

ANALISIS HUBUNGAN KEPEMILIKAN *INSIDER* DENGAN *FUND RETURN*, *FUND TURN OVER*, DAN *FUND TAX COST* REKSA DANA SAHAM PERIODE 2010-2013

Desy Natalia Sihotang
Wahyu Ario Pratomo, SE, M.Ec

Abstract: This research aims to test and analyze the relationship between insider ownership by fund return, fund turn over, and fund tax cost. The method of sampling uses purposive sampling. The sample of this research is that active mutual fund shares during the period 2010-2013. The analysis method in hypothesis testing is to use Ordinary Least Square method (OLS), Fixed Effect Model (FEM), and Random Effect Model (REM). The result of the analysis with Random Effect Model indicates that the fund return in the form of negative affect yields with insider ownership and the magnitude of the impotion of the tax load mutual funds (fund tax cost) are not significant positive with insider ownership. The result of analysis of this study also showed that negative effect of fund turn over significantly with insider ownership. And the relationship between insider ownership with independent variables showed that correlation quite weak. The result of this research indicate that the *R-Squared* (R^2) only 0,397 (39,7%).

Keyword: *insider ownership, return, turn over, fund tax cost, mutual funds*

PENDAHULUAN

Pasar modal merupakan salah satu bagian penting yang mempengaruhi keadaan perekonomian suatu negara pada era globalisasi saat ini. Perkembangan pasar modal di Indonesia saat ini masih didominasi oleh badan usaha dan investor besar. Reksa dana menjadi salah satu pilihan menarik bagi investor, khususnya investor yang bermodal kecil atau investor yang tidak ingin menanggung resiko yang tinggi. Berdasarkan data *annual report* yang dikeluarkan Bapepam pada tahun 2011, Reksa Dana Saham masih merupakan jenis Reksa Dana yang memiliki NAB terbesar dengan total NAB 62,2 triliun atau 36,14% dari total NAB seluruh jenis Reksa Dana.

Peningkatan reksa dana tidak terlepas dari peran serta manajer investasi melalui perusahaan investasinya. Berkenaan dengan hal tersebut Manajer Investasi menggunakan beberapa cara dalam memilih perusahaan-perusahaan yang diyakini akan menguntungkan investor. Seperti misalnya, Manajer Investasi membeli saham dari perusahaan dimana harga saham tersebut lebih rendah dari Nilai Aktiva Bersih (NAB) perusahaan dan perusahaan tersebut memiliki potensi untuk berkembang.

Namun dalam pelaksanaannya sering sekali keputusan yang diambil oleh manajer lebih menguntungkan manajer dibanding pemegang saham sehingga menimbulkan masalah agensi (*agency problem*). Serta adanya pengetahuan manajer sebagai agen tentang kemampuan dan resiko perusahaan yang lebih banyak dibandingkan dengan pihak pemegang saham yang hanya mengetahui sedikit masalah yang terjadi di perusahaan juga menyebabkan menimbulkan masalah agensi.

Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa masalah agensi dapat dikurangi dengan melakukan pemberian insentif, melakukan pengawasan, meningkatkan kepemilikan manajerial (*insider ownership*) dan melalui tindakan membatasi diri (*bonding*) oleh manajer. Mekanisme ini dilakukan dengan meningkatkan pembayaran dividen dan jumlah hutang. Sehingga hal tersebut akan mengurangi peluang manajer

untuk mengambil tindakan yang menyimpang, dan selanjutnya akan meningkatkan nilai perusahaan.

Dalam hal ini sebagai salah satu cara mengurangi masalah agensi ialah dengan meningkatkan kepemilikan *insider*. Peningkatan kepemilikan *insider* (*insider ownership*) yang mempunyai manfaat untuk meningkatkan keselarasan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham dapat terjadi karena pemegang saham perusahaan sekaligus bertindak menjadi manajer perusahaan.

Oleh karena itu, apabila tingkat kepemilikan *insider* suatu perusahaan semakin besar, maka semakin tinggi tingkat keselarasan dan kemampuan kontrol terhadap kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Namun demikian, kepemilikan *insider* sebenarnya mempunyai dua peranan yang berbeda. Pertama kepemilikan *insider* bertindak sebagai pemilik perusahaan, dan kedua kepemilikan *insider* bertindak sebagai manajer.

Slovin dan Sushka (1993) dalam Hardiyanti (2012) menyatakan bahwa adanya pengaruh positif dan signifikan dari konsentrasi kepemilikan oleh *insider* terhadap kontrol perusahaan, selanjutnya tingginya kontrol perusahaan merupakan kontribusi dalam peningkatan nilai perusahaan. Sementara Evans (2008) menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berhubungan positif terhadap *return* perusahaan dan berhubungan negatif terhadap *turn over* perusahaan serta tidak memiliki hubungan terhadap *fund tax burden*.

Selanjutnya berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Woelandari Oetami (2009) menyimpulkan bahwa besarnya kepemilikan unit penyertaan manajer investasi berpengaruh pada dana yang diinvestasikan pada investasi jangka panjang (*fund tax cost*) serta terdapat hubungan positif antara kepemilikan unit penyertaan manajer investasi dengan imbal hasil sebelum dikenakan pajak pada reksa dana saham (*fund return*).

Bergstesser dan Poterba (2000) menyimpulkan bahwa *return* setelah adanya pajak lebih memberi dampak pada *inflow* daripada *return* yang sebelum dikenakan pajak. Berkenaan dengan uraian-uraian diatas, maka penulis termotivasi untuk melakukan penelitian yang berjudul “**Analisis Hubungan Kepemilikan Insider dengan Fund Return, Fund Turn Over, dan Fund Tax Cost Reksa Dana Saham Periode 2010-2013**”.

