

**PENGARUH EXPENSE RATIO, TURNOVER RATIO,
UKURAN REKSADANA, DAN CASH FLOW TERHADAP
KINERJA REKSADANA
(Periode Tahun 2005-2007)**



SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)
pada Program Sarjana Ekonomi Fakultas Ekonomi
Universitas Diponegoro

Disusun oleh:

A.Evalarazke Widya P.
NIM. C2A 006 001

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS DIPONEGORO**

2011

PENGESAHAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Agatha Evalarazke Widya Pratiwi
Nomor Induk Mahasiswa : C2A006001
Fakultas / Jurusan : Ekonomi / Manajemen
Judul Sripsi : **“PENGARUH EXPENSE RATIO, TURNOVER
RATIO, UKURAN REKSADANA, DAN CASH
FLOW TERHADAP KINERJA REKSADANA”**
Dosen Pembimbing : Muhamad Syaichu, SE., M.Si.

Semarang, 22 Desember 2010

Dosen Pembimbing,

Muhamad Syaichu, SE., M.Si
NIP. 19670720 199903 1002

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Penyusun : Agatha Evalarazke Widya Pratiwi
Nomor Induk Mahasiswa : C2A006001
Fakultas / Jurusan : Ekonomi / Manajemen
Judul Sripsi : **PENGARUH EXPENSE RATIO, TURNOVER
RATIO, UKURAN REKSADANA, DAN CASH
FLOW TERHADAP KINERJA REKSADANA
(Periode Tahun 2005-2007)**

Telah dinyatakan lulus ujian akhir pada tanggal 10 Januari 2011.

Tim Penguji:

1. Muhamad Syaichu, SE., M.Si. (.....)
2. Drs. A. Mulyo Haryanto, M.Si. (.....)
3. Dra. Irine D. P. ME (.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini, saya, Agatha Evalarazke Widya Pratiwi, menyatakan bahwa skripsi dengan judul **PENGARUH EXPENSE RATIO, TURNOVER RATIO, UKURAN REKSADANA, DAN CASH FLOW TERHADAP KINERJA REKSADANA (Periode Tahun 2005-2007)** adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini menyatakan dengan sesungguhnya bahwa skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau symbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri dan/ atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin dan tiru, tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas secara sengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 22 Desember 2010

Yang membuat pernyataan

Agatha Evalarazke Widya Pratiwi
NIM. C2A006001

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

MOTTO

Kesuksesan adalah hasil usaha, kerja keras, ketekunan dan kesabaran, kebenaran dan berfikir hingga akhirnya menyerahkan segala sesuatu kepada Yang Maha Kuasa.

PERSEMBAHAN

Skripsi ini penulis persembahkan kepada Allah Bapa di surga, kedua orang tua, bapak ibu guru dan dosen yang telah membirikan ilmunya serta seluruh keluarga besar dan sahabat penulis.

ABSTRACT

Mutual funds are a simple investment in which every person with a long-term investment objectives similar to collect their funds. Then they appoint professional managers to manage the fund in accordance with its investment objective.

This research analyst do Total Expense Ratio, Turn Over, Size and Cash Flow can influence the Mutual Funds performance. We used monthly data of 27 listed Mutual Fund firms in Jakarta stock exchange that have NAV, Ratio, Turn Over, Size and Cash Flow report from 2005-2007. There are 8 stock funds, 9 fixed income funds and 12 mixed funds.

As a research methodology, we used F test and t test to examine hypothesis, also used assumption classic test there are normality (by Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual diagram and Kolmogorov-Sirnov), heteroskedasticity (Park Gleyser), multicolinierity, linierity (MWD Test) and autocorrelation test to testing sample. The results show that in a simultaneous manner funds characteristics (Expense Ratio, Turnover Ratio, Size, CashFlow) have influence in the amount of 22%. Furthermore, the results indicate that in a partial manner Expense Ratio, Turnover Ratio and Size positively significant influence toward funds performance and Cash Flow negatively significant influence toward funds performance.

Keyword: expense ratio, turnover ratio, size, cash flow, mutual fund performance

ABSTRAK

Reksa dana adalah sarana investasi yang sederhana dimana setiap orang dengan tujuan investasi jangka panjang yang sama mengumpulkan dana mereka. Kemudian mereka menunjuk manajer yang profesional untuk mengelola dana tersebut sesuai dengan tujuan investasinya.

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui bagaimana pengaruh Expense Ratio, Turn Over, Ukuran Reksadana dan Cash Flow terhadap Kinerja Reksadana dengan menggunakan Sharpe's Index. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data bulanan NAB, expense ratio, turnover ratio dan cash flow dari 27 Reksa Dana pada periode 2005-2007. Dua puluh tujuh reksadana dengan periode pengamatan selama 3 tahun meliputi 8 reksadana saham, 9 reksadana pendapatan tetap, dan 12 reksadana campuran.

Metode yang digunakan adalah uji asumsi klasik dengan menggunakan uji normalitas (diagram Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual dan Kolmogorov-Sirnov), uji heteroskedastisitas, Multikolinieritas Test, uji linieritas, Autocorrelation Test. Metode yang digunakankan untuk menguji hipotesis adalah F Test dan t Test. Hasil pengujian menunjukkan secara simultan karakteristik Expense Ratio, Turnover Ratio, Ukuran Reksadana, dan Cash Flow berpengaruh terhadap kinerja Reksa Dana sebesar 22%. Hasil pengujian secara parsial menunjukkan Expense Ratio, Turnover Ratio dan Ukuran Reksadana berpengaruh positif terhadap kinerja dan Cash Flow berpengaruh secara negatif terhadap kinerja Reksa Dana.

Kata kunci : *expense ratio, turnover ratio, ukuran reksadana, cash flow, kinerja reksadana*

KATA PENGANTAR

Puji syukur Penulis panjatkan ke hadirat Tuhan Yang Maha Esa yang telah melimpahkan rahmat dan anugerah-Nya, sehingga Penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul Pengaruh Expense Ratio, Turnover Ratio, Ukuran Reksadana dan Cash Flow terhadap Kinerja Reksadana. Penulis menyadari bahwa studi yang dilakukan masih jauh dari sempurna dan belum sedetil yang diharapkan dikarenakan keterbatasan-keterbatasan yang ada. Namun demikian, Penulis percaya bahwa hal ini tidak mengurangi arti dari penelitian yang telah dilakukan.

Industri reksa dana di Indonesia masih sangat baru. Banyak investor yang masih berada dalam proses pengenalan produk. Di samping itu, produk yang ditawarkan juga sangat beragam. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi bagi pelaku pasar modal Indonesia, khususnya pelaku industri reksa dana, dalam memberikan gambaran karakteristik investasi pada industri ini serta kesesuaian antara produk yang ada dengan kebutuhan investor. Gambaran karakteristik ini kiranya jugadapat dijadikan masukan bagi pengembangan industri reksa dana serta penetapan kebijakan dan peraturan mengenai reksa dana di pasar modal Indonesia.

Penulis mengucapkan terima kasih kepada :

1. Bapak Muhamad Syaichu, SE., MSi. selaku Dosen Pembimbing atas ketulusan hati dan kesabarannya dalam membimbing penulis.
2. Bapak Drs. Prasetyono MSi. selaku dosen wali yang telah membimbing penulis dari awal hingga akhir studi di Fakultas Ekonomi UNDIP

3. Bapak Dr. H. Moch. Chabachib, M.Si, Akt selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.
4. Kedua orang tua, Drs. Andreas Slamet dan Aster Menanti Usadani, BA terima kasih atas didikan dan tuntunan selama ini.
5. Seluruh Staf Fakultas Ekonomi UNDIP.
6. Seluruh guru (*past, present and future*) yang dengan tulus memberikan ilmunya kepada penulis.
7. Bapepam dan Pojok BEJ Fakultas Ekonomi UNDIP yang telah menyediakan data yang menjadi objek penelitian skripsi ini.
8. Keluarga yang ada di Jakarta, Tante Maya, Om Rin, Mbak Wiendy, Akira, terima kasih telah menemaniku ketika mencari data di Jakarta. Serta seluruh keluarga besar.
9. Fajar Kurniawan K. K. yang aku sayangi, terima kasih banyak untuk semangat dan waktunya. Terima kasih juga untuk tidak mengeluh menemaniku panas, hujan, serta susah dan senang dalam mengerjakan skripsi ini.
10. Dian Meshanti, Anna Ratri, Rahajeng Rima, meski kehidupan tidak semulus jalan tol, tapi masih banyak jalan alternatif untuk dilalui, terima kasih untuk pelajaran hidupnya.
11. Henricus Aland, Edo Andrianto, Richardus Chandra, Wulan kalian selalu bisa membuatku tertawa. Terima kasih untuk selalu bisa menghiburku dan menemani selama kuliah di Undip. Meskipun sering jadi pelampiasan curahan hatiku saat marah, sedih, susah semua bisa berubah jadi tawa.
12. Sepupuku Jati Puspita Sari, kita memang selalu jadi *sista in crime*.
13. Teman-teman PRMK Mas Erik, Mas Lukas, Kak Frido, Mas Inug, Mas Bintoro, Dio, Rani, Seto, Levi, Willy, Vitalis, Priska, Andre, Clau, Agus, Astri, Friska dan semua teman-teman PRMK FE UNDIP yang tidak bisa disebutkan satu-persatu karena banyak sekali. Terima kasih sudah diijinkan menjadi bagian dari keluar ini. Meskipun beda angkatan, beda usia tetapi kita masih bisa nyambung.

14. Mas Wisnu dan Mas Oka terima kasih sudah menjadi penasihat yang baik saat aku lagi jatuh dan membuatku semakin percaya bahwa Tuhan memang selalu menjawab doa kita dengan cara-Nya sendiri. Mas Mae, trima kasih untuk selalu mengingatkan untuk mngerjakan skripsi.
15. Teman-teman Komunitas Film dan Multimedia, terima kasih atas dukungannya meskipun project film menjadi tertunda.
16. Semuanya yang aku kenal di Wisma Dridjarkara, Om Dodi, terima kasih atas *gembelngannya*, Kristin, Mas Luluk, Mas Stev, Tian, Sita, Ucok, Nanda, Puput, Mas Andang, Mas Pindang, Mas Triono, yang sudah selalu bertanya perkembangan skripsi ini.
17. Teman-teman Majemen Undip angkatan 2006, Aprilia, Pradana Jaka, Frendy, Ropinov Saputro, Nadya terima kasih atas kebersamaannya selama menempuh kuliah di Universitas Diponegoro.
18. Dan semua pihak yang belum sempat disebut namanya satu-persatu, terima kasih telah menjadi bagian dalam hidupku.

Penulis menyadari bahwa studi ini belum sempurna. Karena itu, masukan dari berbagai pihak sangat penulis harapkan. Penulis berharap pula, studi ini dapat mendorong penelitian-penelitian lanjutan mengenai investasi reksa dana, sebagai kontribusi yang dapat diberikan untuk mewujudkan industri reksa dana Indonesia yang semakin tangguh dan kompetitif pada masa yang akan datang.

Akhir kata, semoga skripsi ini bisa memberikan manfaat bagi pengembangan ilmu pengetahuan.

