

BAB 2 KERANGKA TEORI DAN METODE PENELITIAN

2.1 Tinjauan Pustaka

Penelitian mengenai struktur kepemilikan terhadap kinerja reksa dana merujuk pada beberapa penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya, serta jurnal-jurnal yang berkaitan dengan pengaruh struktur kepemilikan terhadap kinerja reksa dana. Penelitian ini mengacu pada jurnal yang berjudul “*Portfolio Manager Ownership and Mutual Fund Performance*.” oleh Allison L. Evans, tahun 2008. Penelitian ini menguji pengaruh *fund manager’s personal ownership of mutual fund* terhadap *mutual fund performance*. Penelitian tersebut mengasilkan kesimpulan bahwa kepemilikan manajerial berhubungan positif terhadap *return* perusahaan dan berhungan negatif dengan *turn over* perusahaan serta tidak memiliki hubungan terhadap *fund tax burden*.

Penelitian mengenai struktur kepemilikan saham oleh manajer investasi pada tahun sebelumnya juga pernah dilakukan oleh Korana, Servaes dan Wedge dengan judul ” *Portofolio Manager Ownership and Fund Performance* “, tahun 2006. Penelitian ini dilakukan guna menguji hubungan antara kepemilikan portofolio manajerial dengan kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Dalam penelitian yang dilakukannya, disimpulkan bahwa kinerja perusahaan di masa depan memiliki hubungan positif terhadap kepemilikan manajerial .

Kedua jurnal tersebut menarik minat penulis untuk mengkaji lebih dalam mengenai kinerja reksa dana yang ada di Indonesia dan kaitannya dengan kepemilikan portofolio yang dikelola oleh manajer investasi. Oleh karena penulis dalam kaitan tersebut menjadikan ” Analisis Hubungan *Insider Ownership* dengan *Fund Return*, *Fund Turn Over* dan *Fund Tax Cost* Reksa Dana Saham Periode Oktober 2006 – September 2008 ” sebagai tema penelitian. Karya ini merupakan replikasi karya Alison L.Evans yang berjudul “*Portfolio Manager Ownership and Mutual Fund Performance*”. Adapun perbedaan penelitian penulis dengan penelitian Alison L.Evans adalah terletak pada objek penelitian dan tahun penelitian. Penelitian yang dilakukan oleh Alison L.Evans menggunakan Reksa Dana yang ada di Amerika sebagai objek penelitian, sedangkan penulis

menjadikan Reksa Dana yang terdaftar di Bapepam LK sebagai objek penelitian. Pemilihan periode penelitian didasarkan pada ketersediaan data yang ada di Bapepam LK. Pada penulisan karya ini penulis mengesampingkan *fund family* sebagai variabel kontrol, dikarenakan keterbatasan dalam pencarian data.

2.2 Konstruksi Model Teoritis

2.2.1 Investasi

Gordon .et.al mendefinisikan investasi sebagai ” *the sacrifice of current dollar for future dollars* ”.

Investasi adalah mengeluarkan uang (modal) saat ini secara pasti untuk mendapatkan hasil atau jumlah (uang) yang lebih besar di masa depan, namun tidak memiliki kepastian. Dari definisi tersebut terdapat beberapa unsur yang terkandung dalam investasi :

- a. Modal (*asset*) yang menjadi unsur utama dari investasi dan diharapkan dapat berkembang.
- b. Hasil atau imbal hasil (*return / rate of return*) yang diharapkan akan diharapkan sebagai konsekuensi atas modal . Imbal hasil adalah perubahan nilai asset investor pada periode tertentu. Perhitungan tingkat pengembalian investasi dapat dihitung dengan rumus matematika sederhana berikut. (Sharpe, 1997)

$$\text{Imbal Hasil} = \frac{\text{kekayaan di akhir periode} - \text{kekayaan di awal periode}}{\text{kekayaan di awal periode}} \dots\dots(2.1)$$

- c. Risiko (*risk*) yang menjadi unsur ketidakpastian dalam investasi

2.2.2 Instrumen Pasar Finansial

Pada instrumen pasar finansial, dikenal dua tipe pasar, yaitu pasar modal dan pasar uang. Pasar modal merupakan instrumen finansial berupa saham, obligasi, reksadana dan instrumen derivatif. Sedangkan pasar uang merupakan instrumen yang bisa berupa deposito, surat berharga dan *commercial paper*.

2.2.2.1 Pasar modal

Pasar modal adalah pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas. Tempat dimana terjadinya jual beli sekuritas disebut dengan Bursa Efek. Pasar modal ini dapat dibagi menjadi 2 bagian, yaitu pasar perdana dan pasar sekunder.

Pasar perdana terjadi pada saat perusahaan emiten menjual sekuritasnya kepada investor umum untuk pertama kalinya. Sebelum menawarkan saham di pasar perdana, perusahaan emiten sebelumnya akan mengeluarkan informasi mengenai perusahaan secara detail, yang disebut dengan prospektus.

Sekuritas emiten yang telah dijual di pasar perdana, selanjutnya bisa diperjualbelikan oleh dan antar investor di pasar sekunder. Di Indonesia, sekuritas yang umumnya diperdagangkan di pasar sekunder adalah saham, obligasi, dan reksa dana.

a. Saham

Saham merupakan surat bukti kepemilikan atas perusahaan yang menerbitkan saham tersebut. Apabila seorang investor memiliki saham suatu perusahaan, maka investor tersebut mempunyai hak atas pendapatan dan kekayaan perusahaan, setelah semuanya dikurangi dengan pembayaran semua kewajiban perusahaan.

Saham dapat dibedakan menjadi saham preferen dan saham biasa. Saham preferen memberikan pendapatan yang tetap seperti halnya obligasi, dan mendapatkan hak kepemilikan seperti halnya saham biasa. Perbedaannya dengan saham biasa adalah bahwa saham preferen tidak memberikan hak suara kepada pemegangnya untuk memilih direksi dan ataupun manajemen perusahaan, seperti layaknya saham biasa.

Penghasilan yang dinikmati pembeli saham adalah pembagian deviden ditambah kenaikan atau dikurangi penurunan harga saham tersebut. Apabila perusahaan membaik, maka harga saham tersebut akan cenderung meningkat. Jika harga saham menjadi lebih tinggi dari harga pada waktu dibeli, investor dikatakan memperoleh *capital gain*. Sebaliknya, apabila harga saham menurun dibandingkan dengan harga beli, maka investor dikatakan menderita *capital loss*. Penghasilan dari saham ini mengandung ketidakpastian yang tinggi, karena harga

saham bisa naik atau turun, dan pembayaran dividen dipengaruhi oleh prospek perusahaan yang tidak pasti.

Para investor tentunya membutuhkan informasi yang lengkap dan akurat, agar mereka dapat memantau perkembangan perusahaan tersebut. Bursa Efek Indonesia dapat memberikan indikator perkembangan perusahaan yang dimaksud, dengan adanya indeks harga saham.

b. Obligasi

Obligasi dapat diterbitkan oleh perusahaan maupun pemerintah. Investor yang menginvestasikan dananya dalam bentuk obligasi akan mendapatkan suatu *return* yang pasti pada jangka waktu yang dijanjikan dan nilai obligasi tersebut pada saat jatuh tempo. Meskipun demikian, obligasi bukan tanpa risiko karena bisa saja obligasi tersebut tidak terbayar kembali akibat kegagalan penerbitnya dalam memenuhi kewajibannya, atau *default risk*. Untuk itu, investor perlu memperhatikan peringkat obligasi yang menunjukkan tingkat risiko dan kualitas obligasi dilihat dari kinerja perusahaan yang menerbitkannya. Di Indonesia, peringkat ini diberikan oleh PT. Peringkat Efek Indonesia (PEFINDO).