TINJAUAN PUSTAKA

1. Pengertian Pasar Modal

Pasar modal secara umum dapat diartikan sebagai pasar uang memperjualbelikan produk berupa dana yang bersifat abstrak (Tandelilin, 2001: 25). Sekuritas di Indonesia yang umumnya diperdagangkan ialah saham, obligasi, dan reksa dana. Menurut Dermawan (2007: 188) pasar modal yang efisien didefinisikan sebagai pasar modal yang harga sekuritas-sekuritasnya mencerminkan semua informasi yang relevan.

2. 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. Reksa Dana menurut Gunawan dan Almira (2006: 7) merupakan suatu bentuk pemberian jasa yang didirikan untuk membantu investor yang ingin berpartisipasi dalam pasar modal tanpa adanya keterlibatan secara langsung dalam prosedur, administrasi, dan analisis dalam sebuah pasar modal.

3. Nilai Aktiva Bersih (NAB)

Menurut Mangasa (2010: 158) Ukuran dari nilai portofolio efek suatu reksa dana adalah Nilai Aktiva Bersih (NAB) atau Net Asset Value (NAV). Dengan demikian

kinerja suatu produk reksa dana dapat dilihat dari NAB masing-masing reksa dana yang menjadi satuan dari nilai aset suatu reksa dana. Nilai Aktiva Bersih suatu reksa dana dapat berfluktuasi walaupun fluktuasi reksa dana tersebut tidak sesering dan sebesar fluktuasi dari saham.

Secara umum NAB suatu reksa dana sangat tergantung kepada kinerja sekuritas yang menjadi portofolio reksa dana yang bersangkutan yaitu apabila harga pasar dari aset-aset yang menjadi portofolio reksa dana mengalami kenaikan, maka secara otomatis NAB reksa dana yang bersangkutan juga akan mengalami kenaikan dan sebaliknya apabila aset-aset dalam portofolio reksa dana mengalami penurunan di pasar maka otomatis total NAB reksa dana yang bersangkutan juga akan mengalami penurunan. Nilai Aktiva Bersih (NAB) dapat ditulis dengan formula:

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

4. Return Reksa Dana

Reksa dana (mutual fund) merupakan portofolio yang dibentuk oleh perusahaan reksa dana dan dijual kembali kepada masyarakat dalam bentuk unit penyertaan. Salah satu tujuan dari reksa dana adalah untuk meminimumkan resiko tidak sistematis (dengan membentuk portofolio) dan untuk menghasilkan return yang tinggi (Jogiyanto, 2013: 605). Perhitungan return portofolio dapat dihitung dengan cara sebagai berikut ini:

$$R_p = \frac{NAB_t - NAB_{t-1}}{NAB_{t-1}}$$

Notasi :

R_p = Return portofolio

NAB_t = NAB yang merupakan nilai portofolio periode sekarang (t)

NAB_{t-1} = NAB yang merupakan nilai portofolio periode tahun lalu (t-1)

5. Resiko Reksa Dana

Resiko-resiko investasi di Reksa Dana Gunawan dan Almira (2009: 21):

1. Resiko menurunnya Nilai Aktiva Bersih / *Net Asset Value* Unit Penyertaan
Penurunan NAB/NAV Unit Penyertaan dapat disebabkan oleh harga pasar dari instrumen investasi yang dimasukkan ke dalam portofolio Reksa Dana mengalami penurunan dibandingkan dari harga pembelian awal.
2. Resiko Likuiditas
Likuiditas merupakan salah satu syarat penting dalam melakukan investasi agar pengelolaan dana dapat dilakukan secara maksimal. Potensi risiko likuiditas dapat terjadi apabila pemegang unit penyertaan pada salah satu manajer investasi tersebut mengalami *rush* (penarikan dana secara besar-besaran) atas unit penyertaan reksa dana.
3. Resiko pasar
Resiko 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.
4. Resiko *default*
Jenis resiko *default* merupakan kategori resiko yang paling fatal. Risiko *default* terjadi, misalnya jika pihak manajer investasi membeli obligasi yang emitmennya mengalami kesulitan keuangan sehingga tidak mampu membayar bunga.

6. Variabel yang mempengaruhi kinerja reksa dana

Menurut Allison dalam Woelandari (2009) adapun variabel yang memengaruhi kinerja reksa dana ialah:

1. *Fund Return*

Fund Return merupakan dasar perhitungan kinerja portofolio termasuk reksa dana adalah dalam bentuk imbal hasil (*return*). Adapun pengukuran *fund return* dapat dilihat dari:

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 tiap tahunnya setelah dikenakan pajak

2. *Fund Turn Over*

Fund Turn Over 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.

3. *Fund Tax Cost*

Fund Tax Cost dapat diukur melalui tiga ukuran sebagai berikut:

a. *Ratio of Long Term to Total Capital Gain* (Lttot)

Ratio of Long Term to Total Capital Gain (Lttot) merupakan rasio dari investasi jangka panjang terhadap total keuntungan

b. *Paid Cost to Gain* (Pctgain)

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

c. *Paid Cost to Tax* (Pcttax)

Paid Cost to Tax (Pcttax) merupakan besarnya beban pengenaan pajak pada nilai aktiva bersih (NAB).

$$\text{Pcttax} = \frac{(\text{long term capital gain} \times \text{tax}) + (\text{short term capital gain} \times \text{tax}) + (\text{dividen} \times \text{tax})}{\text{Net Asset Value}}$$

7. Kepemilikan Insider

Kepemilikan *Insider* atau *Insider Ownership* adalah kepemilikan manajerial dan merupakan variabel determinan yang penting dalam kebijakan deviden suatu perusahaan. Serta *Insider Ownership* juga merupakan persentase atas kepemilikan saham dan *option* yang dimiliki oleh direksi dan komisaris perusahaan.