Semarang, Desember 2010

Penulis

DAFTAR ISI

JUDUL	i
PENGESAHAN SKRIPSI	ii
PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN.....	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI	iv
MOTTO DAN PERSEMBAHAN	v
ABSTRAK	vi
KATA PENGANTAR	viii
DAFTAR ISI.....	xi
DAFTAR TABEL.....	xvi
DAFTAR GAMBAR	xvii
DAFTAR LAMPIRAN	xviii
BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan masalah.....	9
1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian	
1.3.1 Tujuan Penelitian.....	9
1.3.2 Manfaat Penelitian.....	10
1.4 Sistematika Penulisan	12
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	
2.1 Tinjauan Pustaka	13
2.1.1 Reksadana	13
2.1.1.1 Pengertian Reksadana	13

2.1.2 Pengelolaan Reksadana.....	16
2.1.3 Jenis dan Karakteristik Reksadana.....	20
2.1.3.1 Reksadana Dilihat dari Segi Bentuknya.....	20
2.1.3.2 Reksadana Dilihat dari Sifatnya.....	21
2.1.3.3 Reksadana Dilihat dari Tujuan Investasi.....	22
2.1.3.4 Reksadana Dilihat dari Portofolio Investasinya.....	23
2.1.4 Biaya-biaya dalam Reksadana.....	25
2.1.5 Keuntungan dan Risiko Berinvestasi Melalui Reksadana.....	28
2.1.5.1 Keuntungan Berinvestasi Melalui Reksadana.....	28
2.1.5.2 Risiko Berinvestasi Melalui Reksadana.....	32
2.1.6 Kinerja Reksadana.....	34
2.1.6.1 Sharpe's Measure.....	35
2.1.6.2 Treynor's Measure.....	37
2.1.6.3 Jensen's Measure.....	39
2.1.7 Expense ratio.....	41
2.1.8 Pengaruh Expense Ratio Terhadap Kinerja Reksadana.....	42
2.1.9 Turnover Ratio.....	43
2.1.10 Pengaruh Turnover Ratio Terhadap Kinerja Reksadana.....	44
2.1.11 Ukuran Reksadana.....	45
2.1.12 Pengaruh Ukuran Reksadana Terhadap Kinerja Reksadana.....	46
2.1.13 Cash Flow.....	48
2.1.14 Pengaruh Cash Flow Terhadap Kinerja Reksadana.....	50
2.2 Penelitian Terdahulu.....	51

2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis	59
2.4 Perumusan Hipotesis	61
BAB III METODOLOGI PENELITIAN	
3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional.....	62
3.1.1 Variabel Penelitian.....	62
3.1.2 Definisi Operasional.....	62
3.1.2.1 Kinerja Reksadana	63
3.1.2.2 Expense Ratio.....	64
3.1.2.3 Turnover Ratio.....	65
3.1.2.3 Ukuran Reksadana.....	65
3.1.2.4 Cash Flow	65
3.2 Populasi dan Sampel Penelitian	66
3.3 Jenis dan Sumber Data	67
3.4 Metode Pengumpulan Data.....	67
3.5 Metode Penelitian.....	68
3.5.1 Analisis Regresi Berganda	68
3.6 Metode Analisis Data.....	69
3.6.1 Uji Asumsi Klasik	69
3.6.1.1 Uji Multikolinearitas.....	70
3.6.1.2 Uji Autokorelasi.....	71
3.6.1.3 Uji Heteroskedastisitas	72
3.6.1.4 Uji Normalitas.....	73
3.7 Prosedur Pengujian Hipotesis	74

3.7.1 Uji Signifikansi Parsial (Uji-T).....	74
3.7.2 Uji Koefisien Determinasi (R^2).....	74
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN	
4.1 Deskripsi Obyek Penelitian.....	75
4.2 Statistik Deskriptif	77
4.3 Uji Asumsi Klasik.....	80
4.3.1 Uji Multikolinearitas	80
4.3.2 Uji Autokorelasi.....	81
4.3.3 Uji Heteroskedastisitas.....	82
4.3.4 Uji Normalitas.....	83
4.4 Analisis regresi Berganda	86
4.4.1 Uji Signifikansi Simultan (Uji-F)	86
4.4.2 Uji Signifikansi Parsial (Uji-T).....	87
4.4.3 Uji Koefisien Determinasi (R^2).....	90
4.5 Pembahasan.....	91
4.5.1 Variabel Expense Ratio.....	92
4.5.2 Variabel Turnover Ratio	94
4.5.3 Variabel Ukuran Reksa Dana.....	95
4.5.4 Variabel Cash Flow.....	96
4.5.5 Koefisien Determinasi.....	97
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN	
5.1 Kesimpulan	99
5.2 Keterbatasan Penelitian.....	100

5.3 Saran.....	101
DAFTAR PUSTAKA	104
LAMPIRAN	
Lampiran A	
Resume Aktivitas Reksadana.....	109
Lampiran B	
Hasil Olah SPSS.....	145
Lampiran C	
Surat Ijin Penelitian.....	149

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Perkembangan Industri Reksa Dana Periode 1996-2004.....	3
Tabel 1.2 Posisi Jenis Reksa Dana Per 22 Maret 2005	5
Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu	54
Tabel 4.1 Reksadana Saham	76
Tabel 4.2 Reksadana Pendapatan Tetap.....	76
Tabel 4.3 Reksadana Campuran.....	77
Tabel 4.4 Descriptive Statistics.....	78
Tabel 4.5 Uji Multikolinearitas	80
Tabel 4.6 Uji Durbin-Watson.....	81
Tabel 4.7 Uji White.....	83
Tabel 4.8 Uji Kolmogorov-Smirnov	85
Tabel 4.9 Hasil Analisis Regresi Berganda dengan Uji-F	86
Tabel 4.10 Hasil Analisis Regresi Berganda dengan Uji-T	87
Tabel 4.11 Hasil Analisis Regresi Berganda dengan Adjusted S Square	90

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Mekanisme Kinerja Reksadana.....	14
Gambar 2.2 Kerangka Pemikiran Teoritis	60
Gambar 4.1 Scatterplot.....	82
Gambar 4.2 Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual	84

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran A	
Resume Aktivitas Reksadana.....	109
Lampiran B	
Hasil Olah SPSS.....	145
Lampiran C	
Surat Ijin Penelitian.....	149

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Reksa Dana adalah salah satu wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal yang mempunyai tujuan investasi yang bersamaan. Investasi reksadana merupakan investasi yang disebarakan (diversifikasi) pada sekian alat investasi yang diperdagangkan di pasar modal dan pasar uang, seperti Saham, Obligasi, dan *Commercial Paper*. Reksa Dana merupakan salah satu alternatif investasi bagi masyarakat pemodal khususnya pemodal kecil dan pemodal yang tidak memiliki waktu dan keahlian untuk menghitung resiko atas investasi mereka (Darmadji, 2001:147). Reksa Dana juga merupakan sarana investasi yang sederhana dimana setiap orang dengan tujuan investasi jangka panjang yang sama mengumpulkan dana mereka. Menurut Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995 pasal 1 ayat 27 telah diberikan definisi “Reksa Dana adalah suatu wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi”. Dengan kata lain, Reksa Dana merupakan wadah berinvestasi secara kolektif untuk ditempatkan dalam portofolio berdasarkan kebijakan investasi yang ditetapkan oleh *fund manager* atau manajer investasi.

Investasi dalam bentuk reksadana berarti investor mempercayakan pengelolaan investasinya pada pihak lain. Para investor reksadana mempunyai alasan yang beragam untuk tidak mengelola sendiri investasinya, misalnya keterbatasan

waktu, keterbatasan pengetahuan tentang pasar, transfer risiko maupun pertimbangan target ekspektasi *return* dari investasi tersebut. Manajer investasi selaku pihak yang dipercaya mengelola investasi reksadana, pada umumnya dalam bentuk usaha Perseroan Terbatas. Manajer investasi dengan bekal keahlian profesionalnya, mengelola dana tersebut pada suatu jenis investasi yang dianggap paling menguntungkan.

Sejak diperkenalkannya reksa dana di Indonesia pada tahun 1996 hingga sekarang (tahun 2010), reksa dana telah mengalami pertumbuhan yang cukup menggembirakan, meskipun sempat mengalami penurunan ketika terjadi krisis ekonomi. Reksa Dana mulai diperkenalkan di Indonesia tepatnya pada tanggal 7 September 1995 ketika BAPEPAM memberikan pernyataan efektif atas sebuah Reksa Dana Perseroan bersifat tertutup, yakni PT. BDNI Reksa Dana. Walaupun masih tergolong baru, instrumen ini berkembang dengan pesat. Berdasarkan data BAPEPAM (2008), pada akhir bulan Desember 2004 sudah tercatat sebanyak 246 Reksa Dana. Padahal pada tahun 1996 baru berdiri sebanyak 25 Reksa Dana

Tabel 1.1

Perkembangan Industri Reksa Dana Periode 1996-2004

Tahun	Jumlah Reksa Dana	Nilai Aktiva Bersih (dalam triliun rupiah)	Jumlah Pemegang Unit Penyertaan
1996	25	2.782	24.441
1997	77	4.916	20.234
1998	81	29.992	15.482
1999	83	4.974	24.127
2000	94	5.515	39.487
2001	108	8.003	51.723
2002	131	46.613	125.820
2003	186	69.477	171.712
2004	246	104.037	299.063
2005	327	29.176	275.128

Sumber: situs bapepam

Data memperlihatkan sejak 1996 sampai 2004 produk reksa dana tumbuh pesat dan terus mengalami pertumbuhan yang signifikan. Setiap tahun rata-rata muncul lebih dari 10 reksa dana baru yang akan semakin memberikan banyak pilihan investasi bagi masyarakat pemodal.

Pertumbuhan reksa dana yang cukup menggembirakan tersebut disebabkan oleh keunggulan-keunggulan yang ada pada reksa dana yaitu: *pertama* skala ekonomis dalam akses ke pasar modal dan adanya diversifikasi investasi, dan *kedua* manajemen yang profesional. Bagi investor dengan dana terbatas, investasi secara langsung membutuhkan biaya transaksi yang besar untuk mencapai tingkat diversifikasi investasi, di mana diversifikasi pun hanya dapat dilakukan pada ragam portofolio yang terbatas. Selain itu,

investasi melalui perusahaan investasi, investor tidak perlu bersusah payah memikirkan kerumitan investasi yang biasanya dialami saat melakukan investasi langsung, misalnya mengenai keputusan beli atau jual sendiri, pencatatan transaksi (berhubungan dengan pajak), serta pemantauan risiko portofolio secara menyeluruh.

Sebelum berinvestasi di reksa dana kita perlu mengetahui jenis reksa dana apa yang sesuai dengan tujuan dan kebutuhan investasi kita. Jenis-jenis reksa dana yang tersedia di Indonesia ada empat berdasarkan kategori instrumen dimana reksa dana melakukan investasi, karakteristik potensi keuntungan dan risikonya, yaitu: reksa dana pasar uang, reksa dana pendapatan tetap, reksa dana saham dan reksa dana campuran.

Reksa dana pendapatan tetap yang 80 persen portofolio investasinya pada efek yang berbentuk surat utang seperti obligasi, reksa dana pasar uang yang portofolio investasinya pada jenis instrumen pasar uang seperti SBI, reksa dana saham yang portofolio investasinya terdiri dari saham dan reksa dana campuran yang instrumen investasinya bisa berbentuk saham dan obligasi atau dikombinasikan dengan instrumen lainnya.