2.2.2.2 Pasar Uang

Instrumen investasi yang tergolong pada pasar uang relatif berisiko kecil dan jangka waktunya kurang atau sama dengan satu tahun. Instrumen dari pasar uang ini biasanya telah ditentukan bunganya sampai pada waktu jatuh tempo. Jadi, setiap investor yang menginvestasikan dananya pada pasar uang akan terlebih dahulu mengetahui berapa jumlah dana yang dimiliki pada waktu tertentu.

a. Deposito

Deposito terdiri dari dua macam, yaitu deposito berjangka dan sertifikat deposito. Deposito berjangka pada umumnya memiliki tenor 1, 3, 6, dan 6 bulan. Sertifikat deposito dapat diperjual belikan dan sifatnya lebih likuid dibandingkan dengan deposito berjangka.

b. Surat Berharga

Surat berharga yang diterbitkan oleh pemerintah relatif lebih tidak berisiko dalam hal *default risk*, tetapi biasanya bunga yang didapat dari investasi ini relatif rendah.

c. *Commercial Paper*

Instrumen ini dikeluarkan oleh institusi non-bank, dimana perusahaan tersebut dapat menerima dana sebagai hutang tanpa jaminan. Instrumen ini terdiri dari dua macam, yaitu *direct paper*, dimana investor dapat membeli langsung dengan pihak perusahaan penerbit *commercial paper*, dan *dealer paper*, dimana penjualannya harus melalui perantara.

2.2.3 Portofolio

Portofolio merupakan kumpulan dari instrumen pasar finansial, yang bertujuan untuk mendapatkan bunga yang diharapkan, dengan risiko yang timbul akibat kumpulan instrumen tersebut. Seorang investor dapat menentukan sendiri tingkat bunga yang diinginkan, dan dapat mengurangi risiko yang diterima. Teori portfolio dibangun atas hubungan *risk* dan *return* yang berawal pada asumsi bahwa investor pada dasarnya menghindari risiko dan akan mengharapkan *reward* pada saat melakukan investasi berisiko. *Reward* tersebut berupa *risk premium* atau *expected rate* yang lebih tinggi dibandingkan alternatif pada *risk free asset*. *Expected rate of return* adalah ukuran terhadap pertumbuhan suatu investasi yaitu estimasi terhadap investasi yang akan diterima di masa mendatang. (Fabozzi, 1999)

$$E_{(rp)} = \sum_{j=1}^n p(j).r(j) \dots\dots\dots(2.2)$$

- E (r) = besarnya tingkat pengembalian yang diharapkan
- p (j) = proporsi masing – masing efek
- r (j) = tingkat pengembalian masing – masing efek

2.2.4 Risiko

Risiko didefinisikan sebagai potensi terhadap kesalahan dalam membuat prediksi atas harga atau nilai sekuritas di masa datang. Haim dan Marshall (1990) mendefinisikan risiko sebagai ” *an option whose profit is not know in advance with absolut certainty, but for which an array of alternative out comes and their probabilities are known* “

Risiko dapat timbul dikarenakan beberapa faktor, antara lain :

- a. Adanya kondisi yang tidak pasti
- b. Adanya deviasi dari *actual return* terhadap *expected return* (semakin besar deviasinya semakin besar risiko)
- c. *Out come* surat berharga mempunyai banyak alternative. Semakin besar *return* yang diharapkan maka risiko yang muncul akan semakin besar.

Risiko yang dimiliki oleh investor terdiri dari 2 faktor, yaitu risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Risiko sistematis merupakan risiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan, dimana risiko ini tidak dapat dikendalikan oleh perusahaan yang dimaksud seperti kebijakan pemerintah, bencana tak terduga, inflasi, dan lain – lain. Sedangkan risiko tidak sistematis adalah risiko yang tidak terkait dengan perubahan pasar secara keseluruhan. Risiko ini lebih terkait pada perubahan kondisi mikro perusahaan penerbit sekuritas. Risiko sistematis tidak dapat dihindarkan oleh investor, sedangkan risiko tidak sistematis dapat dihindarkan dengan cara memilih perusahaan yang memiliki korelasi yang berbanding terbalik.

Ada beberapa sumber risiko yang bisa mempengaruhi risiko suatu investasi. Sumber – sumber tersebut antara lain :

- a. Risiko Suku Bunga

Perubahan suku bunga bisa mempengaruhi *return* suatu investasi. Perubahan suku bunga akan mempengaruhi harga saham, apabila suku bunga meningkat, maka harga saham akan turun, dan sebaliknya. Hal ini disebabkan karena apabila suku bunga meningkat , maka investasi yang berkaitan dengan suku bunga (deposito misalnya) akan meningkat pula. Kondisi ini akan menyebabkan investor yang berinvestasi di saham akan tertarik dengan bunga deposito.

b. Risiko Pasar

Risiko pasar merupakan fluktuasi pasar secara keseluruhan yang mempengaruhi *return* suatu investasi. Fluktuasi ini biasanya ditunjukkan oleh berubahnya indeks pasar saham secara keseluruhan. Faktor ini bisa disebabkan oleh kerusuhan, perubahan politik, resesi ekonomi, dan lain – lain.

c. Risiko Inflasi

Jika inflasi mengalami peningkatan, biasanya investor menginginkan suatu *return* yang lebih tinggi, karena inflasi yang meningkat akan mengurangi kekuatan daya beli rupiah yang diinvestasikan.

d. Risiko Bisnis

Risiko ini merupakan risiko yang timbul pada industri yang tersebut.

e. Risiko Finansial

Risiko ini berhubungan dengan besarnya hutang untuk pembiayaan modal suatu perusahaan. Semakin besar proporsi hutang yang digunakan perusahaan, maka risiko finansial perusahaan tersebut semakin besar.

f. Risiko Likuiditas

Risiko ini berkaitan dengan kecepatan suatu sekuritas yang diterbitkan perusahaan bisa diperdagangkan di pasar sekunder. Semakin cepat sekuritas tersebut dapat diperdagangkan, maka semakin likuid sekuritas tersebut, dan sebaliknya. Semakin tidak likuid sekuritas tersebut, maka semakin besar pula risiko likuiditas perusahaan tersebut.

g. Risiko Nilai Tukar Mata Uang

Risiko ini berhubungan dengan fluktuasi nilai tukar mata uang negara perusahaan tersebut dengan nilai mata uang negara lainnya.

h. Risiko Negara

Risiko ini disebut juga dengan risiko politik, karena sangat berhubungan dengan kondisi politik suatu negara tersebut.

2.2.5 Reksa Dana

Undang – Undang Nomor 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal menyebutkan bahwa Reksa Dana adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi.

Dalam kamus keuangan Reksa Dana didefinisikan sebagai portofolio asset keuangan yang terdiversifikasi, dicatatkan sebagai perusahaan investasi yang terbuka, yang menjual saham kepada masyarakat dengan harga penawaran dan penarikannya pada harga nilai aktiva bersih. Pernyataan ini dijelaskan lebih lanjut oleh Pozen (1998) :

“ A mutual fund is an investment company that pools money from shareholders and invest in a diversified of securities.”

Reksa dana di dalam *A Guide to Understanding Mutual Funds* diartikan, sebagai berikut :

“ A mutual fund is a company that invest in a diversified portfolio of securities. People who buy shares of a mutual fund are its owners or shareholders. Their investment provide the money for a mutual fund to buy securities such as stocks and bonds. A mutual fund can make money from its securities in two ways : a securities can pay dividends or interest to the fund, or a securities can rise in value. A fund can also lose money and drop in value.”

Dengan demikian dari beberapa definisi reksa dana di atas dapat diketahui bahwa reksa dana merupakan kumpulan suatu harta kekayaan tertentu yang terpisah, yang berasal dari investasi para investor. Kumpulan harta kekayaan tersebut kemudian diinvestasikan kembali ke dalam saham, obligasi dan berbagai macam sekuritas lain.

2.2.5.1 Karakteristik Reksa Dana

Beragam definisi di atas memberikan kharakteristik bagi Reksa Dana, diantaranya :

- a. Kumpulan dana dan pemilik, dimana pemilik Reksa Dana adalah berbagai pihak yang menginvestasikan atau memasukkan dananya ke Reksa Dana dengan

berbagai variasi. Artinya, investor dari Reksa Dana dapat perorangan dan lembaga dimana pihak tersebut melakukan investasi ke Reksa Dana sesuai dengan tujuan investor tersebut.

b. Dana yang berasal dari investor diinvestasikan kepada efek yang dikenal dengan instrument investasi. Manajer investasi mengalokasikan dana tersebut sesuai dengan besaran yang berbeda – beda sesuai dengan perhitungan manajer investasi untuk mencapai tujuan investasi yaitu tingkat pengembalian yang diharapkan.

c. Reksa Dana dikelola oleh manajer investasi.

d. Reksa Dana merupakan instrument investasi jangka menengah dan panjang, karena umumnya Reksa Dana melakukan investasi kepada instrument investasi jangka panjang seperti obligasi dan saham.

