akan menurunkan nilai *PCTGAIN* sebesar 0.04.

Nilai  $R^2$  sebesar 76.4 % mengidentifikasi bahwa secara bersama – sama variabel independen mampu mempengaruhi variabel dependen sebesar 76.4% dan 23.6 % dipengaruhi oleh variabel lain. Hal ini juga menjelaskan bahwa hubungan yang terjadi antara variabel adalah kuat.

**Tabel 4.8**  
***PCTTAX Regression Result***

	Pcttax		
	Coefficient	t-value	Sig.
Intercept	0.057	3.166	0.003
Low	0.000	-3.211	0.002
Inflow	-0.012	-4.891	0.000
Neta	-0.002	-1.821	0.074
Annrtn	0.000	0.974	0.334
Afftxrtn	0.000	-1.633	0.108
Pctgain	-0.001	-0.506	0.615
R <sup>2</sup>	0.59		
Adjusted R <sup>2</sup>	0.55		

Sumber : Hasil penelitian diolah dengan menggunakan program SPSS vs.13

Berdasarkan tabel 4.8 maka dapat dibuat persamaan *PCTTAX* sebagai berikut :

$$PCTTAX = 0.057 - 0.012 \text{ Inflow} - 0.002 \text{ Neta} - 0.001 \text{ PCTGAIN}$$

$$R^2 = 59.4 \%$$

$$\text{Adjusted } R^2 = 55 \%$$

Dari persamaan regresi di atas diperoleh hasil koefisien masing – masing variabel:

- Koefisien dana aliran masuk ( *inflow* ) adalah negatif . Hal ini menjelaskan bahwa setiap peningkatan aliran dana masuk akan menyebabkan penurunan pada beban pengenaan pajak . Koefisien *inflow* sebesar -0.012 mempunyai arti bahwa setiap peningkatan *inflow* sebesar 1% akan menyebabkan penurunan beban pengenaan pajak sebesar 0.383.
- Koefisien nilai asset bersih adalah negatif. Hal ini menjelaskan bahwa peningkatan asset akan meningkatkan beban pengenaan pajak. Koefisien neta sebesar 0.002 mempunyai arti bahwa setiap peningkatan asset sebesar 1 milyar akan menurunkan beban pengenaan pajak sebesar 0.002.

Variabel kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi, imbal hasil sebelum pajak dan imbal hasil setelah pajak tidak dapat dijelaskan karena nilai koefisien yang dimiliki oleh masing – masing variabel adalah sebesar 0.000.



Sehingga dengan demikian dapat dikatakan bahwa variabel *Low*, *Annrtn* dan *Afftxrtn* tidak berpengaruh terhadap besarnya beban pengenaan pajak (*Pcttax*) Reksa Dana Saham.

Dari ketiga aspek di atas diketahui bahwa:

- Kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi berhubungan negatif dengan besarnya dana yg diinvestasikan pada investasi jangka panjang
- Kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi tidak memiliki hubungan dengan besarnya keuntungan atas NAB.
- Kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi tidak memiliki hubungan dengan besarnyan beban pengenaan pajak atas Reksa Dana Saham.

Sehingga dapat disimpulkan bahwa hubungan antara kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi dan *fund tax cost* tidak dapat dijelaskan.



**Tabel 4.6**  
**Hasil Uji Hipotesis Penelitian**

<b>Hipotesis Penelitian</b>	<b>Deskripsi Hipotesis Penelitian</b>	<b>Diterima / Ditolak</b>
Ha <sub>1</sub>	Terdapat hubungan saling ketergantungan antara <i>insider ownership</i> dengan <i>return before tax</i> , <i>return after tax</i> , <i>fund turnover</i> , <i>lntot</i> , <i>pctgain</i> dan <i>pcttax</i> Reksa Dana Saham.	Diterima
Ha <sub>2</sub>	Terdapat hubungan antara kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi dan <i>return before tax</i> Reksa Dana Saham.	Diterima
Ho <sub>3</sub>	Tidak terdapat hubungan antara kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi dan <i>return after tax</i> Reksa Dana Saham.	Diterima
Ho <sub>4</sub>	Tidak terdapat hubungan antara kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi dan <i>turn over</i> Reksa Dana Saham.	Diterima
Ha <sub>5</sub>	Terdapat hubungan antara kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi dan <i>Lntot</i> Reksa Dana Saham.	Diterima
Ho <sub>6</sub>	Tidak Terdapat hubungan antara kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi dan <i>Pctgain</i> Reksa Dana Saham.	Diterima
Ho <sub>7</sub>	Tidak Terdapat hubungan antara kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi dan <i>Pcttax</i> Reksa Dana Saham.	Diterima