Tabel 1.2

Posisi Jenis Reksa Dana Per 22 Maret 2005

No	Posisi Jenis Reksa Dana	Nilai Aktiva Bersih	%
1	Reksa Dana Pendapatan Tetap	85,672,094,098,708.00	79.88%
2	Reksa Dana Pasar Uang	9,644,655,481,991.00	8.99%
3	Reksa Dana Campuran	7,582,451,326,817.00	7.07%
4	Reksa Dana Saham	4,356,112,128,084.00	4.06%
Total		107,255,313,035,600.00	100%

Sumber: situs Bapepam

Memilih reksadana yang akan memberikan pengembalian seperti yang diharapkan, membutuhkan cara pandang dan analisa yang tepat. Ada beberapa pertimbangan yang harus diperhatikan investor ketika berinvestasi pada reksa dana. Pertimbangan utama investor pada umumnya adalah kinerja historis. Pertimbangan lainnya adalah risiko, besarnya biaya, tinggi rendahnya harga atau NAB/Unit, besarnya aset yang dikelola reksa dana (ukuran reksa dana), laporan investasi dan komunikasi dengan manajer investasi (Pratomo dan Nugraha, 2009).

Investor dalam menentukan pilihan investasinya dalam reksa dana tentu melakukan penilaian terhadap kinerjanya. Kinerja merupakan objek yang menarik untuk diteliti, terlebih bagi investor yang tertarik untuk melakukan investasi melalui reksa dana. Pengukuran kinerja Reksa Dana dapat dilakukan dengan menggunakan suatu model atau parameter yang bisa diterima secara universal dimana seringkali dikaitkan dengan *return* dan risiko (*risk-adjusted performance*), baik risiko total (*Sharpe Ratio*) maupun risiko sistematis (*Treynor Index* dan *Jensen Alpha*). Hal ini dikarenakan pengukuran kinerja Reksa Dana tanpa memperhitungkan unsur risiko justru akan menghasilkan informasi yang menyesatkan bagi para investor.

Pengukuran kinerja investasi dilakukan untuk mengukur tingkat pengembalian (*return*) dan risiko. Tiga pengukuran kinerja portfolio yang seringkali digunakan hingga saat ini adalah dengan indeks Sharpe's (1966), indeks Treynor's (1965) dan indeks Jensen's (1968). Ketiga model menggunakan konsep Garis pasar modal (*Capital Market Line*). Pengukuran kinerja portfolio tidak hanya dinilai secara individu tetapi juga dilakukan secara membandingkan dengan portfolio lainnya sebagai *benchmark*. Fokus pembahasan dalam

penelitian ini adalah bagaimana memilih reksa dana saham sebagai saluran investasi khususnya faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja reksa dana saham.

Terdapat beberapa factor yang mempengaruhi kinerja reksa dana. Perlu diingatkan kembali bahwa kinerja Reksadana yang diketahui melalui naik-turunnya NAB/Unit sudah termasuk biaya-biaya pengelolaan, namun diluar biaya pembelian (*selling fee*) atau biaya penjualan kembali (*redemption fee*). Dalam mengelola reksa dana tentunya ada biaya-biaya yang harus dikeluarkan oleh investor kepada pengelola reksa dana, salah satunya adalah *Expense Ratio*. *Expense Ratio* merupakan pembandingan antara biaya operasional reksa dana terhadap dana yang dikelola. Beberapa penelitian terkait dengan pengaruh *Expense Ratio* menyebutkan hasil yang berbeda-beda. Menurut O'neal dan Page (2000) *Expense Ratio* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kinerja reksa dana. Penelitian ini dikuatkan oleh Grinblatt dan Titman (1989) dimana *Expense Ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja reksa dana. Berbeda Chen et al (2003) yang menemukan bahwa ada hubungan yang positif signifikan antara *Expense Ratio* dengan kinerja reksa dana. Ippolito (1989) juga mengatakan bahwa *Expense Ratio* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap Kinerja Reksadana.

Turnover ratio merupakan perubahan portofolio dari reksa dana. Reksa dana dengan *Turnover Ratio* yang tinggi menunjukkan bahwa manajer Investasi melakukan aktivitas pembelian maupun penjualan portofolio dengan frekuensi yang tinggi dalam usaha mengantisipasi perubahan pasar. Menurut Dennis P, Manrung, dan Nanchrowi (2004) menyatakan bahwa *Turnover Ratio* memiliki hubungan yang signifikan positif terhadap kinerja dari reksa dana. Namun terdapat penelitian yang menyatakan berbeda. Menurut

Philpot, Heart, Rimbey, Schulman (1998) *Turnover Ratio* memiliki hubungan yang signifikan negatif dengan kinerja reksa dana.

Semakin besarnya jumlah aset atau ukuran sebuah Reksadana, seharusnya akan memberikan fleksibilitas yang lebih tinggi pada Reksadana tersebut dalam memberikan pelayanan terbaik kepada nasabahnya. Semakin besar aset akan semakin memudahkan terciptanya *economies of scale* yang dapat berdampak pada penurunan biaya-biaya yang dibebankan kepada nasabah secara tidak langsung seperti biaya manajemen, biaya kustodian, biaya transaksi dan biaya lain-lainnya. Juga biaya yang bersifat tetap seperti biaya auditor, dengan makin besarnya dana yang dikelola secara persentase akan juga menurun. Hal ini berdampak positif kepada kinerja atau hasil investasi yang dapat diberikan kepada investor. Pemikiran tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan Nurwahyudi (2006) bahwa ukuran reksa dana (*size*) memiliki hubungan signifikan positif terhadap kinerja reksa dana. Penelitian yang dilakukan oleh Philpot, Heart, Rimbey, Schulman (1998) juga menyatakan hal yang sama bahwa ukuran reksa dana (*size*) memiliki hubungan signifikan positif terhadap kinerja reksa dana. Otten dan Bams (2002) dalam penelitiannya terhadap reksadana di beberapa Negara Eropa yaitu Perancis, Jerman Belanda dan Inggris mengatakan "*Fund asset are positively related with Mutual Fund Performance*" Namun terdapat beberapa penelitian yang menyatakan berbeda, seperti penelitian yang dilakukan oleh Grinbalt dan Titman (1989) bahwa ukuran reksa dana (*size*) mempengaruhi kinerja reksa dana secara negatif signifikan. Menurut Dahlquit, Engstom, dan Soderlind (2000) ukuran reksa dana (*size*) juga memiliki hubungan yang signifikan negatif terhadap kinerja reksa dana.

Aktivitas operasional reksa dana mengacu pada pembelian dan penjualan produk-produk yang ditawarkan. Penelitian yang dilakukan O'neal, dan Page (2000) menyatakan bahwa ada hubungan yang signifikan positif antara *Cash Flow* dengan reksa dana yang memiliki kinerja sedang dan tinggi. Penelitian ini juga didukung oleh Nurwahyudi (2006) yang menyatakan bahwa *Cash Flow* memiliki pengaruh signifikan positif terhadap kinerja reksa dana. Aliran kas masuk yang tinggi akan meningkatkan pendapatan investasi sehingga akan memperbaiki kinerja reksa dana itu sendiri. Namun berbeda berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Frino, Lepone, Wong (2006), bahwa *Cash Flow* berpengaruh signifikan negative terhadap kinerja reksa dana.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah di atas, dimana terdapat inkonsistensi hasil penelitian terdahulu, maka dapat dirumuskan masalah penelitian yaitu terdapat research gap antara penelitian-penelitian terdahulu. Terdapat perbedaan hasil penelitian tentang variable-variabel *Expense Ratio*, Turn Over, Ukuran reksa dana dan *Cash Flow* Reksa Dana terhadap kinerja reksa dana.

Berdasarkan uraian di atas maka pertanyaan penelitian yang diajukan adalah sebagai berikut:

- 1) Bagaimana pengaruh *Expense Ratio* terhadap kinerja reksa dana?
- 2) Bagaimana pengaruh *Turnover Ratio* terhadap kinerja reksa dana?
- 3) Bagaimana pengaruh ukuran reksa dana terhadap kinerja reksa dana?
- 4) Bagaimana pengaruh *Cash Flow* terhadap kinerja reksa dana?

1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Tujuan yang ingin dicapai penulis dari penelitian ini, dengan berdasarkan masalah-masalah yang tercantum dalam identifikasi masalah adalah sebagai berikut

- 1) Untuk mengetahui bagaimana pengaruh *Expense Ratio* terhadap kinerja reksa dana.
- 2) Untuk mengetahui bagaimana pengaruh *Turnover Ratio* terhadap kinerja reksa dana
- 3) Untuk mengetahui bagaimana pengaruh ukuran reksa dana terhadap kinerja reksa dana.
- 4) Untuk mengetahui bagaimana pengaruh *Cash Flow* terhadap kinerja reksa dana.

1.3.2 Manfaat Penelitian

1. Bagi Manajer Investasi

Hasil penelitian ini memberikan gambaran mengenai kinerja yang mereka lakukan dalam mengelola reksa dana selama ini. Penelitian ini juga memberikan informasi kepada Manajer Investasi bagaimana pengaruh variabel-variabel dalam penelitian ini terhadap kinerja reksa dana yang mereka kelola, sehingga Manajer Investasi dapat mengetahui langkah selanjutnya untuk meningkatkan Kinerja Reksa Dana.

2. Bagi Investor

Hasil penelitian ini memberi gambaran Kinerja Reksa Dana dan bagaimana variabel *Expense Ratio*, *Turnover Ratio*, Ukuran Reksa Dana dan *Cash Flow* terhadap Kinerja Reksadana sehingga dapat digunakan sebagai

refrensi untuk memilih Reksa Dana mana yang akan dipilih untuk menanamkan Investasinya.

3. Bagi Akademisi

Hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai tambahan pegetahuan bagaimana Expense Ratio, Turnover Ratio, Ukuran Reksda Dana dan Cash Flow berpengaruh terhadap kinerja Reksa Dana. Hasil penelitian ini juga dapat digunakan sebagai refrensi bagi akademisi yang ingin melakukan penelitian sejenis.

1.4 Sistematika Penulisan

Penulisan skripsi ini disajikan dalam lima bab. Penjelasan masing-masing bab dapat diuraikan sebagai berikut :

BAB I. PENDAHULUAN

Bab Pendahuluan diuraikan mengenai latar belakang permasalahan, perumusan masalah, tujuan dan kegunaan penelitian serta sistematika penulisan karya ilmiah penelitian.

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

Bab Tinjauan Pustaka berisi tentang landasan teori penunjang penelitian, penelitian terdahulu yang sejenis, kerangka pikir dan hipotesis yang diajukan dalam penelitian.

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

Bab Metodologi Penelitian berisi variabel penelitian yang digunakan, definisi operasional, penentuan sampel, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data dan metode analisis yang digunakan dalam penelitian.

BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN

Bab Hasil dan Pembahasan berisi gambaran umum objek penelitian, analisis data dan pembahasan hasil penelitian

BAB V PENUTUP

Bab Penutup berisi kesimpulan dan saran yang diberikan berkaitan dengan hasil penelitian bagi pihak yang berkepentingan

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Landasan Teori

2.1.1. Reksa Dana

2.1.1.1. Pengertian Reksa Dana

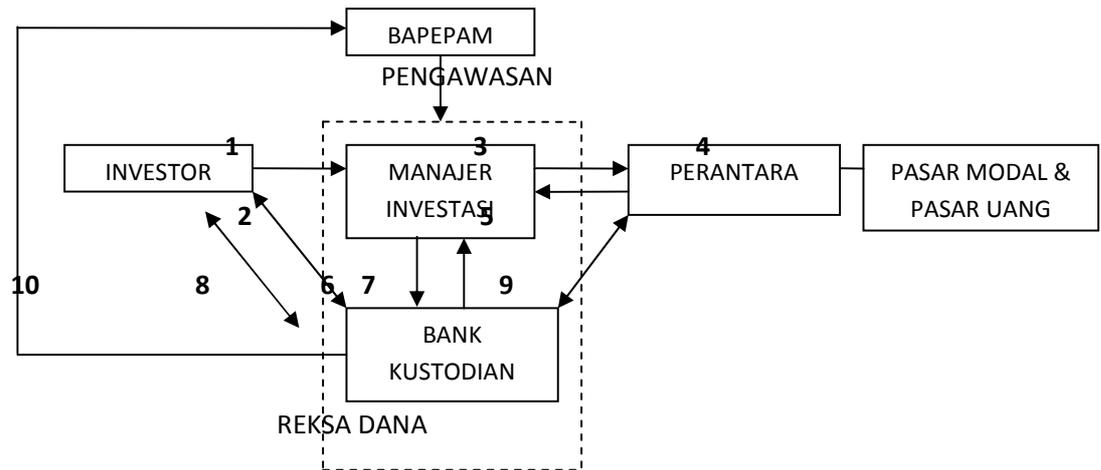
Secara umum Reksa dana yang dalam adalah wadah dan pola pengelolaan dana bagi sekumpulan investor untuk berinvestasi dalam instrumen-instrumen investasi yang tersedia di Pasar dengan cara membeli unit penyertaan Reksa Dana. Dana ini kemudian dikelola oleh Manajer Investasi (MI) ke dalam portofolio investasi, baik berupa saham, obligasi, pasar uang ataupun efek atau sekuriti lainnya.

Reksa Dana berasal dari kata “Reksa” yang berarti jaga atau pelihara dan kata “Dana” berarti uang. Sehingga Reksa Dana pada umumnya diartikan sebagai kumpulan uang yang dipelihara. Reksa dana yang dalam bahasa asalnya disebut mutual fund adalah salah satu investasi dimana para investor secara bersama-sama melakukan investasi dalam suatu himpunan dana untuk diinvestasikan dalam berbagai bentuk investasi seperti saham, obligasi, ataupun melalui tabungan atau sertifikat deposito di bank-bank. Dengan demikian reksa dana adalah diversifikasi dalam portofolio yang dikelola oleh manajer investasi di perusahaan reksa dana (Asril Sitompul, 2002:2)

Di luar negeri, terdapat bermacam istilah yang digunakan untuk reksa dana. Misalnya di Amerika Serikat, reksa dana dikenal dengan istilah *Mutual Fund*, Di Inggris dikenal dengan sebutan *Unit Trust*, sedangkan di Jepang disebut sebagai *Investment Trust*.

Gambar 2.1

Mekanisme Kerja Reksa Dana



Sumber: Eko Priyo Pratomo & Ubaidillah Nugraha, Reksa Dana Solusi Perencanaan Investasi di Era Modern, Cetakan Ketiga, PT. Gramedia Pustaka Utama, Jakarta, 2009, Hal. 45

Keterangan gambar 2.1

1. Permohonan pembelian (investasi) atau penjualan kembali (pencarian) unit penyertaan.
2. Penyetoran dana pembelian unit penyertaan atau pembayaran hasil penjualan kembali.
3. Perintah transaksi investasi
4. Eksekusi transaksi investasi
5. Konfirmasi transaksi

6. Perintah penyelesaian investasi
7. Penyelesaian transaksi dan penyimpanan harta
8. Informasi Nilai Aktiva Bersih/Unit Penyertaan (NAB/Unit) secara harian melalui media masa.
9. Laporan evaluasi harian dan bulanan
10. Laporan bulanan kepada Bapepam &LK

Berdasarkan Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995 pasal 1 ayat 27 telah diberikan definisi sebagai berikut : “Reksa dana adalah wadah yang dipergunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi”.

Sesuai dengan definisi yang telah disebutkan reksa dana memiliki beberapa karakteristik :

- 1) Kumpulan dana dan pemilik dimana pemilik adalah berbagai pihak yang menginvestasikan dananya ke reksa dana dengan variasi tujuan.
- 2) Reksa dana diinvestasikan pada efek-efek yang dikenal dengan instrumen investasi seperti saham, obligasi, sertifikat deposito, future, dan lain-lain.
- 3) Manajer investasi dipercaya sebagai pengelola dana milik masyarakat investor.

2.1.2. Pengelolaan Reksa Dana

Terdapat dua pihak yang terlibat langsung dalam pengelolaan reksa dana (Pratomo, 2009). Pertama adalah Manajer Investasi. Manajer Investasi merupakan pihak yang

berperan penting dalam kegiatan investasi reksa dana. Manajer Investasi yang dimaksud adalah sebuah perusahaan yang kegiatan usahanya mengelola portofolio efek milik investor.

Manajer Investasi harus memiliki ijin dari Bapepam dengan memenuhi syarat-syarat yang diajukan. Salah satunya adalah (Pratomo, 2009) paling tidak ada seorang direksi dan seorang staf perusahaan yang telah mendapat ijin perorangan sebagai Wakil Manajer Investasi yang baru diperoleh setelah calon Wakil Manajer Investasi tersebut mengikuti ujian yang diadakan oleh Asosiasi Standar Profesi Pasar Modal.

Manajer Investasi memiliki beberapa hal yang harus diperhatikan meliputi kewajiban dan larangan yang dijabarkan sebagai berikut (Darmadji, 2001):

1. Kewajiban Manajer Investasi

Manajer Investasi selain memiliki wewenang penuh dalam pengelolaan reksa dana, memiliki kewajiban yang telah ditentukan Bapepam, antara lain:

- a. Membuat catatan yang menyimpan segala pertimbangan dalam mengambil keputusan dalam melakukan investasi dalam portofolio reksa dana seperti yang telah ditetapkan dalam kebijakan investasi yang telah dimuat dalam kontrak, sesuai dengan perundang-undangan pasar modal.
- b. Memperhatikan dan mematuhi Pedoman Pengelolaan Reksa Dana (peraturan nomor IV.A>3 dan nomor IV.B.!))
- c. Menyampaikan hal yang sebenarnya kepada masyarakat menyangkut kinerja dan informasi reksa dana yang dikelola.
- d. Menghitung Nilai Pasar Wajar dari efek dalam portofolio reksa dana dan menyampaikan kepada bank Kustodian sesuai dengan peraturan nomor IV.C.2 kerja selambat-lambatnya pada pukul 17.00 setiap hari kerja.

- e. Mematuhi ketentuan kepemilikan Unit Penyertaan untuk setiap pemegang Unit Penyertaan yang ditetapkan dalam kontrak, kecuali semata-mata untuk kepentingan manajer Investasi sendiri.
- f. Dengan intikad baik dan penuh tanggung jawab menjalankan tugas sebaik mungkin semata-mata untuk kepentingan pemegang Unit Penyertaan Reksa Dana serta bertanggung jawab penuh atas kerugian yang timbul karena tidak melaksanakan kewajibannya.
- g. Memisahkan harta kekayaan reksa dana dari harta kekayaan manajer Investasi
- h. Terus-menerus meningkatkan system pengawasan intern dengan mengevaluasi system prosedur kegiatan.
- i. Mengutamakan dan mendahulukan kepentingan pemegang Unit Penyertaan, sehubungan dengan pengelolaan reksa dana.
- j. Menjaga kerahasiaan pemegang Unit Penyertaan, kecuali diwajibkan lain oleh peraturan perundang-undangan yang berlaku.

2. Larangan Bagi Manajer Investasi

- a. Memiliki saham/unit penyertaan untuk kepentingan dan atas nama pihak lain.
- b. Memungut komisi atau biaya dari reksa dana yang lebih tinggi dari Perantara perdagangan Efek yang tidak terealisasi, dalam hal manajer Investasi atau afiliasinya bertindak sebagai pengantara Perdagangan Efek.
- c. Menerima imbalan dalam bentuk apapun, baik langsung maupun tidak langsung, yang dapat mempengaruhi Manajer Investasi yang bersangkutan

atau pihak afiliasi untuk membeli atau menjual efek untuk reksa dana. Apabila melanggar diancam dengan pidana kurungan paling lama 1 (satu) tahun dan denda paling banyak Rp 1 Miliar.

- d. Membeli efek yang tidak melalui penawaran umum (IPO), kecuali untuk efek pasar uang.
- e. Membeli efek yang sedang ditawarkan dalam penawaran umum dimana Manajer Investasi bertindak sebagai eisinya.

Pengelola reksa dana berikutnya adalah Bank Kustodian. Bank Kustodian merupakan salah satu fungsi yang dimiliki oleh Bank Umum sebagai tempat penyimpanan kekayaan serta administrator reksa dana, yang meliputi penyelesaian transaksi dengan broker atau bank, registrasi dan pendaftaran efek, dan sebagainya, yang telah mendapat persetujuan dari Bapepam (Pratomo, 2009) dan tidak diperbolehkan terafiliasi dengan manajer investasi, artinya tidak boleh ada hubungan istimewa antara Bank Kustodian dengan Manajer Investasi seperti yang dimaksud dalam pasal 25 ayat (2) Undang-undang Pasar Modal no. 8 tahun 1995.

Sebagai pengelola reksa dana, Bank Kustodian memiliki kewajiban yang harus dipenuhi sebagai berikut (Darmadji, 2001):

1. Melakukan pembukuan sesuai dengan Pedoman Akuntansi Reksa Dana (Praturan Bapepam Nomor VIII.G.8).
2. Mengasuransikan seluruh portofolio reksa dana dengan biaya sendiri.
3. Menghitung Nilai Aktiva Bersih (NAB)/Unit Penyertaan setiap hari bursa berdasarkan Nilai Pasar Wajar dari efek yang termasuk dalam portofolio reksa dana dan mengumumkannya.

4. Menyiapkan laporan kepada Bapepam dan Manajer Investasi sesuai dengan tata cara pelaporan, sesuai dengan peraturan Bapepam nomor X.D.1.
5. Dengan itikad baik dan penuh tanggung jawab menjalankan tugas sebaik mungkin untuk kepentingan pemegang Unit penyertaan reksa Dana serta bertanggung jawab penuh atas kerugian yang timbul karena tidak melaksanakan kewajibannya.
6. Memisahkan harta kekayaan reksa dana dari harta kekayaan Bank Kustodian.
7. Mendaftarkan/mencatatkan portofolio efek reksa dana dalam daftar pemegang efek emiten atas nama bank Kustodian untuk kepentingan pemegang Unit Penyertaan Reksa Dana.
8. Terus-menerus meningkatkan system pengawasan intern dengan mengevaluasi system prosedur kegiatan.
9. Mengutamakan dan mendahulukan kepentingan para pemegang Unit Penyertaan, sehubungan dengan pengelolaan kekayaan reksa dana.
10. Menjaga kerahasiaan pemegang Unit Penyertaan, kecuali diwajibkan lain oleh peraturan perundang-undangan yang berlaku.