Dengan demikian, dana yang ada dalam reksa dana merupakan dana bersama para investor, sedangkan manajer investasi adalah pihak yang dipercaya untuk mengelola dana tersebut.

Jika seorang investor ingin membeli saham, maka investor tersebut dapat menentukan pilihan atas saham mana saja yang akan dibeli. Demikian pula sebaliknya, ketika investor ingin menjual, dapat menentukan saham mana saja yang akan dijualnya. Investasi seperti ini dapat dikategorikan sebagai investasi langsung.

Reksa dana dikatakan sebagai investasi tidak langsung karena investor tidak dapat menentukan saham mana saja yang dipilih untuk dibeli atau sebaliknya untuk dijual. Dalam reksa dana, para investor menyerahkan hak tersebut kepada manajer investasi sebagai pihak yang mengelola reksa dana tersebut.

Reksa Dana merupakan produk investasi yang berisiko, karena harga instrument portfolio pada reksa dana tersebut dapat berubah setiap waktu. Bila reksa dana tersebut berisikan obligasi maka kebijakan pemerintah menaikkan tingkat bunga akan membuat harga obligasi mengalami penurunan.

2.2.5.2 Jenis – jenis Reksa Dana

a. Berdasarkan Bentuk Hukum Reksa Dana

Berdasarkan bentuk hukumnya reksa dana terbagi menjadi dua, yakni reksa dana berbentuk Perseroan Terbatas (PT Reksa Dana) dan reksa dana berbentuk Kontrak Investasi Kolektif (Reksa Dana KIK).

1) Reksa Dana Berbentuk Perseroan

Reksa dana berbentuk perseroan (PT Reksa Dana) adalah suatu perusahaan (peseroan terbatas) yang dari sisi hukum tidaklah berbeda dari perusahaan lainnya, perbedaan terletak dari jenis usahanya. Jika PT Telekomunikasi Indonesia, misalnya, bergerak dalam bidang telekomunikasi, maka PT Reksa Dana bergerak dalam pengelolaan portofolio investasi.

2) Reksa Dana Berbentuk Kontrak Investasi Kolektif (KIK)

Kontrak Investasi Kolektif adalah kontrak yang dibuat antara Manajer Investasi dan Bank Kustodian yang juga mengikat pemegang unit penyertaan sebagai investor. Melalui kontrak ini, manajer investasi diberi wewenang untuk mengelola portofolio kolektif dan Bank Kustodian diberi wewenang untuk melaksanakan penitipan dan administrasi investasi kolektif. Dana yang terkumpul dari banyak investor yang akan dikelola dan diinvestasikan oleh manajer investasi ke dalam suatu portofolio investasi kemudian menjadi milik investor secara kolektif.

b. Berdasarkan sifatnya

Berdasarkan sifatnya reksa dana terbagi menjadi dua yaitu reksa dana tertutup dan reksa dana terbuka.

1) Reksa Dana Tertutup

Reksa Dana Tertutup adalah reksa dana yang transaksi perdagangan unit pernyataan dilakukan melalui bursa saham. Unit penyertaan reksa dana tertutup sama seperti saham. Oleh karenanya, pemegang saham reksa dana tertutup harus menjual ke bursa melalui broker saham untuk mendapatkan dananya. Jumlah saham reksa dana tertutup tidak berubah dari waktu ke waktu

terkecuali adanya tindakan perusahaan. Harga saham reksa dana tertutup selalu lebih rendah nilai aktiva bersihnya karena adanya biaya transaksi. Reksa dana tertutup ini sudah tidak ada di Indonesia, dimana sebelumnya hanya satu yang berdiri yaitu Reksa Dana BDNI. Bila investor tidak ada yang membeli unit penyertaan tersebut maka investor tidak memperoleh dana secepatnya.

2) Reksa Dana Terbuka

Reksa dana terbuka adalah reksa dana dimana pemegang unit menjual unitnya langsung kepada manajer investasi. Manajer investasi wajib membeli unit penyertaan yang dijual oleh investor. Harga unit penyertaan ditentukan oleh harga penutupan perdagangan pada hari yang bersangkutan. Oleh karenanya, investor tidak mengetahui harga jual atau beli dari unit penyertaan dan akan diketahui pada esok harinya.

c. Berdasarkan instrument dimana reksa dana melakukan investasi

Berdasarkan instrument di mana reksa dana melakukan investasi, reksa dana Indonesia dibagi menjadi 4 katagori, yakni :

1) Reksa Dana Pasar Uang

Reksa Dana Pasar Uang didefinisikan sebagai reksa dana yang melakukan investasi 100% pada efek pasar uang. Efek pasar uang merupakan efek – efek utang yang berjangka kurang dari satu tahun. Instrumen yang masuk dalam kategori ini meliputi deposito, SBI, obligasi serta efek utang lainnya dengan jatuh tempo kurang dari satu tahun.

2) Reksa Dana Pendapatan Tetap

Reksa Dana Pendapatan Tetap adalah reksa dana yang melakukan investasi sekurang – kurangnya 80% dari portofolio yang dikelolanya ke dalam efek utang. Efek bersifat utang umumnya memberikan penghasilan dalam bentuk bunga, seperti deposito, SBI, obligasi, dan instrument lainnya. Reksa Dana Pendapatan Tetap memiliki karakteristik potensi hasil yang investasi yang lebih besar daripada Reksa Dana Pasar Uang, sementara risiko Reksa Dana Pendapatan Tetap juga lebih besar daripada Reksa Dana Pasar Uang.

3) Reksa Dana Saham

Reksa Dana Saham adalah reksadana yang melakukan investasi sekurang – kurangnya 80% dari portofolio yang dikelolanya ke dalam efek saham. Berbeda dari efek pendapatan tetap seperti deposito dan obligasi, dimana investor lebih berorientasi pada pendapatan bunga, efek saham umumnya memberikan potensi hasil yang lebih tinggi berupa *capital gain* melalui pertumbuhan harga – harga saham. Selain hasil dari *capital gain*, efek saham juga memberikan hasil lain berupa dividen.

Dibandingkan dengan RDPU dan RDPT, RDS memberikan potensi pertumbuhan nilai investasi yang lebih besar, demikian juga risikonya. RDS menjadi alternatif menarik bagi investor yang mengerti potensi investasi pada saham untuk jangka panjang sehingga dana untuk kebutuhan jangka panjangnya.

Reksa Dana Saham dapat dikelompokkan menjadi beberapa jenis yaitu:

a) Berdasarkan kapitalisasi pasar saham yang bersangkutan

Berdasarkan kapitalisasi pasar saham yang bersangkutan, Reksa Dana Saham terbagi menjadi Reksa Dana Saham berkapitalisasi besar, Reksa Dana Saham berkapitalisasi medium dan Reksa Dana Saham berkapitalisasi kecil (Manurung, 2006) :

- Reksa Dana Saham berkapitalisasi besar, > Rp 1 triliun
- Reksa Dana Saham berkapitalisasi medium, Rp 100 milyar – Rp 1 triliun
- Reksa Dana Saham berkapitalisasi kecil, < Rp 100 milyar

b) Reksa Dana Saham sektor

Pengelompokkan reksa dana pada jenis ini didasarkan pada sektor industri dari bisnis saham yang bersangkutan. Adapun sektor industri yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia yaitu sektor pertanian, perkebunan, industri barang konsumsi, properti/real estate, sektor infrastruktur, transportasi, sektor keuangan dan sektor perdagangan, jasa dan investasi.

4) Reksa Dana Campuran

Alokasi aset merupakan kombinasi antara efek ekuitas dan efek hutang, Potensi risiko dan *return* biasanya berada di antara reksadana pendapatan tetap dan reksadana saham.

2.2.5.3 Nilai Aktiva Bersih (NAB) Reksa Dana

Nilai Aktiva Bersih (NAB) merupakan tolak ukur dalam memantau hasil portofolio suatu reksa dana. NAB per unit dihitung setiap hari oleh bank kustodian berdasarkan data yang diberikan manajer investasi. NAB mencerminkan keuntungan atau kerugian yang diterima investor dari portofolio yang dibentuk oleh manajer investasi dalam reksa dana. Peningkatan NAB menunjukkan bertambahnya nilai investasi pemegang unit penyertaan atau saham. Sebaliknya, penurunan NAB menunjukkan berkurangnya nilai investasi yang dimiliki para investor.