Teori *pecking order hypotheses* mengasumsikan bahwa keberadaan kepemilikan insider tidak memberikan pengaruh terhadap keputusan *capital expenditures* perusahaan karena teori hipotesis ini berasumsi bahwa perusahaan telah melakukan pembelanjaan modal sesuai dengan yang seharusnya dilakukan oleh perusahaan tanpa mengorbankan kepentingan pihak manapun.

Sedangkan berdasarkan teori *managerial hypotheses* yang menitikberatkan pada pemisahan antara fungsi kepemilikan dan fungsi kontrol pada perusahaan mengasumsikan bahwa manajer yang kepemilikan sahamnya pada kepemilikan *insider* kurang dari seratus persen akan mendapat insentif dan kesempatan untuk melakukan tindakan yang menguntungkan bagi kepentingan dirinya serta mengesampingkan keuntungan pemilik lain

Insentif tersebut muncul karena manajer menikmati keuntungan nonfinansial dari tindakan pengambilan keputusan yang mengesampingkan pemaksimalan nilai, tanpa harus menanggung beban finansial yang mungkin muncul.

Ketidakmampuan pemegang saham untuk melakukan tindakan pengawasan terhadap setiap tindakan yang dilakukan oleh pihak manajemen memunculkan celah bagi manajer untuk melakukan tindakan moral hazard.

Oleh karena itu, Perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham menyebabkan munculnya perbedaan preferensi antara manajer dan pemegang saham mengarah pada penggunaan beberapa mekanisme untuk menyelaraskan kepentingan kedua pihak tersebut yang mana salah satu mekanismenya ialah adanya kepemilikan *insider* atau *insider ownership*.

Rumus kepemilikan *insider* atau *insider ownership*:

$$\text{INSIDER} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki komisaris dan direktur}}{\text{Total saham}}$$

8. Agency Costs

Menurut Dermawan (2007: 234) *Agency Costs* atau Biaya Keagenan adalah biaya yang timbul karena perusahaan menggunakan utang dan melibatkan hubungan antara pemilik perusahaan (pemegang saham) dan kreditor. Biaya keagenan ini muncul dari problem keagenan (*agency problem*). Dalam mengatasi masalah keagenan, adanya kepemilikan saham oleh manajerial (kepemilikan *insider*) dapat digunakan untuk mengurangi *agency cost*.

METODE PENELITIAN

1. Jenis Penelitian

Jenis penelitian yang dipakai dalam penelitian ini adalah penelitian eksplanatif. Penelitian eksplanatif adalah penelitian yang bertujuan untuk menjelaskan hubungan atau pengaruh antara dua variabel, yakni variabel tingkat kepemilikan *insider* dengan kinerja reksa dana (*fund return*, *fund turnover* dan *fund tax cost*).

2. Batasan Operasional

Adapun batasan operasional dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Kepemilikan Insider yaitu persentase atas kepemilikan saham dan option yang dimiliki oleh direksi dan komisaris perusahaan.
- b. Fund Return yaitu perhitungan kinerja portofolio reksa dana dalam bentuk imbal hasil (return)
- c. Fund Turn Over yaitu persentase dari besarnya dana yang dimiliki setelah mengalami perubahan selama kurun waktu satu tahun
- d. Fund Tax Cost yaitu perhitungan untuk mengetahui sejauh mana pajak mempengaruhi pemilihan investasi oleh manajer investasi dan hubungannya dengan kepemilikan unit penyertaan oleh manajer investasi.

3. Populasi dan Sampel Penelitian

a. Populasi

Populasi merupakan kelompok elemen yang lengkap, dimana kita tertarik untuk mempelajarinya atau menjadi objek penelitian (Mudrajad kuncoro, 2009: 118). Populasi dalam penelitian ini adalah semua Reksa Dana Saham yang terdaftar di Bapepam & LK selama periode tahun 2010-2013.

b. Sampel

Sampel merupakan himpunan bagian dari unit populasi. Sampel yang digunakan sebagai objek penelitian adalah Reksa Dana Saham periode tahun 2010-2013. Sampel dipilih menggunakan *purposive sampling* yaitu pemilihan anggota sampel berdasarkan kriteria tertentu. Adapun kriteria yang digunakan ialah sebagai berikut:

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 data keuangan berupa NAB, NAB/UP, Jumlah Unit, dan Saham Manajemen Perusahaan selama periode tahun 2010-2013.

4. Jenis Data

Berdasarkan sumber datanya, maka jenis data yang digunakan ialah data sekunder dimana sumber data tidak langsung memberikan data kepada pengumpul data. Data penelitian merupakan data bersifat kuantitatif yaitu data yang diukur dalam skala numerik (Mudrajat Kuncoro, 2009: 145). Data diperoleh dari gabungan dari data *time series* dan *cross section* selama periode tahun 2010-2013 untuk beberapa perusahaan yang terpilih menjadi sampel penelitian. Penelitian ini diambil dari 10 perusahaan yang terpilih selama periode empat tahun (2010-2013).

5. Metode Pengumpulan Data

Pengumpulan data dilakukan untuk memperoleh informasi yang dibutuhkan dalam rangka mencapai tujuan penelitian. Teknik yang digunakan dalam pengumpulan data ialah dengan mengumpulkan data-data keuangan dan data perkembangan reksa dana yang dapat diperoleh melalui Bapepam & LK.