2.1.3. Jenis dan Karakteristik Reksa Dana

Pada umumnya semua reksa dana mempunyai kesamaan didalam struktur, tetapi berbeda dalam tujuan. Membedakan reksa dana dapat dilakukan dengan melihat beberapa sudut pandang (Darmadji, 2001)

2.1.3.1. Reksa Dana Dilihat dari Segi Bentuknya

Sebagaimana diatur pada Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal pada pasal 18 ayat (1), reksa dana dapat diklasifikasikan dalam dua bentuk yaitu, **Reksa Dana Perseroan** dan **Reksa Dana Kontrak Investasi Kolektif**. Kedua bentuk Reksa Dana ini sama-sama menghimpun dana dan menginvestasikan dananya pada berbagai instrumen investasi baik yang diperdagangkan di pasar modal maupun di pasar uang.

1. Reksa Dana Berbentuk Perseroan (corporate type)

Dalam bentuk reksa dana ini, perusahaan penerbit reksa dana menghimpun dana dengan menjual saham, dan selanjutnya dana dari hasil penjualan tersebut diinvestasikan pada berbagai jenis efek yang diperdagangkan di pasaran di pasar modal maupun pasar uang. Reksa dana bentuk perseroan dibedakan lagi berdasarkan sifatnya menjadi reksa dana Perseroan yang tertutup dan reksa dana Perseroan terbuka (Darmadji, 2001:149)

2. Reksa Dana berbentuk Kontak Investasi Kolektif (contractual type).

Reksa dana bentuk ini, merupakan kontrak antara Manajer Investasi dengan Bank Kustodian yang mengikat Pemegang Unit Penyertaan, di mana Manajer Investasi diberi wewenang untuk mengelola portofolio investasi kolektif dan Bank Kustodian diberi wewenang untuk melaksanakan penitipan kolektif. Bentuk inilah yang lebih populer dan jumlahnya semakin bertambah dibandingkan dengan reksa dana yang berbentuk Perseroan (Darmadji, 2001:149), sebagaimana diatur dalam Penjelasan pasal 18 ayat (1) Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. Berdasarkan data Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan, seluruh reksa dana yang ada di Indonesia saat ini berbentuk Kontrak Investasi Kolektif.

2.1.3.2. Reksa Dana Dilihat dari Sifatnya

Dilihat dari sifatnya, reksa dana dapat dibedakan menjadi:

1. Reksa Dana bersifat Tertutup(close-end fund)

Merupakan reksa dana yang tidak dapat membeli kembali saham-saham yang telah dijual kepada pemodal. Artinya, pemegang saham tidak dapat menjual kembali sahamnya kepada manajer investasi. Apabila pemilik saham hendak menjual sahamnya, hal tersebut harus dilakukan melalui Bursa Efek tempat saham reksa dana tersebut dicatatkan (Darmadji, 2001:150).

2. Reksa Dana bersifat Terbuka (open-end fund)

Merupakan reksa dana yang menawarkan dan membeli kembali saham-saham menjualnya dari pemodal sampai sejumlah modal yang sudah dikeluarkan. Pemegang saham jenis ini dapat menjual kembali saham/unit pertertaannya setiap saat. Manajer Investasi Reksa Dana, melalui Bank Kustodian, wajib membelinya sesuai dengan NAB per saham/unit pada saat itu (Darmadji, 20001:150).

2.1.3.3. Reksa Dana Dilihat dari Tujuan Investasi

Reksa dana dilihat dari tujuan investasinya dapat dibedakan atas (Darmadji, 2001:151):

1. Growth Fund

Reksa dana yang menekankan pada upaya mengejar pertumbuhan nilai dana. Reksa dana jenis ini biasanya mengalokasikan dananya pada saham.

2. Income Fund

Reksa dana yang mengutamakan pendapatan konstan. Reksa dana jenis ini mengalokasikan dananya pada surat hutang dan obligasi.

3. Safety Fund

Reksa dana yang mengutamakan keamanan daripada pertumbuhan. Reksa dana jenis ini umumnya mengalokasikan danannya di pasar uang, seperti deposito berjangka, sertifikat deposito dan surat hutang jangka pendek.

2.1.3.4. Reksa Dana Dilihat dari Portofolio Investasinya

Pembagian reksa dana ini didasarkan pada komposisi asset yang membentuk reksa dana tersebut, tingkat pengembalian yang dihasilkan, dan tingkat risiko yang dimiliki oleh masing-masing reksa dana (Pratomo,2009).

Jenis-jenis reksa dana berdasarkan Peraturan Bapepam Nomor IV.C.3 tentang Pedoman Pengumuman Harian Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana Terbuka diklasifikasikan dalam empat kategori berdasarkan portofolio investasinya:

1) Reksa Dana Pendapatan Tetap

Merupakan reksa dana yang menginvestasikan dananya minimal 80% dari aktivasinya dalam bentuk efek bersifat utang (Darmadji, 2001:151). Bersifat lebih stabil. Yaitu Reksa dana yang berinvestasi pada instrumen fixed income yang berkualitas baik seperti sertifikat deposito (CD), Commercial Paper (CP), dan sertifikat obligasi yang dikeluarkan oleh perusahaan swasta, BUMN, pemerintah, dll. instrumen-instrumen tersebut memberikan tingkat suku bunga yang lebih tinggi dibandingkan tabungan bank namun tetap bersifat konservatif. Reksa Dana berpendapatan tetap cocok untuk orang yang ingin berinvestasi jangka pendek atau yang tidak ingin mengambil resiko akan kehilangan sebagian nilai investasinya. Namun anda tidak dapat

berharap akan mendapatkan keuntungan yang besar apabila anda mempertimbangkan tingkat inflasi pertahun.

2) Reksa Dana Saham

Merupakan reksa dana yang menginvestasikan dananya minimal 80% dari aktivasinya dalam bentuk efek bersifat ekuitas (Darmadji,2001). Bersifat lebih jangka panjang Reksa dana saham biasanya menginvestasikan dananya pada saham-saham yang dicatatkan dibursa, yang mewakili kepemilikan didalam perusahaan. Reksa dana saham paling cocok untuk orang yang ingin berinvestasi jangka panjang, untuk beberapa tahun bahkan mungkin beberapa dekade. Ide dibelakang reksa dana saham adalah harga-harga saham mengalami kecenderungan naik dan turun didalam jangka pendek, namun sejarah menunjukkan bahwa reksa dana saham menghasilkan keuntungan yang lebih besar dalam jangka panjang dibandingkan dengan investasi pada Fixed income. Jadi, sementara investasi anda pada reksa dana saham mengalami penurunan ataupun kenaikan nilai setiap harinya, dalam jangka panjang hasilnya akan lebih besar daripada anda menginvestasikannya dalam reksa dana pasar uang atau reksa dana campuran, khususnya jika diperbandingkan dengan tingkat inflasi tiap-tiap tahun.

3) Reksa Dana Pasar Uang

Reksa dana jenis ini merupakan reksa dana yang hanya melakukan investasi pada efek bersifat utang dengan jatuh tempo kurang dari 1 (satu) tahun. Tujuannya adalah untuk menjaga likuiditas dan pemeliharaan modal (Darmadji, 2001:150)

4) Reksa Dana Campuran

Merupakan reksa dana yang melakukan investasi dalam efek bersifat ekuitas dan efek bersifat utang yang perbandingannya tidak termasuk dalam definisi reksa dana di atas. Reksa dana campuran berinvestasi baik pada instrumen fixed income jangka pendek maupun pada saham-saham perusahaan yang dicatatkan di bursa. Reksa dana jenis ini mengoptimalkan keuntungannya melalui saham-saham dipasar modal, disisi lain sebagai penyangganya adalah melalui instrumen fixed income.

2.1.4. Biaya-biaya Dalam Reksa Dana

Dalam melakukan investasi, investor juga memperhatikan biaya yang dikenakan pada reksa dana. Biaya-biaya dalam reksa dana memiliki tiga komponen utama (Pratomo,2009), yaitu biaya yang menjadi beban Manajer Investasi, biaya yang menjadi beban Reksa Dana dan biaya yang dibebankan pada investor.

Beberapa jenis biaya yang timbul dalam mengelola reksa dana dibagi dalam beberapa kelompok (Situmorang, 2010:61):

1) Biaya yang menjadi beban reksa dana

Biaya yang dibebankan pada reksa dana itu sendiri terdiri dari:

- a) Imbalan jasa manajer investasi, misalnya sebesar 2% per tahun dihitung dari jumlah NAB reksa dana
- b) Imbalan jasa bank kustodian, misalnya sebesar 0,20% per tahun dihitung dari jumlah NAB reksa dana
- c) Imbalan jasa untuk profesi akuntan publik, notaris, dan konsultan hukum setelah pernyataan pendaftaran reksa dana tersebut dianggap efektif oleh Bapepam.

- d) Biaya operasional yaitu biaya transaksi efek (saham atau obligasi) dan juga registrasi efek dan biaya administrasi pembuatan dan pengiriman prospektus serta biaya pajak yang disebabkan oleh biaya-biaya yang disebutkan di atas.
- 2) Biaya yang menjadi beban manajer investasi
- Tujuan pengelompokan biaya ini adalah supaya lebih jelas karena beban biaya manajer investasi juga cukup besar yang terdiri dari:
- a) Biaya administrasi pendirian reksa dana (biaya konsultasi jasa profesi dan pembuatan dokumen dan kontrak hukum).
 - b) Biaya pemasaran dan biaya percetakan berbagai formulir administrasi.
- 3) Biaya yang menjadi beban pemilik unit penyertaan
- a) Biaya pembelian (*subscription fee*) untuk membeli unit penyertaan reksa dana tersebut ada yang berkisar sebesar 0,5%.
 - b) Biaya penjualan kembali (*redemption fee*) unit penyertaan reksa dana tersebut, misalnya apabila kurang dari 1 tahun, ada yang berkisar sebesar 1,5% atau maksimum Rp 25 Juta; antara 1 sampai 2 tahun berkisar sebesar 1% atau maksimum Rp 15 Juta; apabila lebih dari 2 tahun, tidak dikenakan biaya *redemption fee*.
 - c) Biaya pertukaran. Biaya ini timbul apabila pemegang unit penyertaan reksa dana X milik manajer investasi Y, ingin menukarkan unit penyertaan reksa dana X tersebut sebelum dilakukan penjualan ke jenis reksa dana lain yang masih satu produk reksa dana milik manajer investasi Y. Dalam hal ini bisa dikenakan biaya pertukaran, misalnya sebesar 0,2%.

- 4) Jenis pajak yang terdapat pada reksa dana
- a) Dividen, akan dikenai pajak berdasarkan PPh Tarif Umum [Pasal 4 (1) UU PPh].
 - b) Bunga obligasi, masih dianggap sebagai bukan objek pajak (selama 5 tahun pertama sejak reksa dana berbentuk Kontrak Investasi Kolektif/KIK menjadi efektif), dasar hukumnya adalah Pasal 4 (3) huruf j-UU PPh jo. PP 139 tahun 2000.
 - c) Bunga deposito, akan dikenakan pajak sebesar 20% (PPh Final), dasar hukumnya PP 131 tahun 2000.
 - d) *Capital gain* saham di Bursa, akan dikenakan pajak 0,1% atas dasar PPh Final (PP 41 tahun 1994 jo. PP 14 tahun 1997).
 - e) Surat utang (*commercial paper*), akan dikenakan PPh Tarif Umum.
 - f) Bagian laba, termasuk pelunasan kembali (*redemption*), dianggap bukan objek pajak PPh [Pasal 4 (3) huruf h UU PPh].

Penentuan besaran pajak di atas berlaku standar pada setiap produk reksa dana yang ada di pasar modal Indonesia.