NAB per unit diperoleh dengan mengurangi harga pasar wajar dari portofolio reksa dana dengan kewajiban atau biaya operasional reksa dana kemudian dibagi dengan jumlah unit penyertaan yang beredar pada saat tertentu. Menurut Manurung (hal 197,2003) NAB dapat ditulis dengan formula

$$NAB = \text{Market value of asset} - \text{liabilities} / \text{shares outstanding}$$

2.2.5.4 Return Reksa Dana

Menurut Gordon (hal 586, 2000), perhitungan keuntungan reksa dana menggunakan rumus berikut :

$$r_t = [(\text{NAV}_t - \text{NAV}_{t-1}) + I_t + G_t] / \text{NAV}_{t-1} \dots\dots\dots(2.3)$$

Dimana:

- r_t = *return* reksa dana
- NAV_t = nilai aktiva bersih pada akhir periode
- NAV_{t-1} = nilai aktiva bersih awal periode
- I_t = laba
- G_t = keuntungan modal

2.2.5.5 Keuntungan Membeli Reksa Dana

Manfaat yang diperoleh investor jika melakukan investasi dalam reksa dana, antara lain :

a. Diversifikasi efek

Dana yang dikelola oleh reksa dana cukup besar sehingga memberikan kesempatan bagi pengelola untuk mendiversifikasi investasinya ke berbagai jenis efek atau media investasi lainnya. Jadi, sasaran investasinya tidak tergantung pada satu atau beberapa instrumen saja, sehingga hal ini sekaligus juga merupakan upaya penyebaran risiko.

Dengan keahlian dan pengalaman yang dimilikinya, manajer investasi akan melihat peluang investasi yang ada, serta menganalisisnya berdasarkan data yang tersedia sehingga hal ini akan dapat memperkecil risiko. Selain itu, manajer investasi akan melihat sektor – sektor industri yang dapat memberikan keuntungan yang lebih baik. Tidak menutup kemungkinan apabila kondisi pasar modal kurang menguntungkan, manajer investasi akan mengalihkan investasinya ke bidang lain seperti pasar uang. Jadi, dalam kegiatan investasi ini, secara terus menerus manajer investasi akan mempelajari sektor – sektor investasi yang menjanjikan keuntungan yang lebih besar, yang pada akhirnya keuntungan ini menjadi milik investor.

b. Biaya Rendah

Reksa dana dikelola secara profesional sehingga akan menciptakan efisiensi dalam pengelolaan. Biaya yang dikeluarkan relatif lebih kecil bila dibandingkan jika seorang investor mengelola sendiri sahamnya, misalnya dalam komisi transaksi akan relatif lebih besar, dan biaya untuk mendapatkan informasi juga akan lebih besar.

c. Harga

Harga pada saham dan unit penyertaan reksa dana tidak begitu terpengaruh dengan harga di bursa. Apabila harga saham di bursa mengalami penurunan secara umum, maka manajer investasi akan beralih ke media investasi lain, misalnya pasar uang. Oleh karena itu, secara fleksibel manajer investasi dapat mengalihkan dananya pada sektor – sektor yang lebih menguntungkan.

d. *Monitoring Secara Rutin*

Pemegang saham dan atas unit penyertaan reksa dana dapat memonitor perkembangan harga sahamnya secara rutin. Karena, setiap hari reksa dana akan mengumumkan nilai aktiva bersih melalui surat kabar.

e. *Likuiditas yang Terjamin*

Bebeda dengan saham dan unit penyertaan perusahaan biasa, saham reksa dana terbuka sangat likuid. Apabila investor ingin menjual sahamnya dan atas unit penyertaan, maka perusahaan reksa dana yang bersangkutan wajib membelinya kembali pada harga NAB. Hal ini tidak terjadi pada saham perusahaan biasa yang penjualan dan pembeliannya belum bisa dipastikan karena bergantung pada penawaran dan permintaan pasar.

f. *Pengelolaan Portofolio yang Profesional*

Kemampuan investor kecil dalam mengakses informasi pasar dan kemampuan menganalisis saham secara baik sangat terbatas. Manajer investasi yang mengelola portofolio efek dalam reksa dana mempunyai akses informasi ke pasar melalui banyak sumber sehingga bisa membuat keputusan yang lebih akurat.

2.2.5.6 Kerugian Membeli Reksa Dana

Seperti halnya wahana investasi lainnya, disamping mendatangkan berbagai peluang keuntungan, reksa dana juga mengandung berbagai peluang risiko, antara lain:

a. *Risiko berkurangnya nilai Unit Penyertaan / Nilai Aktiva Bersih*

Penurunan nilai aktiva bersih dapat disebabkan oleh harga pasar dari instrumen investasi yang dimasukkan ke dalam portofolio reksa dana mengalami penurunan dibandingkan dari harga pembelian awal. Penyebab penurunan harga pasar portofolio investasi reksa dana dapat disebabkan oleh banyak hal, diantaranya akibat kinerja bursa yang memburuk, terjadinya kerugian emiten, situasi politik dan ekonomi yang tidak menentu.

b. Risiko likuiditas

Likuiditas merupakan salah satu syarat penting dalam melakukan investasi agar pengelolaan dana dapat dilakukan secara maksimal. Tanpa adanya likuiditas, investor dapat mengalami kesulitan dana dalam bentuk kerugian tunai akibat tidak dapat menjual portfolio investasinya. Pemilik reksa dana akan menjual kembali unit penyertaan diharapkan dapat menerima uang tunai secara cepat. Potensi risiko likuiditas dapat terjadi apabila pemegang unit penyertaan pada salah satu manajer investasi tertentu melakukan penarikan dana dalam jumlah besar pada hari dan waktu yang sama.

c. Risiko Pasar

Risiko pasar adalah situasi ketika harga instrumen investasi mengalami penurunan yang disebabkan oleh menurunnya kinerja pasar saham atau pasar obligasi secara drastis. Keadaan ini biasa disebut dengan kondisi *bearish*, yaitu harga – harga saham atau instrumen investasi lainnya mengalami penurunan harga yang sangat drastis. Risiko pasar yang terjadi secara tidak langsung akan mengalami nilai aktiva bersih yang ada pada unit penyertaan reksa dana akan turut mengalami penurunan.

d. Risiko *default*

Jenis risiko *default* ini merupakan kategori risiko yang paling fatal. Risiko *default* terjadi, misalnya jika pihak manajer investasi membeli obligasi yang emitennya mengalami kesulitan keuangan sehingga tidak mampu membayar bunga atau pokok obligasi tersebut.

2.2.5.7 Pihak – Pihak yang Terkait dengan Reksa Dana

a. Manajer Investasi

Manajer investasi adalah pihak yang kegiatan usahanya mengelola portofolio efek untuk para nasabah atau mengelola portofolio kolektif untuk sekelompok nasabah, kecuali perusahaan asuransi, dana pensiun, dan bank yang melakukan sendiri kegiatan usahanya berdasarkan undang – undang yang berlaku. Sedangkan Rose (2004:146) mendefinisikan perusahaan manajer investasi sebagai

“Financial intermediaries that sell shares to public to raise funds and invest the proceeds in stocks, bonds and other securities“.

Dengan kata lain, manajer investasi adalah badan hukum yang berbentuk PT yang kegiatannya mengelola dana nasabah perorangan maupun investasi kolektif untuk sekelompok nasabah yang dikenal dengan Reksa Dana, baik yang berbentuk perseorangan, maupun Kontrak Investasi Kolektif (KIK).

Untuk menjamin agar pengelolaan suatu Reksa Dana dilaksanakan secara professional, maka manajer investasi yang boleh beroperasi hanyalah manajer investasi yang telah mendapatkan izin usaha Bapepam. Dalam pengelolaannya, manajer investasi wajib memiliki 2 (dua) tenaga professional yang disebut Wakil Manajer Investasi (WMI), yang telah mendapatkan izin perorangan dari Bapepam.

b. Bank Kustodian

Kustodian adalah lembaga yang memberikan jasa penitipan efek dan harta lain yang berkaitan dengan efek, serta memberikan jasa lain seperti menerima deviden, bunga, dan hal lainnya, menyelesaikan transaksi efek, dan mewakili pemegang rekening yang menjadi nasabahnya. Lembaga Kustodian ini biasanya berbentuk Bank Umum.