6. Teknik Analisis

Pengujian empiris dalam penelitian ini adalah analisis deskriptif, analisis data panel menggunakan *Ordinary Least Square* (OLS), *Fixed Effect Model* (FEM) dan *Random Effect Model* (REM), uji signifikansi, dan dengan melihat nilai koefisien determinasi (R^2).

a. Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif digunakan untuk menganalisa data yang dikumpulkan dengan cara mendeskripsikan atau menggambarkan secara sederhana, jelas dan objektif tentang topik yang dibahas. Gambaran tersebut dapat berupa *mean*, standar deviasi, varians, nilai minimum dan nilai maksimum.

b. Uji Hipotesis

Uji Hipotesis digunakan untuk mengetahui jawaban terhadap rumusan masalah penelitian. Uji hipotesis dalam penelitian ini ialah dengan menggunakan metode OLS, FEM dan REM. Adapun model persamaan dalam penelitian ini ialah sebagai berikut:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X1_{it} + \beta_2 X2_{it} + \beta_3 X3_{it} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

- Y : Kepemilikan *Insider*
- X1 : *Fund Return*
- X2 : *Fund Turn Over*
- X3 : *Fund Tax Cost*
- i : Objek penelitian dimana $i = 1, 2, 3, \dots$
- t : Periode data penelitian dimana $t = 1, 2, 3, \dots$
- β_{123} : Koefisien regresi
- ε : *error term*

Ordinary Least Square (Pool Data)

Metode *Ordinary Least Squares* atau metode kuadrat terkecil biasa merupakan metode ekonometrik dimana terdapat variabel independen yang merupakan variabel penjelas dan variabel dependen yang merupakan variabel yang dijelaskan dalam suatu persamaan linear. Metode *Ordinary Least Square* merupakan data *cross section* dan *time series* yang digabungkan dalam bentuk pool data. Kemudian data tersebut diregresikan dengan metode OLS. Dengan menggunakan OLS maka akan diperoleh nilai *intercept* dan koefisien parameter yang konstan.

Fixed Effect Model (FEM)

Metode *Fixed Effect Model* (FEM) merupakan metode data panel dimana model ini memiliki *intercept* persamaan yang tidak konstan atau terdapat perbedaan pada setiap individu data *cross section* dan juga *slope* koefisien regresi tidak berbeda pada setiap individu dan data. Penggunaan Metode ini dapat digunakan apabila setelah dilakukan Uji Hausman diperoleh nilai *chi square* yang signifikan.

Random Effect Model (REM)

Metode *Random Effect Model* (REM) merupakan metode data panel yang mana pada model ini perbedaan antar individu terdapat di *error term* dari persamaan model. Model ini juga memperhitungkan bahwa *error term* mungkin berkorelasi sepanjang *time series* dan *cross section*. Penggunaan *Random Effect Model* (REM) dipilih dalam penelitian ini dikarenakan menurut beberapa pakar ekonometrika jika pada data panel, jumlah runtun waktu lebih sedikit dibandingkan dengan jumlah individu maka disarankan untuk menggunakan metode REM (Pratomo dan Hidayat, 2010: 168).

Metode *Random Effect Model* juga muncul akibat kelemahan *Fixed Effect Model* yang dapat menyebabkan rendahnya *degree of freedom*, kemungkinan terjadinya multikolinearitas, dan asumsi *error* yang pada akhirnya mempengaruhi keefisienan dari parameter estimasi. Untuk memperbaiki kelemahan tersebut, maka dilakukan pendekatan lain yaitu dengan memasukkan parameter-parameter yang berbeda antar unit *time series* dan *cross section* ke dalam *error*, serta mengasumsikan bahwa komponen *error* antar unit *time series* dan *cross section* tidak berkorelasi satu sama lain.

Adapun model data panel untuk teknik regresi *Random Effect Model* adalah sebagai berikut:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \dots + \beta_n X_{nit} + \varepsilon_{it} + \mu_{it}$$

c. Uji Signifikansi

Signifikansi pengaruh variabel bebas pada variabel terikat dalam estimasi regresi dapat diukur dengan melihat *probability* nilai t-hitung tiap variabel bebas. *Probability* nilai t akan dibandingkan dengan nilai signifikansi α pada tingkat α sebesar 0,1 persen, 1 persen dan 5 persen. Adapun penentuan signifikansi didasarkan pada:

1. Jika nilai *probability* > tingkat signifikansi α , maka variabel bebas tidak memiliki pengaruh yang signifikan pada variabel terikat
2. Jika nilai *probability* < tingkat signifikansi α , maka variabel bebas memiliki pengaruh yang signifikan pada variabel terikat

d. Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi atau R-square (R^2) mengukur seberapa kuat semua variabel bebas secara bersama-sama menjelaskan variabel terikat atau seberapa baik suatu model menjelaskan variabel terikatnya. Apabila R^2 lebih besar dari 0,5 maka terjadi korelasi yang kuat antara variabel-variabelnya. Namun apabila R^2 lebih kecil dari 0,5 maka terjadi korelasi yang lemah antara variabel-variabelnya.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Reksa Dana Saham adalah reksa dana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dari portofolio yang dikelolanya ke dalam efek bersifat ekuitas atau