2.1.5. Keuntungan dan Risiko Berinvestasi Melalui Reksa Dana

2.1.5.1. Keuntungan Berinvestasi Melalui Reksa Dana

Menurut Jogianto (Jogianto, 2000 : 109) dalam bukunya yang berjudul “Teori Portofolio dan Analisis Investasi”, *return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi dimasa mendatang.

Pada Reksa Dana, manajemen investasi mengelola dana-dana yang ditempatkannya pada suatu surat berharga dan merealisasikan keuntungan ataupun kerugian dan menerima

dividen atau bunga yang dibukukannya ke dalam "Nilai Aktiva Bersih" (NAB) Reksa Dana tersebut.

Kekayaan Reksa Dana yang dikelola oleh manajer investasi tersebut wajib untuk disimpan pada bank kustodian yang tidak terafiliasi dengan manajer investasim, dimana bank kustodian inilah yang akan bertindak sebagai tempat penitipan kolektif dan administrator.

Nilai Aktiva Bersih (NAB) Nilai Aktiva Bersih (NAB) atau *Net Asset Value* (NAV) tidak dapat dipisahkan dari Reksa Dana karena istilah ini merupakan suatu tolak ukur dalam memantau hasil portofolio suatu Reksa Dana. Nilai aktiva bersih (NAB) wajib diumumkan di surat kabar setiap hari kerja. Berdasarkan informasi NAB yang transparan kepada umum, setiap orang dapat menghitung tingkat pengembalian reksa dana selama satu periode pengamatan.

Dalam Situmorang (2010) rumus untuk menghitung NAB reksa dana adalah sebagai berikut:

$$NAB = NAB_{n-1} + NCIN$$

Berdasarkan informasi NAB yang transparan kepada umum, setiap orang dapat menghitung tingkat pengembalian reksa dana selama satu periode pengamatan.

Perhitungan tersebut dapat dilakukan dengan menggunakan rumus 1 seperti berikut:

$$\text{Rate of return} = \frac{\text{Income from Change in NAVS} + \text{Interest or cash dividen disbursement} + \text{Capital gains disbursements}}{\text{NAVS at beginning of period}}$$

Sesuai dengan rumus diatas, tingkat pengembalian reksa dana ditentukan dengan menjumlahkan “pendapatan dari perubahan nilai aktiva bersih” ditambah “pendapatan bunga atau dividen tunai” ditambah “penghasilan dari *capital gains*” dibagi dengan total nilai aktiva bersih pada awal periode.

Angka pembilang pada persamaan yang digunakan untuk menghitung tingkat pengembalian reksa dana adalah dibedakan atas tiga macam:

- 1) Penghasilan akibat perubahan nilai aktiva bersih, yakni *capital gains* yang tidak terealisasi atau *losses* (profit atau loss diatas kertas) dan *capital gain*, *dividends*, dan *interest income* yang terealisasi tetapi tidak dibagikan. Investor dapat merealisasi “keuntungan dan kerugian diatas kertas” setiap waktu dengan menukarkan (*meredeem*) saham reksa dananya sesuai dengan “nilai aktiva bersih”.
- 2) Penghasilan dari kupon obligasi dan/atau pembagian dividen tunai kepada investor dari saham yang ada dalam reksa dana.
- 3) Pembayaran *capital gains* yang dibayarkan reksa dana kepada investor yang berasal dari realisasi *price appreciation* (kenaikan harga) reksa dana.

Pendapatan setiap saham investor dibagi dengan “nilai aktiva bersih” reksa dana pada awal periode (ini sama dengan biaya pokok atau harga pokok) reksa dana pada saat pertama kali dibeli). Perhitungan tingkat pengembalian harus per saham, bukan per agregat.

Reksa Dana memberikan keuntungan bagi investor. Beberapa keuntungan yang didapat dari investasi reksa dana antara lain sebagai berikut (Sunariyah, 2000):

1. Mendapat Dividen dan Bunga

Investasi pada saham kemungkinan memberikan pendapatan berupa dividen, sedangkan bunga merupakan hasil investasi seperti deposito dan obligasi

2. Distribusi laba kapital (capital gain distribution)

Merupakan keuntungan yang dibayarkan kepada pemegangreksa dana untuk setiap lembar saham Reksa Dana yang dimiliki.

3. Diversifikasi investasi dan penyebaran risiko

Diversifikasi portofolio suatu reksa dana akan mengurangi risiko karena kekayaan reksa dana diinvestasikan pada berbagai jenis efek, sehingga risikonya juga tersebar, tidak sebesar seseorang yang membeli dua jenis saham atau efek secara individual.

4. Biaya Rendah

Reksa dana merupakan kumpulan dari banyak pemodal dan dikelola secara profesional, maka sejalan dengan besarnya kemampuan untuk melakukan investasi maka akan menghasilkan biaya transaksi yang efisien. Biaya transaksi akan lebih rendah dibandingkan dengan investor individu yang melakukan transaksi sendiri pada bursa.

5. Harga reksa dana tidak begitu tergantung dengan harga saham di bursa.

Apabila harga saham di bursa mengalami penurunan secara umum maka Manajer Investasi akan mengalihkan ke instrumen investasi lain, misalnya pasar uang, untuk menjaga agar investasi pemodal selalu menguntungkan.

6. Likuiditas terjamin

Pemodal dapat mncairkan kembali saham atau unit penyertaan setiap saat sesuai ketentuan yang dibuat masing-masing reksa dana sehingga memudahkan investor mengelola kasnya. Terbuka wajib membeli kembali saham/unit penyertaannya sehingga sifatnya sangat likuid.

7. Pengelolaan Portofolio yang Profesional.

Pengelolaan portofolio suatu reksa dana dilakukan oleh Manajer Investasi yang memang mengkhususkan keahliannya dalam pengelolaan dana. Peran manajer Investasi sangat penting mengingat pemodal individual pada umumnya mempunyai keterbatasan waktu, sehingga mungkin tidak dapat melakukan riset secara langsung dalam menganalisis efek serta mengakses informasi di pasar modal.

2.1.5.2. Risiko Berinvestasi Melalui Reksa Dana

Investasi selalu memunculkan risiko, begitu juga berinvestasi pada reksa dana. Dengan memahami dan mengelola investasi dengan baik, diharapkan keuntungan yang diperoleh menjadi lebih besar.

Risiko-risiko berinvestasi dalam reksa dana anatara lain adalah (Situmorang, 2010)):

1. Berkurangnya Unit Penyertaan

Risiko ini dipengaruhi oleh turunnya harga dari efek yang menjadi bagian dari portofolio reksa dana yang mengakibatkan turunnya nilai unit penyertaan.

2. Risiko Likuiditas

Penjualan kembali (redemption) sebagian besar unit penyertaan oleh pemilik kepada Mnajer Investasi secara bersamaan dapat menyulitkan dalam penyediaan uang tunai bagi pembayaran tersebut.

3. Risiko Politik Ekonomi

Perubahan kebijakan di bidang politik dan ekonomi dapat mempengaruhi kinerja perusahaan, tidak terkecuali perusahaan yang telah listing di bursa efek. Hal tersebut jelas akan mempengaruhi harga efek yang termasuk dalam portofolio reksa dana.

4. Aset Perusahaan Tidak Dilindungi

Aset perusahaan reksa dana sebagian besar adalah sekuritas yang terdiri dari hak dan klaim hukum terhadap perusahaan yang menerbitkan. Hak yang bersifat intangible, tidak memiliki wujud fisik sekalipun kepemilikan bisa dibuktikan oleh surat-surat berharga yang disimpan pada kustodia. Perlindungan terhadap aset reksa dana dari risiko pencurian, kehilangan, penyalahgunaan adalah sangat penting.

5. Nilai aset perusahaan tidak bisa ditetapkan secara tepat sehingga NAB harian suatu saham Reksa Dana tidak bisa dihitung dengan akurat.
6. Manajemen perusahaan melibatkan orang-orang yang tidak jujur.
Kejujuran dalam pengelolaan reksa dana, terutama kejujuran dalam hal informasi yang diberikan kepada masyarakat. Para calon pemodal reksa dana harus diberikan informasi yang sejujurnya tentang kebijakan dan risiko investasi reksa dana.
7. Perusahaan reksa dana dikelola menurut kepentingan dari pemegang saham tertentu/keompok. Tujuan utama didirikannya perusahaan reksa dana adalah untuk kepentingan para pemodal reksa dana, bukan untuk para pemegang saham tertentu/keompok. Dalam rangka menghilangkan adanya risiko tersebut maka dibuat peraturan reksa dana untuk memberikan sepenuhnya pada investor.

Disamping manfaat diatas, investor juga perlu mengetahui sejumlah risiko yang dihadapi reksa dana, yaitu: (Pratomo, 2009: 93)

- 1) Risiko berkurangnya nilai unit penyertaan

Risiko ini dipengaruhi oleh melemahnya harga dari efek (saham, obligasi, dan surat berharga lainnya) yang termasuk dalam portofolio investasi reksa dana tersebut.

- 2) Risiko likuiditas

Risiko ini menyangkut kesulitan yang dihadapi oleh Manajer Investasi jika sebagian besar pemegang unit penyertaan reksa dana menjual kembali (*redemption*) unit-unit yang dipegangnya. Manajer Investasi akan mengalami kesulitan untuk menyediakan uang tunai atas *redemption* tersebut.

2.1.6. Kinerja Reksa Dana

Pengukuran kinerja dilakukan untuk melakukan evaluasi portofolio secara kualitatif dan kuantitatif. Hasil pengukuran akan menunjukkan keberhasilan manajer dalam mencapai tujuan investasi yang telah ditetapkan dan dapat pula dipakai untuk melakukan komparasi dengan suatu benchmark maupun portofolio lainnya.

Penilaian kinerja reksa dana tidak semata-mata didasarkan pada tingkat pengembalian (*return*) yang diperoleh, karena posisi atau peringkat kinerja suatu reksa dana lebih tergantung pada target tingkat risiko yang terkandung dalam portofolio reksa dana tersebut, perbandingannya dengan kinerja pasar saat ini, dan tingkat keahlian Manajer Investasi (Haugen, 1993 dalam Evi 2005)

Dalam melakukan penilaian kinerja portofolio menurut Elton dan Gruber (1995) terdapat dua cara, yaitu: *pertama*, melakukan perbandingan langsung (*direct comparison/ raw performance*). Cara ini dilakukan dengan membandingkan kinerja suatu portofolio yang biasanya diwakili oleh reksa dana (*mutual fund*) terhadap portofolio lain yang mempunyai risiko yang kurang lebih sama. Biasanya menggunakan tolok ukur (*benchmark*) tertentu. Misalnya: reksa dana saham menggunakan tolok ukur IHSG. *Kedua*, menggunakan parameter tertentu, misalnya: Sharpe measure, Treynor measure dan Jensen measure.

2.1.6.1. Sharpe's Measure

Indeks Sharpe dikembangkan oleh William Sharpe dan sering juga disebut dengan *reward-to-variability ratio*. Indeks Sharpe mendasarkan perhitungannya pada konsep garis pasar modal (*capital market line*) sebagai patok duga (*benchmark*), yaitu dengan cara membagi premi risiko portofolio dengan standar deviasinya. Premi risiko adalah perbedaan (selisih) antara rata-rata kinerja yang dihasilkan oleh portofolio dengan rata-rata kinerja investasi yang bebas risiko (*risk free asset*).