Dalam hubungannya dengan Reksa Dana, Bank Kustodian mempunyai wewenang dan tanggung jawab dalam menyimpan, menjaga dan mengadministrasikan kekayaan baik dalam pencatatan serta pembayaran atau penjualan kembali suatu Reksa Dana berdasarkan kontrak yang dibuat oleh manajer investasi.

Dalam peraturan Pasar Modal disebutkan bahwa kekayaan Reksa Dana wajib disimpan pada Bank Kustodian sehingga Manajer Investasi tidak memegang langsung kekayaan tersebut. Selain itu, Bank Kustodian juga dilarang terafiliasi dengan manajer investasi dengan tujuan untuk menghindari adanya benturan kepentingan (*conflict of interest*) dalam pengelolaan kekayaan Reksa Dana.

2.2.5.8 Kinerja Reksa Dana

Pendekatan untuk menentukan kinerja reksa dana terbagi menjadi 3 jenis yaitu:

a. Indeks Sharpe

Tujuan dari analisis Sharpe adalah mengukur sejauh mana diversifikasi portofolio kombinasi yang optimal dapat menghasilkan keuntungan dengan risiko tertentu. Dengan membagi *risk premium* dengan standar deviasi, Sharpe mengukur *risk premium* yang dihasilkan per unit risiko yang diambil. Pengertiannya adalah investasi pada SBI tidak mengandung risiko dengan jaminan bunga sebesar R_f sehingga diharapkan tingkat pengembalian yang lebih besar dari R_f . Sharpe mengukur berapa perbedaan ($R_p - R_f$) atau *risk premium* yang dihasilkan untuk tiap unit risiko yang diambil. Dengan memperhitungkan risiko, makin tinggi nilai pengukuran Sharpe, semakin baik kinerja reksa dana.

$$RVAR = \frac{TRp - Rf}{SDp}$$

Dimana,

RV = Rata – rata risk free rate of return selama periode t

TR = Rata – rata total return portofolio selama periode t

SDp = Deviasi standar return untuk portofolio p selama periode t

TRp – Rf = Excess return (premium risk) portofolio p

b. Indeks Treynor

Tujuan dari analisis Treynor adalah mengukur sejauh mana diversifikasi portofolio kombinasi yang optimal dapat menghasilkan keuntungan dengan risiko sistematis relatif terhadap risiko pembanding. Treynor membagi rata – rata pengembalian di atas pengembalian suku bunga tetap dengan *systematic risk* bukan total risiko. Pengukuran dengan metode Treynor juga didasarkan atas *risk premium* ($R_p - R_f$), seperti halnya Sharpe. Namun dalam Treynor digunakan pembagi *beta* (β) yang merupakan risiko sistematis atau juga disebut risiko pasar. Seperti halnya metode Sharpe, dengan mempertimbangkan risiko, makin tinggi nilai pengukuran Treynor, semakin baik kinerja reksa dana.

$$RVOL = \frac{TRp - Rf}{\beta p} \dots\dots\dots (2.4)$$

Dimana,

- RVOL = Rata – rata excess return portofolio p
- TRp = Nilai rata – rata bulanan total return portofolio p
- Rv = Nilai rata – rata bulanan return dari risk free rate
- β_p = Nilai beta portofolio p

c. Indeks Jensen

Pengukuran Jensen bertujuan untuk menghitung tingkat pengembalian di atas CAPM dengan melihat dari *beta* dan tingkat pengembalian di atas pasar. Atau dengan kata lain mengukur nilai nilai *alpha* (α). Pengukuran tersebut untuk menilai kinerja manajer investasi yang didasarkan atas seberapa besar manajer investasi mampu memberikan tingkat pengembalian di atas tingkat pengembalian pasar. Makin tinggi nilai α positif, semakin baik kinerjanya.

$$Rp, t - Rf, t = \alpha p + \beta p [Rm, t - Rf, t] + \varepsilon p, t \dots\dots\dots(2.5)$$

Dimana,

- Rp,t = return portofolio pada periode t
- Rf, t = risk free rate pada periode t
- Rm,t = return pasar pada periode t
- $\varepsilon p, t$ = random error untuk portofolio p pada periode t
- $Rm, t - Rf, t$ = market risk premium selama periode t
- αp = menunjukkan kinerja portofolio
- βp = nilai beta portofolio p

2.2.5.9 Variabel yang mempengaruhi Kinerja Reksa Dana diantaranya (Allison,2008)

1. *Fund return*

Dasar perhitungan kinerja portofolio termasuk reksa dana adalah dalam bentuk imbal hasil (*return*).

a. *Annual return*

Annual return merupakan peningkatan nilai dari sebuah investasi yang dinyatakan dalam bentuk persentase setiap tahunnya.

b. *Annual return after tax* (distribusi dan penjualan)

Annual return after tax merupakan peningkatan nilai dari sebuah investasi yang dinyatakan dalam bentuk persentase setiap tahunnya setelah dikenakan pajak

Variabel kontrol :

a. *Low* (variabel kepemilikan)

Variabel ini menjelaskan mengenai besarnya kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi.

b. *Fund expense ratio* = ratio beban investasi

c. *Systematic risk* (Beta)

Systematic risk merupakan risiko yang berasal dari faktor – faktor yang mempengaruhi perusahaan secara langsung, seperti ketidakpastian kondisi ekonomi (gejala kurs tukar mata uang, tingkat inflasi dan tingkat suku bunga yang tidak menentu) dan ketidakpastian politik.

d. *Inflows* (Allison, 2008)

$$\text{Inflows} = [\text{Total Net assets}_t / \text{Total Net Assets}_{t-1} - (\text{NAV}_t + \text{Div}_t + \text{Gains}_t) / \text{NAV}_{t-1}] / (1 + \text{ANNRTN}_t / 2) \dots\dots\dots (2.6)$$

e. *Bond*, yaitu persentase jumlah asset yang diinvestasikan ke dalam obligasi

2. *Fund turnover*

Fund turnover merupakan persentase dari besarnya dana yang dimiliki setelah mengalami perubahan selama kurun waktu satu tahun. Atau dapat juga diartikan jumlah kotor dari penjualan dibagi dengan seluruh aset dalam reksa dana.

a. *Low* (variabel kepemilikan)

Variabel ini menjelaskan mengenai besarnya kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi.

b. *Inflows* (Allison, 2008)

$$\text{Inflows} = [\text{Total Net assets}_t / \text{Total Net Assets}_{t-1} - (\text{NAV}_t + \text{Div}_t + \text{Gains}_t) / \text{NAV}_{t-1}] / (1 + \text{ANNRTN}_t / 2)$$

c. *Neta*. yaitu total aktiva bersih

3. *Fund tax cost*

Variabel dari *Fund tax cost* :

a. *Lttot*

Lttot merupakan rasio dari investasi jangka panjang terhadap total keuntungan

b. *Pctgain*

Pctgain merupakan pembayaran keuntungan dari saham yang dipersentasekan pada nilai aktiva bersih.

c. *Pcttax* (Allison, 2008)

$$\text{Pcttax} = ((\text{lctcg} \times \text{t}_{\text{t}}) + (\text{stcg} \times \text{t}_{\text{st}}) + (\text{div} \times \text{t}_{\text{d}}) / \text{NAV} \dots\dots\dots(2.7)$$

2.2.5 Struktur Kepemilikan

Isu pemisahan pengelolaan perusahaan dari kepemilikan pertama kali dikemukakan oleh Adolf Berle dan Gardiners Means (1932) dalam karya berjudul *The Modern Corporation and Private Property*. Karya ini menjelaskan konteks pergeseran dari sistem “ kapitalisme kewirausahaan “ menuju “ kapitalisme manajerial “ di Amerika Serikat. Dalam sistem kapitalisme kewirausahaan, pengelolaan perusahaan dilakukan oleh pemilik sehingga tidak menimbulkan pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan. Sebaliknya dalam sistem kapitalisme manajerial, pengelolaan perusahaan diserahkan kepada pihak yang dinilai memiliki keahlian manajerial.

Pihak – pihak tersebut adalah para pemimpin perusahaan modern yang umumnya berskala relatif besar sehingga para pemilik merasa tidak mampu mengelolanya sendiri. Mereka adalah para eksekutif perusahaan, meskipun bukan

pemilik (*shareholder*), memiliki hak untuk mengelola secara penuh sumber daya dalam yang ada dalam organisasi.