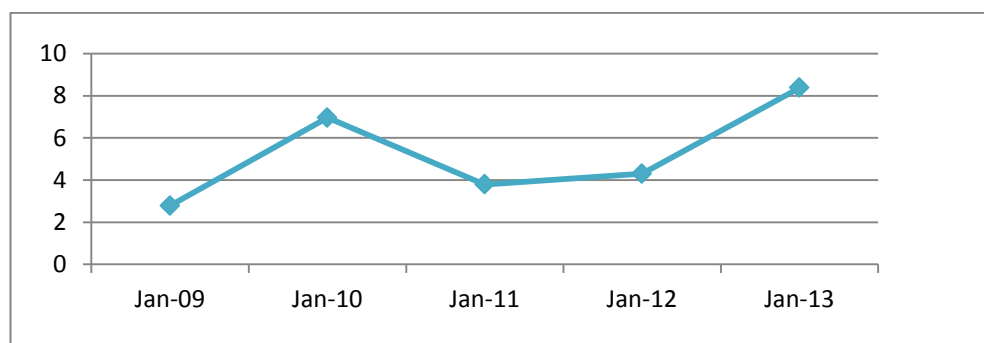
saham. Reksa dana ini mengupayakan untuk memperoleh *capital gain* dalam jangka panjang dan juga efek saham memberikan hasil lain berupa *dividen*.

Pada Tahun 2010 Reksa Dana Saham memiliki proporsi paling besar untuk kontribusi dalam total NAB Reksa Dana yaitu tercatat sebesar 48,35 triliun, atau meningkat 26,21% dari tahun sebelumnya sebesar 38,31 triliun. Namun dari sisi jumlah, Reksa Dana Saham tidak mengalami peningkatan yaitu sebanyak 73 Reksa Dana.

Hal tersebut terjadi karena sepanjang tahun 2010 selain diterbitkan tujuh Reksa Dana Saham, juga terdapat tujuh Reksa Dana yang dibubarkan karena sebagian besar total NAB Reksa Dana Saham tersebut kurang dari 25 miliar selama 90 hari bursa secara berturut-turut. Salah satu aspek yang perlu untuk diperhatikan dalam mewujudkan Pasar Modal Indonesia sebagai penggerak ekonomi nasional berdaya saing global adalah tingkat volatilitas Pasar Modal Indonesia.

Volatilitas secara umum mencerminkan fluktuasi naik turunnya harga saham yang dapat menggambarkan tingkat risiko yang dihadapi pemodal dan dapat memberikan gambaran potensi kerawanan terjadinya krisis. Selain itu untuk mengetahui pengaruh volume transaksi saham dan nilai transaksi asing terhadap volatilitas *return* pasar saham Indonesia.

Volatilitas akan menunjukkan angka yang relatif tinggi apabila indeks mengalami tren menurun (*bearish*), dan volatilitas akan menunjukkan angka yang relatif stabil dan hanya sesekali berada di luar batas rata-rata apabila indeks mengalami tren menaik (*bullish*). Hasil tersebut dapat memberikan gambaran bahwa di Pasar Modal Indonesia akan terjadi *panic selling* apabila IHSG sedang bergerak menurun. Namun tidak akan terjadi *panic buying* apabila IHSG sedang bergerak naik karena investor yang telah merasa cukup *gain* nya akan menjual portofolionya sehingga kenaikan IHSG dapat lebih tertahan.

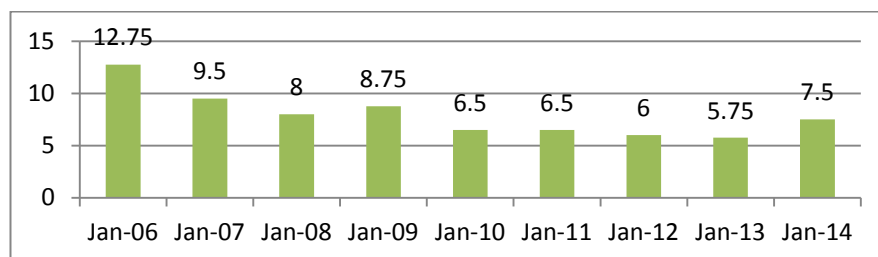


Sumber : Bank Indonesia

Gambar 1.
Tingkat Inflasi di Indonesia

Pada akhir 2012 merupakan masa turunnya (*bearish*) Reksa Dana, Hal tersebut ditandai dengan meningkatnya angka inflasi yang seperti terlihat dalam gambar diatas. Meningkatnya inflasi dimulai pada awal tahun 2012 yang semakin meningkat sampai akhir tahun 2013 sebesar 8,38 %. Adanya kenaikan inflasi tersebut ialah disebabkan kenaikan harga dari sisi *imported inflation* maupun *domestic inflation*.

Kebijakan Pemerintah menaikkan *BI Rate* ditandai dengan meningkatnya *BI Rate* dari Januari 2012 sebesar 3,65 % menjadi 8,38 % hingga Desember 2013. Akibat kenaikan *BI Rate* tersebut, banyak investor melakukan penarikan dana untuk dialihkan ke deposito. Mengingat pada tahun tersebut deposito memberikan *return* yang lebih tinggi dari Reksa Dana.



Sumber : Bank Indonesia

Gambar 2.
Tingkat BI Rate di Indonesia

Kebijakan tersebut juga membuat perkembangan Reksa Dana Saham semakin menurun. Hal tersebut ditandai dengan hingga juni 2014 ada sebanyak 892 Reksa Dana yang tidak aktif. Sedangkan jumlah Reksa Dana Saham yang aktif menurut Bapepam hingga 2014 ialah sebesar 124 atau sebesar 7,23 % dari seluruh Reksa Dana yang aktif. Serta kinerja pasar saham juni 2013 juga mengalami tekanan seiring dengan *portfolio adjustment* yang dilakukan investor di negara-negara *emerging market* termasuk indonesia.