Standar deviasi merupakan risiko fluktuasi portofolio yang dihasilkan karena berubah-ubahnya *return* yang dihasilkan dari subperiode ke subperiode lainnya selama seluruh periode. Dalam teori portofolio, standar deviasi merupakan risiko total yang merupakan penjumlahan dari risiko pasar (*systematic/market risk*) dan *unsystematic risk*.

Indeks Sharpe dapat digunakan untuk mengukur premi risiko untuk setiap unit risiko pada portofolio tersebut. Investasi pada SBI tidak mengandung risiko dengan kinerja investasi tertentu. Investasi pada portofolio mengandung risiko sehingga diharapkan memberikan hasil investasi lebih besar daripada kinerja investasi bebas risiko. Indeks Sharpe mengukur seberapa besar penambahan hasil investasi yang diperoleh (*risk premium*) untuk tiap unit risiko yang diambil. Peringkat kinerja portofolio dapat dilakukan dengan menggunakan indeks Sharpe ini (Wiksuana,2008).

Metode Sharpe dikenal pula dengan istilah RVAR (*reward to variability ratio*), yang digunakan untuk mengukur kinerja portofolio dengan menghitung rasio *excess portfolio return* dengan deviasi standar.

Tujuan dari analisis koefisien 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 dan investasi pada portofolio reksa dana pendapatan tetap mengandung risiko, 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, makin baik kinerja reksa dana (Bodie, Z. et.al, 2008). Untuk mendapatkan nilai Sharpe dipergunakan rumus sebagai berikut (Pratomo, 2009: 204)

$$RAVR = \frac{(TR_p - R_f)}{SD_p}$$

$RAVR$ = *Excess return / Risk* dimana,

TR_p = rata-rata *total return* portofolio selama periode t ;

R_f = rata-rata *risk free rate of return* selama periode t ;

SD_p = deviasi standar *return* untuk portofolio p selama periode t ;

$TR_p - R_f$ = *excess return (premium risk)* portofolio p .

2.1.6.2. Treynor's Measure

Indeks Treynor merupakan ukuran kinerja portofolio yang dikembangkan oleh Jack Treynor. Indeks ini sering juga disebut *reward to volatility ratio*. Sama halnya dengan indeks Sharpe, kinerja portofolio pada indeks Treynor dilihat dengan cara menghubungkan tingkat *return* portofolio dengan besarnya risiko dari portofolio tersebut. Perbedaannya dengan indeks Sharpe adalah penggunaan garis pasar sekuritas (*security market line*) sebagai patok duga, bukan garis pasar modal seperti pada indeks Sharpe. Asumsi yang digunakan oleh Treynor adalah bahwa portofolio sudah terdiversifikasi dengan baik sehingga risiko yang dianggap relevan adalah risiko sistematis (diukur dengan beta).

Cara mengukur indeks Treynor pada dasarnya sama dengan cara menghitung indeks Sharpe, hanya risiko yang diukur dengan standar deviasi pada indeks Sharpe diganti dengan beta portofolio. Beta portofolio diperoleh dengan metode regresi linier. Semakin tinggi indeks Treynor yang dimiliki sebuah portofolio, berarti kinerja portofolio tersebut akan menjadi relative lebih baik dibandingkan dengan portofolio yang mempunyai indeks Treynor yang lebih rendah.

Pengukuran kinerja dengan menggunakan indeks Sharpe dan indeks Treynor bersifat komplementer karena memberikan informasi yang berbeda. Pilihan indeks mana yang akan digunakan tergantung pada persepsi investor terhadap tingkat diversifikasi dari portofolio tersebut. Dalam indeks Sharpe, risiko yang dianggap relevan adalah risiko total (penjumlahan risiko sistematis dan risiko tidak sistematis), sedangkan pada indeks Treynor hanya menggunakan risiko sistematis (beta) (Wiksuana, 2008).

Tujuan dari analisis koefisien Treynor adalah mengukur sejauh mana diversifikasi portofolio kombinasi yang optimal dapat menghasilkan keuntungan dengan risiko sistematis relatif terhadap risiko pembanding. 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. (Bodie, Z. et.al, 2008).

Pengukuran Treynor menghubungkan rata-rata *excess portfolio return* selama beberapa periode dengan risiko sistematis yang diukur dengan beta portofolio. Hasil perhitungan akan menunjukkan *excess return per unit* dari risiko sistematis, bila diperoleh *RVOL* yang tinggi menunjukkan adanya kinerja portofolio yang baik. Sebaliknya *RVOL* yang rendah menunjukkan kinerja portofolio yang kurang baik. Pengukuran ini dimaksudkan

untuk mengetahui atau memberi peringkat portofolio atas dasar *RVOL*, sehingga dapat diketahui portofolio yang baik. Formula untuk menghitung *RVOL* (*reward to volatility ratio*) adalah sebagai berikut (Pratomo, 1996: 205)

$$ROVL = \frac{(TR_p - R_f)}{\beta_p}$$

dimana,

ROVL = rata-rata *excess return* portofolio *p*;

TR_p = nilai rata-rata bulanan *total return* portofolio *p*;

R_f = nilai rata-rata bulanan *return* dari *risk-free rate*;

B_p = nilai beta portofolio *p*.

2.1.6.3. Jensen's Measure

Pengukuran Jensen α bertujuan untuk menghitung tingkat pengembalian di atas CAPM dengan melihat dari *beta* dan tingkat pengembalian di atas pasar (*the measure of differential return*). Atau dengan kata lain mengukur 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, makin baik kinerjanya.

Untuk penilaian kinerja portofolio dengan metode Jensen ini digunakan formula sebagai berikut (Pratomo, 2009: 206) :

$$\text{Kinerja}_{RD} - \text{Kinerja}_{RF} = \text{Alfa} + \beta \times (\text{Kinerja}_p - \text{Kinerja}_{RF})$$

dimana:

Alfa = Nilai Perpotongan Jensen

Kinerja_{RD} = Kinerja Reksa Dana

Kinerja_{RF} = Kinerja Investasi Bebas Risiko

Kinerja_p = Kinerja Pasar

β = Slope Persamaan Garis Hasil Regresi Linear

Persamaan di atas mengidentifikasi *risk premium* untuk portofolio *p* yang seharusnya proporsional dengan *risk premium* pada portofolio pasar. Metode pengukuran kinerja Jensen ini dapat diestimasi dengan meregresikan *portfolio excess return* dengan *market excess return*, sehingga akan menghasilkan *characteristic line*.

Pengukuran Kinerja Reksa Dana yang digunakan dalam penelitian ini adalah Sharpe's Measure dimana premi risiko portofolio dibagi dengan standar deviasinya. Standar deviasi dalam indeks *Sharpe*, risiko merupakan risiko yang dianggap relevan yaitu risiko total (penjumlahan risiko sistematis dan risiko tidak sistematis). Sebagian dari risiko total tersebut dapat dihilangkan melalui diversifikasi. Risiko yang dapat dihilangkan tersebut disebut sebagai risiko tidak sistematis (risiko pasar), sedangkan risiko yang tidak dapat dihilangkan disebut sebagai risiko sistematis. Namun untuk menghilangkan risiko tidak sistematis diperlukan Manajer Investasi handal yang dapat membentuk portofolio secara tepat.

Di Indonesia keberadaan Manajer Investasi yang handal masih jarang ditemukan. Portofolio yang dibentuk oleh Manajer Investasi tersebut tidak dapat menghilangkan risiko tidak sistematis seluruhnya, berbeda dengan keadaan di luar negeri (negara maju) dimana Manajer-manajer Investasi mereka yang cerdas ditambah dengan pemanfaatan alat-alat yang canggih dapat membentuk portofolio yang lebih baik. Oleh karena itu pengukuran Kinerja Reksa Dana di Indonesia lebih tepat menggunakan *Sharpe's Measure* yang digunakan dalam penelitian ini.

Dalam *Sharpe's Measure* standar deviasi merupakan risiko fluktuasi porofolio yang disebabkan oleh perubahan return dari subperiode ke subperiode yang lain. Return Reksa Dana diperoleh dari aktifitas Reksa Dana dengan atribut-atribut di dalamnya. Sehingga dalam penelitian ini variabel-variabel seperti Expense Ratio, Turnover Ratio, Ukuran Reksa Dana dan Cash Flow yang merupakan komponen penghasil return relevan digunakan dalam penelitian ini untuk mengetahui bagaimana pengaruhnya terhadap Kinerja Reksa Dana.

2.1.7. Expense Ratio

Dalam reksa dana terdapat tiga kategori besar biaya reksa dana yang dibayarkan dari aset reksa dana. Pertama dan yang paling besar adalah *fee* manajemen yang dibayarkan kepada advisor investasi. Biaya ini meliputi jasa riset dan analisis sekuritas dan *investment advisory*. Kedua adalah biaya selain biaya administratif yang berasal dari ketentuan *record keeping* dan jasa transaksi kepada pemegang saham. Jasa ini meliputi penyediaan laporan pembayaran deviden, penyediaan jasa kusodian dan pembayaran pajak lokal, auditing konsultan hukum dan *fee* direktur. Ketiga adalah biaya yang dikenal dengan sebutan *12-b fee* yang merupakan peraturan yang dikeluarkan oleh *Securities Exchange Commission* (SEC) yang mengatur biaya yang dialokasikan pada iklan, pemasaran dan jasa distribusi (Crane dalam Nurwahyudi, 2004)

Di Indonesia reksa dana juga mempunyai struktur biaya yang tidak jauh berbeda. Terdapat juga tiga kelompok biaya reksa dana. Pertama, biaya yang menjadi beban Manajer Investasi. Kedua, biaya yang menjadi beban reksa dana. Ketiga, biaya yang menjadi beban investor.

Expense Ratio sebuah saham atau aset dana adalah persentase total aset dana yang digunakan untuk administrasi,, manajemen iklan, dan semua biaya lainnya. Rasio beban sebesar 1% per tahun berarti bahwa setiap tahun 1% dari total aktiva dana itu akan digunakan untuk menutupi biaya. Rasio biaya tidak termasuk beban penjualan atau komisi broker. Rasio Beban yang penting untuk dipertimbangkan saat memilih dana, karena mereka secara signifikan dapat mempengaruhi hasil (Bodie,2008).

Rasio ini menggambarkan presentase dari biaya operasional yang benar-benar nyata terhadap aset reksa dana. Hal ini ditegaskan oleh Crane dalam Nurwahudi (2004) menyatakan bahwa *Expense Ratio* adalah biaya reksa dana dalam aktifitas bisnisnya. *Expense Ratio* diekspresikan sebagai presentase dari biaya total terhadap nilai aset bersih reksa dana, biaya operasi sangat bervariasi. Komponen biaya terbesar dari biaya operasional adalah biaya yang dibayarkan pada Manajer Investasi / advisor. Biaya lainnya termasuk *record keeping*, jasa custodian, pajak, biaya hukum, biaya akuntansi dan audit.

2.1.8. Pengaruh *Expense Ratio* Terhadap Kinerja Reksa Dana

Dalam perhitungan *Expense Ratio* hanya digunakan biaya operasional (termasuk biaya manajemen dan administratif) reksa dana. *Expense Ratio* merupakan perbandingan biaya operasional reksa dana dengan total dana yang dikelola (Nofie Iman, 2008:17).