Secara normatif, peran kelompok manajer dalam pengelolaan perusahaan akan meningkatkan produktivitas perusahaan. Namun dalam praktiknya kemudian muncul perbedaan kepentingan antara pemilik dan pengelola perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) memberi penegasan bahwa masalah utama dalam perusahaan modern adalah terjadinya ketidakharmonisan pemilik dan pengelola perusahaan sehingga memunculkan biaya yang dikenal sebagai *agency cost*. Jadi, secara sederhana, *agency cost* didefinisikan sebagai biaya yang muncul akibat pemisahan pengelolaan perusahaan dari pemilik modal atau pemegang saham .

2.2.6 Pemisahan Kepemilikan dan Kepengurusan

Model perusahaan kewirausahaan bercirikan para pemilik mengelola sendiri perusahaannya. Wirausahawan ini secara umum memiliki tiga kepemilikan sekaligus yang meliputi : 1. Kepemilikan perusahaan itu sendiri yang menyangkut aset – aset yang digunakan dalam proses produksi , 2. Kepemilikan kompetensi yang meliputi kualitas sumber daya manusia, model pengelolaan, dan struktur organisasi yang akan menentukan kualitas serta kuantitas proses produksi, 3. Kepemilikan atas hak remunerasi atas pengelolaan perusahaan yang umumnya secara sederhana dapat dipahami sebagai fungsi dari keuntungan perusahaan.

2.2.7 Masalah dalam Model Manajerial

Model manajerial ditandai dengan terpisahnya pengelolaan perusahaan dari kepemilikan. Dengan pemisahan tersebut, masalah yang segera muncul adalah tidak sinkronnya kepentingan pemilik dan pengelola. Dengan makin modernnya sistem koperasi, yang salah satu ditandai dengan makin besarnya segala usaha perusahaan, pemilik. Dalam kasus perusahaan memiliki saham, para pemegang saham

Kehadiran kepemilikan saham oleh manajerial (*insider ownership*) dapat digunakan untuk mengurangi *agency cost* karena dengan memiliki saham perusahaan, diharapkan manajer merasakan langsung manfaat dari setiap pengambilan keputusan, begitu pula apabila terjadi kesalahan maka manajer juga

akan menanggung kerugian sebagai salah satu konsekuensi dari kepemilikan saham (Jensen & Meckling, 1976). Yang termasuk sebagai *insider* adalah manajer atau individu lain yang mempengaruhi pengambilan keputusan dalam perusahaan. Dalam hal ini *insider ownership* didefinisikan sebagai besarnya kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan, diukur dengan persentase saham yang dimiliki secara langsung oleh manajemen. Variabel ini diberi notasi **INSID**.

$$Insider\ Ownership = \frac{IOSHRS_{it}}{TSHRS_{it}} \dots\dots\dots(2.8)$$

Dimana,

$IOSHRS_{it}$ = jumlah kepemilikan total yang dimiliki oleh manajemen perusahaan atas portofolio secara langsung pada tahun t

$TSHRS_{it}$ = jumlah total portofolio perusahaan pada tahun t

Kebijakan struktur modal dipengaruhi oleh posisi manajemen dalam struktur kepemilikan. Investor memiliki mempunyai informasi yang sama tentang prospek perusahaan seperti halnya para manajer, yang sering dikatakan sebagai informasi simetris (Modigliani & Miller, 1958). Namun pada kenyataannya manajer seringkali memiliki informasi di luar pengetahuan dari investor, yang disebut sebagai informasi asimetris.

Mekanisme untuk mengurangi *agency cost*, antara lain :

a. Mekanisme Kontrol dengan Monitoring

Ada beberapa mekanisme untuk mengurangi biaya agensi. Berikut adalah mekanisme-mekanisme kontrol yang dapat dipakai untuk mengurangi masalah.

1) Pembentukan Dewan Komisaris

Pembentukan dewan komisaris adalah salah satu mekanisme yang banyak dipakai untuk memonitor manajer. Namun demikian penelitian Mace (1986) menemukan bahwa pengawasan dewan komisaris terhadap manajemen pada umumnya tidak efektif. Ini terjadi karena proses pemilihan dewan komisari yang kurang demokratis dimana kandidat dewan komisaris sering dipilih oleh manajemen sehingga setelah terpilih tidak berani memberi kritik terhadap manajemen. Namun jika dewan

didominasi oleh anggota dari luar (*independent board of director*) maka monitoring dewan komisaris terhadap manajer menjadi efektif seperti ditemukan oleh Weisbach (1988).

2) Sistem pengawasan eksternal (pasar)

Pengawasan melalui sistem eksternal dapat terjadi karena dua sebab. Pertama, kontrol dilakukan oleh para investor itu sendiri dengan cara jual beli kepemilikan (saham). Baik buruknya kinerja perusahaan akan tercermin dari tinggi rendahnya harga perdagangan di bursa saham. Semakin baik kinerja perusahaan, maka harga saham di bursa akan meningkat. Demikian pula sebaliknya.

Kedua, kontrol dapat terjadi melalui mekanisme akuisisi yang dilakukan karena kinerja perusahaan yang buruk dan sulit diselamatkan sehingga mengundang perusahaan lain untuk mengakuisisi.

3) Kompensasi

Terdapat hubungan positif antara tingkat penghasilan dengan kinerja, dikatakan hubungan positif karena setiap kenaikan kompensasi pasti akan diikuti dengan peningkatan kinerja. Pada dasarnya, para pekerja khususnya pekerja kelas atas (*top management*), selalu bertindak atas kepentingannya sendiri sehingga perlu dibuat sebuah mekanisme dimana para pekerja ini tunduk pada kepentingan pemilik modal. Mekanisme penggajian adalah salah satu cara untuk mendekatkan kepentingan pekerja dengan pemilik modal. Dengan sistem penggajian yang baik, para pekerja dengan sendirinya akan terpenuhi kebutuhannya dan tunduk pada kepentingan pemegang saham.

4) Pemegang Saham Besar

Mekanisme yang juga banyak dipakai untuk mengawasi manajemen adalah melalui pemegang saham besar yang biasanya merupakan lembaga keuangan seperti *investment banking*, perusahaan asuransi, perusahaan dana pensiun, perusahaan reksa dana, dan bank. Model pengurangan masalah agensi yang dibuat oleh Jensen dan Meckling (1976)

mengasumsikan bahwa pemegang saham terdiri dari investor – investor kecil. Oleh karena itu biaya monitoring terhadap manajemen oleh para investor tersebut akan sangat besar sehingga mereka cenderung tidak melakukan monitoring.

5) Kepemilikan Terkonsentrasi

Mekanisme pengurangan biaya agensi yang serupa dengan mekanisme pemegang saham besar adalah mekanisme kepemilikan terkonsentrasi. Kepemilikan dikatakan terkonsentrasi jika untuk mencapai kontrol dominasi atau mayoritas dibutuhkan penggabungan lebih sedikit investor. Shleifer dan Vishny (1997) mengemukakan bahwa jika pengawasan dilakukan oleh sedikit investor maka pengawasan akan lebih mudah dilakukan.

b. Mekanisme Kontrol dengan Peningkatan Kepemilikan Manajer

Teori struktur kepemilikan Jensen dan Meckling (1976) mengisyaratkan bahwa ada hubungan positif antara kepemilikan manajer dengan nilai perusahaan.. Pada tingkat kepemilikan manajer rendah, nilai perusahaan akan meningkat dengan meningkatnya kepemilikan manajer karena pada saat itu insentif manajer untuk bertindak konsumtif menurun.

c. Mekanisme Kontrol dengan Bonding

Jensen (1986) melihat masalah keagenan dari sudut ketersediaan uang yang dapat digunakan manajer untuk kegiatan konsumtif. Jika biaya agensi ingin dikurangi maka *free cash flow* harus dikurangi terlebih dahulu. Dengan kata lain manajer harus menunjukkan kepada investor bahwa telah melakukan upaya menahan diri (bonding) untuk tidak menciptakan peluang untuk melakukan penyimpangan - penyimpangan dengan cara memperkecil dana yang dapat disalahgunakan.

1) Bonding Dengan Meningkatkan Hutang

Cara bonding yang disarankan oleh Jensen (1986) adalah dengan meningkatkan jumlah hutang. Semakin besar hutang maka semakin

banyak dana kas yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk membayar bunga dan angsuran dengan demikian akan mengurangi jumlah dana kas yang disimpan perusahaan.