Namun, Perkembangan berbeda terlihat pada investasi portofolio asing di sektor publik yang mencatat kenaikan surplus dikarenakan didorong penerbitan obligasi global pemerintah dalam bentuk *Global Medium Term Notes* (GMTN). Serta surplus sektor publik juga ditopang oleh arus masuk dana asing pada Sertifikat Bank Indonesia (SBI).

Analisis Deskriptif

Jumlah Data Reksa Dana yang terdaftar di BAPEPAM ialah sebanyak 1750 Reksa Dana dengan jumlah Reksa Dana yang aktif sebesar 897 sedangkan Reksa Dana Saham yang aktif sebanyak 124 Reksa Dana. Dari Jumlah tersebut hanya terdapat 10 Reksa Dana Saham dengan adanya kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi serta aktif dan memiliki kelengkapan data selama periode 2010-2013. Reksa Dana Saham tersebut antara lain: Reksa Dana Batavia Dana Saham, Reksa Dana BNI Reksa Dana Berkembang, Reksa Dana Batavia Dana Saham Optimal, Reksa Dana BNP Paribas Pesona, Reksa Dana Danareksa Mawar, Reksa Dana Manulife Dana Saham, Reksa Dana Manulife Saham Andalan, Reksa Dana Panin Dana Prima, Reksa Dana Ekuitas Prima dan Reksa Dana Sinamas Danamas Saham

Tabel 1.
Analisis Deskriptif Variabel Terikat dan Variabel Bebas Periode 2010-2013

	Minimum	Maximum	Mean	Median	Std. Dev
Y	3.368526	122.9089	29.73579	21.72376	28.90056
X1	-0.990534	21.34143	0.763233	0.136313	3.397427
X2	0.086478	1.951602	1.083597	1.066961	0.278096
X3	-0.001329	0.050000	0.025082	0.012891	0.024209

Sumber: Hasil Penelitian diolah menggunakan Eviews 7

Kepemilikan *Insider* (Y) dalam hal ini menunjukkan besarnya kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi atas Reksa Dana Saham yang dikelola. Dalam tabel 4.2 diatas menunjukkan rata-rata kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi

sebesar 29,73. Pada tabel diatas juga dapat dilihat bahwa data terendah kepemilikan *insider* sebesar 3,36. Serta memiliki nilai standar deviasi sebesar 28,90.

Dari Tabel 1. diperoleh rata-rata *Fund Return* yang disimbolkan dengan X1 dalam bentuk imbal hasil (*return*) tahunan sebesar 0,76. Serta pada tabel diatas juga dapat dilihat bahwa *range* (jarak) dari data terendah (minimum) dan data tertinggi (*maximum*) ialah sebesar 22,33 dengan data terendah -0,99 dan data tertinggi sebesar 21,34. Serta memiliki standar deviasi sebesar 3,39.

Fund Turn Over yang disimbolkan dengan X2 merupakan pendanaan dalam bentuk *turn over* yang menandai seberapa besar Manajer Investasi melakukan aktivitas *trading*. Pada tabel 4.2 dijelaskan bahwa rata-rata *Fund Turn Over* pada Reksa Dana Saham ialah sebesar 1,08. Hal tersebut menunjukkan perputaran dana pada Reksa Dana Saham banyak melakukan aktivitas *trading*. Hal tersebut ditunjukkan dengan nilai minimum *Fund Turn Over* 0,08 atau 8% dana pada Reksa Dana Saham dilakukan perputaran dana. Serta Variabel X2 juga memiliki standar deviasi sebesar 0,27.

Variabel X3 (*Fund Tax Cost*) merupakan variabel yang *Fund Tax Cost* dalam besarnya pengenaan pajak pada Reksa Dana Saham. Berdasarkan peraturan yang berlaku, pengenaan pajak untuk Reksa Dana Saham pada tahun 2010 ialah sebesar 0% sedangkan untuk tahun 2010 hingga 2013 pajak yang berlaku ialah sebesar 5%. Dalam Tabel 1. disebutkan bahwa rata-rata besarnya pengenaan pajak dari investasi Reksa Dana Saham ialah sebesar 0,02. Hal ini menunjukkan bahwa setiap kenaikan nilai aktiva bersih Reksa Dana terdapat kenaikan dalam pengenaan pajak sebesar 2%. Serta standar deviasi dalam variabel ini ialah sebesar 0,024.

Uji Hipotesis

Untuk membuktikan adanya pengaruh kepemilikan *insider* dengan *Fund Return*, *Fund Turn Over*, dan *Fund Tax Cost* maka digunakan estimasi *Ordinary Least Square*, *Fixed Effect Model* dan *Random Effect Model*. Adapun hasil estimasi terlihat pada tabel dibawah ini

Tabel 2.
Pengaruh Kepemilikan Insider dengan Fund Return Fund Turn Over dan Fund Tax Cost

Dependen Variabel			
Y			
Coefficient	X1	X2	X3
OLS	-2.096819	18.62039	328.0207
FEM	-0.848362	-38.21361	155.9256
REM	-0.863613	-37.75762	141.3785

Sumber : Hasil Penelitian diolah dengan Eviews 7

Berdasarkan Tabel 2. diatas kita dapat mengetahui bahwa hasil menggunakan metode OLS menunjukkan *fund return* (X1) dalam bentuk imbal hasil (*return*) berpengaruh negatif dengan kepemilikan *insider* (Y). Sedangkan pengaruh *fund turn over* (X2) dan *fund tax cost* (X3) dengan kepemilikan *insider* ialah berpengaruh positif dengan kepemilikan *insider* (Y). Sedangkan *fund return* dan *fund tax cost* berpengaruh negatif dengan kepemilikan *insider*.