2) Bonding Dengan Meningkatkan Deviden

Disamping meningkatkan hutang, *free cash flow* juga dapat dikurangi dengan meningkatkan dividen tunai. Semakin besar dividen yang ditetapkan oleh perusahaan maka perusahaan harus mengeluarkan dana kas yang semakin besar sehingga tersisa di perusahaan menjadi kecil.

2.3 Model Analisis

Penelitian ini dilakukan guna menguji hubungan *insider ownership* dan kinerja reksa dana (*return* dan *cost*). Adapun persamaan matematis yang digunakan untuk pengujian hubungan ini adalah (Allison, 2008) :

$$PERF_{it} = \alpha_i + \beta_1LOW_i + \beta_2X_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(2.9)$$

Dimana ,

PERF_{it} adalah pengukur kinerja untuk dana sebesar i pada periode t.

LOW, Variabel ini menjelaskan mengenai besarnya kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi.

X_{it} mewakili *covariat* yang mempengaruhi kinerja reksa dana.

Kinerja sebuah reksa dana dapat dilihat berdasarkan kepemilikannya, *fund return*, *fund turn over*, *fund tax cost* serta beberapa variable eksogen yang mempengaruhi ke empat faktor tersebut. Diantaranya *inflow*, *expense ratio*, risiko, obligasi, dan beberapa variabel eksogen lainnya.

Sehingga apabila variabel – variabel tersebut disetimasikan ke dalam persamaan matematika, maka model analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Low = \alpha_i + \beta_1Annrt_n_i + \beta_2Afftrtn_i + \beta_3Fund\ turnover_i + \beta_4Lttot_i + \beta_5Pctgain_i + \beta_6Pcttax_i + \varepsilon_{it}$$

$$\begin{aligned}
 \text{Fund Return} &= \alpha_i + \beta_1 \text{Low}_i + \beta_2 \text{Beta}_i + \beta_3 \text{Bond}_i + \beta_4 \text{ExpRatio}_i + \varepsilon_{it} \\
 \text{Fund Turn Over} &= \alpha_i + \beta_1 \text{Low}_i + \beta_2 \text{Inflows}_i + \beta_3 \text{Neta}_i + \varepsilon_{it} \\
 \text{Fund Tax Cost} &= \alpha_i + \beta_1 \text{Low}_i + \beta_2 \text{Inflows}_i + \beta_3 \text{Neta}_i + \beta_4 \text{Annrtn}_i + \beta_5 \text{Pctgain}_i \\
 &+ \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

2.4 Hipotesis Penelitian

Hipotesis merupakan dugaan sementara atas suatu penelitian. Hipotesis untuk penelitian ini adalah :

Ho₁ : Tidak terdapat hubungan saling ketergantungan antara *insider ownership* dengan *annrtn*, *afftrtn*, *fund turnover*, *lftot*, *pctgain*, *pcttax*

Ha₁ : Terdapat hubungan saling ketergantungan antara *insider ownership* dengan *annrtn*, *afftrtn*, *fund turnover*, *lftot*, *pctgain*, *pcttax*

Ho₂ : Tidak ada hubungan antara *insider ownership* dan *annrtn*

Ha₂ : Terdapat hubungan antara *insider ownership* dan *annrtn*

Ho₃ : Tidak ada hubungan antara *insider ownership* dan *afftrtn*

Ha₃ : Terdapat hubungan antara *insider ownership* dan *afftrtn*

Ho₄ : Tidak ada hubungan antara *Insider ownership* dan *fund turnover*

Ha₄ : Terdapat hubungan antara *Insider Ownership* dan *fund turnover*

Ho₅ : Tidak ada hubungan antara *Insider ownership* dan *lftot*

Ha₅ : Terdapat hubungan antara *Insider Ownership* dan *lftot*

Ho₆ : Tidak ada hubungan antara *insider ownership* dan *pctgain*

Ha₆ : Terdapat hubungan antara *insider ownership* dan *pctgain*

Ho₇ : Tidak ada hubungan antara *insider ownership* dan *pcttax*

Ha₇ : Terdapat hubungan antara *insider ownership* dan *pcttax*

2.5 Metode Penelitian

2.5.1. Pendekatan Penelitian

Pada penulisan skripsi ini, penulis menggunakan pendekatan kuantitatif karena dalam pendekatan ini teori digunakan sebagai pedoman dalam melakukan kegiatan penelitian. Selain itu teori juga digunakan sebagai sumber jawaban utama atas berbagai rasa ingin tahu penulis, teori menjadi bagian yang penting bagi peneliti dalam merencanakan kegiatan penelitian serta memberi pedoman tentang kerangka pemikiran yang harus dimiliki peneliti. Teori-teori tersebut dideduksikan menjadi suatu hipotesis dan kerangka pemikiran yang dijabarkan dalam sebuah model analisis. Kuantitatif berhubungan dengan angka (kuantitas), baik hasil pengukurannya, analisis datanya maupun penafsiran dan penarikan kesimpulan dalam membentuk angka .

2.5.2. Jenis Penelitian

Jenis penelitian yang dipakai oleh peneliti adalah penelitian eksplanatif. Penelitian eksplanatif adalah penelitian yang bertujuan untuk menjelaskan hubungan atau pengaruh antara dua variabel, yakni variabel tingkat *insider ownership* dengan kinerja reksa dana (*fund return, fund turnover dan fund tax cost*). Penelitian eksplanatif adalah gambaran mengenai hubungan sebab akibat (Prasetyo dan Jannah, 2005). Maka dengan menggunakan penelitian eksplanatif ini bermaksud menjelaskan hubungan antara kepemilikan portofolio yang dikelola oleh manajer investasi dengan kinerja reksa dana dalam hal ini reksa dana saham.

Berdasarkan manfaatnya, penelitian ini merupakan penelitian murni karena penelitian ini dilakukan dalam kerangka akademis. Sebuah karya ilmiah (skripsi) dapat digolongkan ke dalam penelitian murni. Berdasarkan dimensi waktunya, maka penelitian ini merupakan penelitian data panel (*panel data*) karena penelitian ini menggabungkan data *time series* dan juga *cross sectional*.

2.5.3. Teknik Pengumpulan Data

Dalam penyusunan ini, penulis menggunakan dua cara untuk memperoleh data yang dibutuhkan, yaitu:

a. Studi Kepustakaan

Studi kepustakaan dilakukan sebagai landasan dalam penyusunan kepustakaan penelitian. Melalui studi kepustakaan penulis melakukan pengumpulan data dengan cara mempelajari buku-buku serta literatur karya ilmiah dan sebagainya yang berkaitan dengan penelitian. Melalui studi kepustakaan ini diperoleh pendapat, pernyataan dan pemikiran beserta teori yang digunakan untuk memecahkan masalah – masalah yang ingin diketahui dalam penelitian ini.

b. Data Sekunder

Data sekunder didapat dari laporan keuangan yang terdaftar di BEI dan data perkembangan reksa dana yang dapat diperoleh melalui Bapepam&LK serta beberapa situs lainnya yang dapat menunjang dilakukannya penelitian.

2.5.4. Populasi dan Sampel Penelitian

a. Populasi

Populasi merupakan keseluruhan kelompok yang ingin diteliti (Ferdinand dan Umanto, 2007) . Populasi dalam penelitian ini adalah semua Reksa Dana Saham yang terdaftar di Bapepam & LK selama kurun waktu Oktober 2006 – September 2008 .

b. Sampel

Sampel digunakan untuk menunjukkan bagian dari populasi (Ferdinad dan Umanto, 2007). Sampel yang digunakan sebagai obyek penelitian adalah Reksa Dana Saham Periode Oktober 2006 – September 2008, pemilihan sampel ini didasarkan atas tujuan penelitian yaitu menguji hubungan kepemilikan portofolio saham yang dikelola oleh manajer investasi dengan kinerja reksa dana. Sampel dipilih dengan menggunakan *purposive sampling* yaitu pemilihan anggota sampel berdasarkan kriteria tertentu. Kriteria yang digunakan adalah:

1. Reksa Dana yang menjadi objek penelitian merupakan reksa dana saham

2. Terdapat kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi pada Reksa Dana Saham.
3. Memiliki laporan keuangan selama periode pengamatan yaitu Oktober 2006 hingga September 2008.

2.5.5. Teknik Analisis Data

Teknis analisis data dalam penelitian ini adalah menggunakan kajian secara ekonometri yang dapat didefinisikan sebagai ilmu yang mempelajari analisis kuantitatif dari fenomena ekonomi dalam artian secara umum (Nachrowi,2006). Salah satu teknik ekonometri yang dapat digunakan adalah model *Two stage Least Squares* (Kuadrat Terkecil Dua Tahap).

Two stage least square ini sesungguhnya merupakan estimasi yang dilakukan dua tahap dengan menggunakan ordinary least square (OLS), adapun teknik untuk mengestimasi adalah sebagai berikut :

a. Tahap pertama

Estimasi parameter dengan menggunakan OLS antara variabel endogen dengan semua variabel eksogen. Dengan demikian akan didapatkan nilai variabel endogen estimasi.

b. Tahap kedua

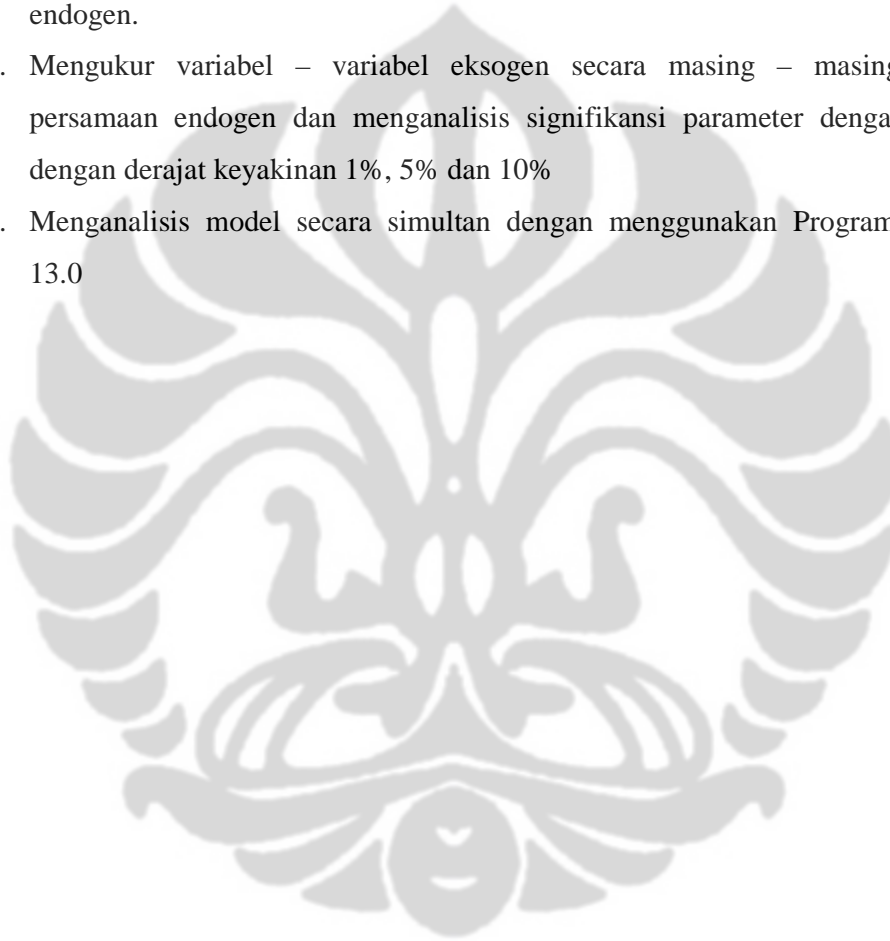
Estimasi kembali parameter dengan menggunakan OLS, yang kini mengikutsertakan variabel endogen, tetapi variabel tersebut diganti dengan variabel endogen hasil estimasi.

Penelitian dilakukan untuk menguji hubungan antara *insider ownership* dan kinerja reksa dana (*fund return, fund turnover, fund tax cost*). Proses pengolahan data dilakukan dengan urutan sebagai berikut :

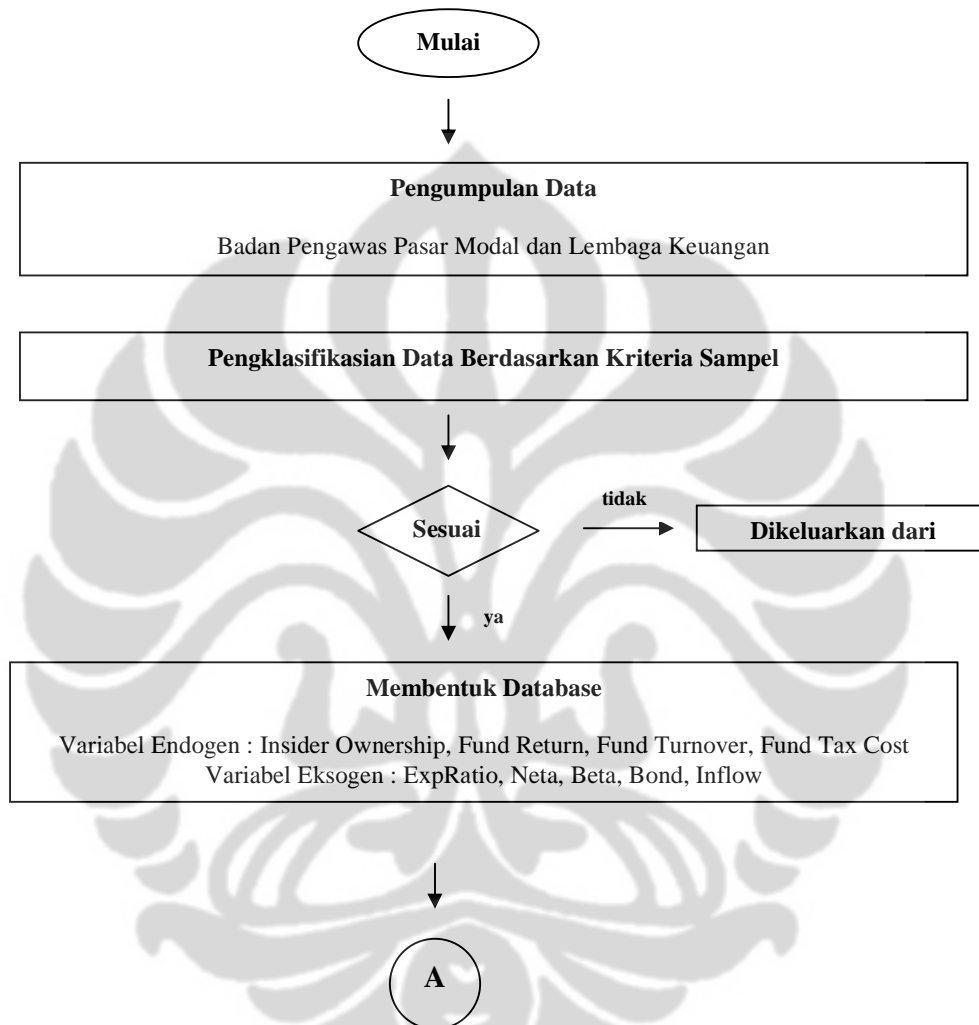
1. Pengamatan dikumpulkan dengan melihat reksa dana sebagaimana yang didefinisikan pada sumber data penelitian
2. Mengidentifikasi karakteristik data secara keseluruhan

Penggunaan statistik dalam penelitian adalah sebagai berikut :

1. Membentuk database pada Microsoft Excel dan Program SPSS 13.0 dengan variabel – variabel seperti yang didefinisikan di atas
2. Melakukan analisis deskriptif dengan menggunakan regresi untuk melihat mean, median dan standar deviasi
3. Mengukur variabel – variabel endogen secara masing masing dan menganalisis signifikansi parameter dengan uji t. Uji t menguji tingkat signifikansi pengaruh masing – masing variabel eksogen terhadap variabel endogen.
4. Mengukur variabel – variabel eksogen secara masing – masing pada persamaan endogen dan menganalisis signifikansi parameter dengan uji t dengan derajat keyakinan 1%, 5% dan 10%
5. Menganalisis model secara simultan dengan menggunakan Program SPSS 13.0



Alur Pengolahan Data dan Pengujian Statistik



Alur Pengolahan Data dan Pengujian Statistik