Berbeda dengan hasil estimasi *Ordinary Least Square* (OLS), hasil estimasi menggunakan *Random Effect Model* (REM) memiliki hasil yang sama dengan estimasi *Fixed Effect Model* (FEM) yang menunjukkan bahwa *fund turn over* (X2) berpengaruh negatif dengan kepemilikan *insider* (Y). Berdasarkan Tabel 2. diatas kita dapat

mengetahui *fund return* (X1) dalam bentuk imbal hasil (*return*) berpengaruh negatif dengan kepemilikan *insider* (Y). Hal tersebut memiliki hasil yang sama dengan menggunakan estimasi OLS.

Serta ini menunjukkan bahwa semakin besarnya kepemilikan *insider* akan membuat keuntungan atas NAB Reksa Dana Saham menjadi rendah. Sedangkan pengaruh *fund turn over* (X2) dengan kepemilikan *insider* juga menunjukkan pengaruh negatif dengan kepemilikan *insider*. *Fund turn over* yang memiliki pengaruh negatif dengan kepemilikan *insider* menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan *insider* maka akan membuat semakin sedikit Manajer Investasi untuk meningkatkan perputaran dana. Hal ini juga bersamaan dengan hasil penelitian Evans (2008) yang menunjukkan bahwa adanya pengaruh negatif dengan *turn over*.

Berdasarkan Tabel 2. juga dapat diketahui bahwa besarnya *fund tax cost* (X3) dalam bentuk besarnya pengenaan beban pajak reksa dana berpengaruh positif dengan kepemilikan *insider*. Hal ini menunjukkan semakin tinggi beban pengenaan pajak reksa dana (*fund tax cost*) maka akan semakin tinggi kepemilikan *insider* dalam reksa dana tersebut. Seperti yang telah dijelaskan dalam penelitian terdahulu, Masalah keagenan antara pemegang saham dan manajer akan potensial terjadi jika manajer memiliki kurang dari 100% saham perusahaan. Karena dengan kondisi yang demikian akan membuat tidak semua keuntungan dapat dinikmati oleh manajer sehingga mereka tidak akan berkonsentrasi memaksimalkan kemakmuran pemegang saham.

fund turn over yang berpengaruh negatif dengan kepemilikan *insider* memiliki arti bahwa semakin besarnya kepemilikan unit penyertaan yang dimiliki Manajer Investasi tidak membuat Manajer Investasi untuk membuat peningkatan perputaran dana (*turn over*). Hal ini juga terjadi pada penelitian yang dilakukan Allison (2008) yang mendapat hasil kepemilikan manajerial berhubungan negatif dengan *turn over*. Serta mendukung penelitian Harjito (2006) yang menyimpulkan bahwa hubungan saling mengganti antara kebijakan hutang, *insider ownership* dan kebijakan hutang dalam peranan pengawasan masalah agensi tidak sepenuhnya terjadi di Indonesia.

Selanjutnya besarnya beban pengenaan pajak terhadap reksa dana (*fund tax cost*) berepengaruh positif dengan kepemilikan *insider* menjelaskan bahwa semakin besar kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi maka akan semakin tinggi beban pengenaan pajak terhadap reksa dana (*fund tax cost*).

Uji Hausman Test

Tabel 3.
Uji Hausman Test

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.494788	3	0.9200

Berdasarkan Uji *Hausman test* dalam tabel 4.12 diatas maka didapat nilai *Chi Square* sebesar 0,49 dengan nilai *probability* sebesar 0,92 atau dengan kata lain nilai *Chi Square* pada Uji Hausman tidak signifikan. Sehingga untuk menentukan kesimpulan dalam penelitian ini digunakan metode *Random Effect Model* (REM) dikarenakan jumlah runtun waktu (periode) dalam penelitian ini lebih sedikit dibandingkan jumlah individu (perusahaan).

Uji Signifikansi

Berdasarkan Tabel 5. yang merupakan hasil estimasi menggunakan metode *Random Effect Model* (REM) menunjukkan bahwa variabel *fund return* (X1) dan *fund tax cost* (X3) memiliki pengaruh yang tidak signifikan dengan variabel terikat. Hal tersebut dapat dilihat berdasarkan nilai masing-masing *probability* variabel yaitu *fund return* (X1) sebesar 0.3234 dan variabel *fund tax cost* (X3) sebesar 0.2586. Sedangkan variabel *fund turn over* (X2) menunjukkan pengaruh yang signifikan dengan variabel terikat yaitu kepemilikan *insider* (Y) dengan hasil nilai *probability* sebesar 0.0008.

Tabel 5.
Hasil t-statistic dan probability menggunakan REM

Dependen Variabel			
Y			
	X1	X2	X3
t-statistic	-1.001156	-3.648838	1.147869
Prob	0.3234	0.0008	0.2586

Sumber : Hasil Penelitian diolah dengan Eviews 7

Koefisien Determinasi

Tabel 6.
Hasil R-Squared dan Adjusted R-Squared menggunakan REM

R-Squared	0.397457
Adjusted R-Squared	0.347245

Sumber : Hasil Penelitian diolah dengan Eviews 7

Sedangkan berdasarkan Tabel 6. diatas hasil estimasi menunjukkan bahwa nilai *R-Squared* (R^2) ialah sebesar 0,397 atau lebih besar dibandingkan dengan nilai *R-Squared* dengan menggunakan estimasi OLS. Namun, hal ini juga menunjukkan bahwa terjadi korelasi yang cukup lemah antara variabel-variabel tersebut atau dengan kata lain nilai *R-Squared* (R^2) hanya mampu mempengaruhi variabel terikat sebesar 39,7%.

KESIMPULAN

Berdasarkan pernyataan-pernyataan yang telah dibahas, maka kesimpulan yang diperoleh dalam penelitian ini ialah sebagai berikut:

1. Berdasarkan hasil Uji Hausman yang menjelaskan bahwa nilai *Chi Square* tidak signifikan maka penelitian ini menggunakan kesimpulan berdasarkan Metode *Random Effect Model* (REM). Sehingga *R-Squared* (R^2) yang didapat ialah sebesar 0,397.
2. *fund return* (X1) dalam bentuk imbal hasil (*return*) berpengaruh negatif dengan kepemilikan *insider* (Y) dan memiliki pengaruh yang tidak signifikan dengan kepemilikan *insider*.
3. *fund turn over* (X2) juga menunjukkan pengaruh negatif dengan kepemilikan *insider* dan memiliki pengaruh yang signifikan dengan kepemilikan *insider*.
4. besarnya pengenaan beban pajak reksa dana atau yang dinotasikan dengan X3 (*fund tax cost*) berpengaruh positif dengan kepemilikan *insider* dan memiliki pengaruh yang tidak signifikan dengan kepemilikan *insider*.

5. *R-Squared* (R^2) sebesar 0,397 atau 39,7% menunjukkan terjadinya korelasi yang cukup lemah antara variabel-variabel bebas dengan variabel terikat.

SARAN

Hasil dan pembahasan pada penelitian ini menghasilkan beberapa saran bagi perusahaan, bagi investor, dan bagi penelitian selanjutnya.

1. **Bagi Perusahaan**
Berdasarkan hasil dalam penelitian ini menunjukkan bahwa imbal hasil (*fund return*) dan perputaran dana (*fund turn over*) berhubungan negatif dengan kepemilikan insider (*fund turn over*) maka perusahaan diharapkan lebih berhati-hati dalam melakukan keputusan dan kebijakan yang akan diambil dalam mengevaluasi kinerja perusahaan dan meningkatkan kinerja perusahaan
2. **Bagi Investor**
Besarnya kepemilikan unit penyertaan oleh Manajer Investasi tidak berpengaruh sepenuhnya dalam kinerja reksa dana. Sehingga dalam memutuskan pemilihan investasi, Investor diharapkan lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan investasi.
3. **Bagi Penelitian selanjutnya**
Pada penelitian selanjutnya penulis berharap melakukan penelitian yang lebih luas tentang kepemilikan *insider*, jangka waktu penelitian yang diperpanjang, serta memperbanyak objek penelitian. Dengan demikian akan diperoleh gambaran secara menyeluruh mengenai hubungan kepemilikan *insider* dengan kinerja reksa dana saham.

DAFTAR PUSTAKA

- Bergstresser, Daniel dan Poterba, James. 2000. *Do After-Tax Returns Affect Mutual Fund Inflow?*. NBER Working Paper, Nomor 7595, Hal 30-31.
- Evans, Allison L. 2008. Portfolio Manager Ownership and Mutual Fund Performance. *Journal of Financial Management*, Aunum 2008.
- Fransisca, Santosa. 2014. The Effect of Dividend Policy and Ownership Structure Towards Debt Policy. *International Journal of Economics and Finance Studies*, Volume 6 Nomor 2, Hal 42.
- Kuncoro, Mudrajad. 2009. *Metode Riset untuk Bisnis dan Ekonomi*. Edisi tiga. Jakarta: Erlangga.
- Halim, Abdul. 2005. *Analisis Investasi*. Edisi Kedua. Jakarta: Salemba Empat.
- Hardiyanti, Nia. *Analisis Pengaruh Insider Ownership, Leverage, Profitabilitas, Firm Size dan Dividen Payout Ratio Studi Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI Tahun 2007 – 2010*. Universitas Dipenogoro.
- Harjito, Agus D. dan Nurfauziah. 2006. Hubungan Kebijakan Hutang, Insider Ownership, dan Kebijakan Dividen Dalam Mekanisme Pengawasan Masalah Agensi di Indonesia. *JAAI*, Volume 10 Nomor 2, Hal 133.
- Hartono, Jogiyanto. 2013. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kedelapan. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Jensen M.C. dan Meckling. W.H. 1976. Theory of The Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Volume 3, Hal 305-360.
- Oetami, Woelandari, 2009. *Analisis Hubungan Insider Ownership dengan Fund Return, Fund Turn Over, dan Fund Tax Cost Reksa Dana Saham Periode Oktober 2006 – September 2008*. Universitas Indonesia.
- Pratomo, Wahyu Ario dan Paidi Hidayat. 2007. *Pedoman Praktis Penggunaan Eviews dalam Ekonometrika*. Edisi II. Medan: USU Press.
- Simatupang, Mangasa. 2010. *Pengetahuan Praktis Investasi Saham dan Reksa Dana*. Edisi Pertama. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Sjahrial, Dermawan. 2007. *Manajemen Keuangan Lanjutan*. Edisi Pertama. Jakarta : Mitra Wacana Media.
- Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi 1. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Widjaja, Gunawan dan Almira Prajna Ramaniya. 2006. *Reksa Dana dan Peran Serta Tanggung Jawab Manajer Investasi dalam Pasar Modal*. Edisi Pertama. Jakarta: Kencana Prenada Media Group.
- www.bapepam.go.id
www.bi.go.id