Pengukuran kinerja sebuah reksa dana tidak lepas dari besarnya tingkat imbal hasil investasi pada reksa dana yang diukur dengan kenaikan atau penurunan nilai aktiva bersih. *Expense Ratio* secara periodik mengurangi portofolio, yang akhirnya mengurangi nilai aktiva bersih. Rasio beban mengungkapkan persentase aset dikurangi setiap tahun fiskal untuk biaya dana, termasuk 12b-1, biaya manajemen, biaya administrasi, biaya operasi, dan

semua aset berbasis biaya lainnya yang terjadi dengan dana tersebut. Sehingga tingkat imbal hasil Reksa Dana sama dengan imbal hasil kotor portofolio dikurangi total *Expense Ratio* (Bodie,2006:154). Jadi dengan semakin tinggi total biaya yang diperlukan dalam pengelolaan portofolio Reksa Dana maka akan menurunkan hasil investasi dari investor yang tercermin dari penurunan return reksa dana.

Beberapa penelitian terkait dengan pengaruh *Expense Ratio* menyebutkan hasil yang sejalan dengan pemikiran tersebut, menurut O'neal dan Page (2000) *Expense Ratio* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kinerja reksa dana. Penelitian ini dikuatkan oleh Grinblatt dan Titman (1989) dimana *Expense Ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja reksa dana.

2.1.9. Turnover Ratio

Ratio perputaran (*Turnover Ratio*) merupakan perbandingan antara penjualan atau pembelian mana yang lebih kecil dengan total aset yang dimiliki reksa dana (Dahlquist, et al, 2000). Rasio ini digunakan untuk mengukur trading activity dari suatu portofolio reksa dana (Grinblatt & Titman, 1994). Melalui rasio tersebut dapat digambarkan perubahan isi portofolio reksa dana. Angka perbandingan tersebut menggambarkan style manajer investasi dalam mengelola reksa dana, apakah aktif dan berorientasi jangka pendek atau pasif dan berorientasi jangka panjang (Nofie Iman, 2008:117)

Reksa dana dengan rasio perputaran yang tinggi menunjukkan perubahan portofolio dari reksa dana tersebut tinggi, artinya manajer investasi melakukan aktifitas pembelian maupun penjualan isi portofolio dengan frekuensi yang tinggi dalam usaha mengantisipasi perubahan pasar. Sedangkan angka *Turnover Ratio* yang kecil menggambarkan strategi pasif

yang dilakukan oleh Manajer Investasi, tidak banyak melakukan perubahan pada isi portofolionya. Menurut Harianto, Farid dan Siswono Sudomo (2001:557), manajer yang mengadopsi strategi pasif bertujuan untuk menyusun portofolio sesuai dengan preferensi risiko atau pola arus kas yang mereka inginkan.

Portfolio turnover memiliki dampak yang besar terhadap keberhasilan reksa dana. Jumlah omset dalam portofolio mengacu pada seberapa sering efek dalam portofolio dibeli dan dijual. Sebuah rasio turnover yang tinggi berarti bahwa dana tersebut sangat aktif dan sering membeli dan menjual. Sebuah rasio turnover yang rendah berarti bahwa pembelian portofolio efek dan kemudian memegang mereka untuk jangka panjang.

2.1.10. Pengaruh Turnover terhadap Kinerja Reksa Dana

Reksa dana yang mempunyai rasio perputaran yang sangat tinggi, menunjukkan bahwa manajer investasi melakukan aktivitas pembelian maupun penjualan portofolio dengan frekuensi tinggi. Kinerja reksa dana yang baik terjadi pada reksa dana dengan trading activity yang tinggi (Dahlquist, Engstro dan Soserlind, 2000). Semakin tinggi tingkat perputaran portofolio maka semakin besar return yang mungkin didapatkan. Grinblatt dan Titman (1994), pengaruh koefisien turn over menunjukkan adanya kinerja yang superior, secara tidak langsung menunjukkan bahwa manajer yang lebih baik melakukan perdagangan lebih banyak untuk mengambil keuntungan dari superior informasi yang mereka punya. Dengan tingginya *Turnover Ratio* berarti manajer investasi benar-benar mengantisipasi perubahan pasar seperti berbagai isu yang ada, serta kondisi ekonomi yang kemudian akan mempengaruhi harga aset dalam portofolionya. Trading activity yang tinggi

menggambarkan usaha manajer investasi dalam mewujudkan return yang maksimal dengan melakukan perdagangan pada saat yang tepat.

Beberapa penelitian telah dilakukan berkaitan dengan turnover terhadap kinerja reksa dana. Dennis manurung dan Nachrowi (2004) menunjukkan adanya pengaruh yang positif signifikan antara *Turnover Ratio* terhadap kinerja reksa dana. Tingkat turnover yang tinggi atau dengan kata lain manajer dengan gaya investasi aktif mewujudkan kinerja reksa dana yang lebih baik dari pada manajer dengan gaya investasi pasif. Grinblatt dan Titman (1989) meneliti abnormal return manajer dengan active dan passive investment strategies dengan data kuarteran. Mereka menemukan bahwa risk adjusted return untuk portofolio yang diperbaharui lebih baik dibanding portofolio yang tidak diperbaharui. Grinblatt dan Titman (1994) juga menemukan bahwa *Turnover Ratio* memiliki pengaruh yang positif terhadap kinerja yang dihasilkan reksa dana. Menurutnya reksa dana dengan high turnover menghasilkan kinerja yang lebih baik dan reksa dana dengan low turnover menghasilkan kinerja yang lebih buruk.

2.1.11. Ukuran Reksa Dana

Ukuran reksa dana merupakan salah satu alat ukur besar kecilnya Reksa Dana berdasarkan dana yang dikelola. Total Net Asset yang menggambarkan ukuran Reksa Dana mempresentasikan jumlah kapitalisasi Reksa Dana. Menurut Philpot (1998) yang melakukan penelitian terhadap Reksa Dana obligasi mengungkapkan bahwa pengaruh dari *size* terhadap return dapat dievaluasi secara langsung dengan mengukur hubungan antara net asset Reksa Dana dengan return reksdana.

Dana yang dikelola oleh Manajer Investasi merupakan financial. Pertambahan jumlah dana akan meningkatkan net return. Penyebabnya adalah dengan dana yang besar perusahaan dapat melakukan transaksi dengan volume yang lebih besar, komisi untuk broker akan menjadi lebih kecil dan overhead tidak meningkat secara proporsional dengan peningkatan jumlah dana (Indro, et al dalam Widiyanti, 2008).

Namun, investor perlu juga mencermati, bahwa Reksa Dana dengan jumlah dana yang kecil belum tentu tidak menarik, karena mungkin saja Reksa Dana tersebut memberikan kinerja yang tak kalah menariknya daripada Reksa Dana dengan aset yang besar.

Satu hal yang menyebabkan suatu Reksa Dana dibanjiri dana masuk adalah perilaku investor yang berbondong-bondong mengejar produk berkinerja bagus – ini biasanya terjadi pada reksa dana saham. Jika suatu reksa dana saham memiliki kinerja historis yang fantastis, biasanya reksa dana ini pun langsung laris manis diburu para investor.

2.1.12. Pengaruh Ukuran Reksa Dana terhadap Kinerja Reksa Dana

Ibarat mesin produksi yang bisa menghasilkan barang lebih murah bila jumlah yang diproduksi bertambah banyak. Pratomo dan Nugraha (2009) mengatakan bahwa semakin besar jumlah aset yang dikumpulkan sebuah Reksa Dana, seharusnya akan memberikan fleksibilitas yang lebih tinggi pada reksa dana tersebut dalam memberikan pelayanan terbaik kepada nasabahnya. Semakin besar aset akan semakin memudahkan terciptanya *economic of scale* yang dapat berdampak pada penurunan biaya-biaya yang dibebankan kepada nasabah secara tidak langsung seperti biaya manajemen, biaya kustodian, biaya transaksi dan biaya lainnya. Juga biaya tetap seperti biaya auditor, dengan semakin besarnya dana

yang dikelola secara persentase akan juga menurun. Hal ini berdampak positif pada kinerja atau hasil investasi yang diberikan kepada investor.

Besar kecilnya ukuran suatu Reksa Dana akan mempresentasikan jumlah kapitalisasi pasar Reksa Dana. Dalam banyak penelitian yang dilakukan untuk menginvestigasi pengaruh ukuran terhadap *excess return* mengindikasikan bahwa ukuran yang lebih besar akan menyebabkan risiko yang dihadapi oleh perusahaan akan lebih kecil dibandingkan dengan risiko yang dihadapi oleh perusahaan yang lebih kecil (Elton dan Gruber, 1995).

Pemikiran-pemikiran di atas sejalan dengan penelitian yang dilakukan Nurwahyudi (2006) bahwa ukuran reksa dana (*size*) memiliki hubungan signifikan positif terhadap kinerja reksa dana. Penelitian yang dilakukan oleh Philpot, Heart, Rimbey, Schulman (1998) juga menyatakan hal yang sama bahwa ukuran reksa dana (*size*) memiliki hubungan signifikan positif terhadap kinerja reksa dana.

Berdasarkan keterangan sebelumnya digambarkan bahwa semakin besar aset yang dikelola manajer investasi, makin efisien pengelolaan dananya dan potensi imbal hasilnya juga makin baik. Semakin besar aset, makin kuat posisi tawar Manajer Investasi untuk mendapatkan harga lebih baik saat bertransaksi, menekan biaya transaksi (contohnya komisi pialang biasanya makin kecil seiring dengan makin besarnya nilai transaksi) khususnya untuk instrumen pasar uang dan pendapatan tetap. Hal tersebut berdampak positif kepada kinerja atau hasil investasi yang dapat diberikan kepada investor.

2.1.13. Cash Flow

Cash Flow (arus kas) menurut Ikatan Akuntan Indonesia (2002;2.2) : "**Arus kas adalah arus masuk dan arus keluar kas setara kas ."** Weigandt, Kieso dan Kimmel (2000)

dalam bukunya menyatakan bahwa "A statement of *Cash Flows* summarizes informations concerning the cash inflows (receipts) and outflows (payments) for spesific period of time"

Menurut PSAK (2007;2,9), laporan arus kas melaporkan 3 klasifikasi aktivitas, yaitu: "Laporan **arus kas** harus melaporkan arus kas selama periode tertentu dan diklasifikasi menurut aktivitas operasi, investasi, dan pendanaan".

Aktivitas operasi adalah aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan (*principal revenue activities*). Oleh karena itu, arus kas tersebut umumnya berasal dari transaksi-transaksi yang mempengaruhi penetapan laba atau rugi bersih.

Aktivitas investasi adalah aktivitas yang menyangkut perolehan atau pelepasan aktiva jangka panjang (aktiva tidak lancar) serta investasi lain yang tidak termasuk dalam setara kas.

Aktivitas pendanaan adalah aktivitas yang mengakibatkan perubahan dalam jumlah serta komposisi ekuitas dan pinjaman perusahaan. Arus kas pendanaan berguna untuk memprediksi klaim terhadap arus kas masa depan oleh para pemasok modal perusahaan.

Secara ringkas, arus kas dari aktivitas operasi, investasi dan pendanaan seperti yang dinyatakan dalam SAK adalah sebagai berikut ;

1. Arus Kas dari aktivitas operasi:

- Penerimaan kas dari penjualan barang atau jasa.
- Penerimaan Kas dari royalty, fee, komisi dan pendapatan lain.
- Pembayaran kas kepada pemasok barang dan jasa
- Pembayaran Gaji Karyawan
- Penerimaan dan pengeluaran kas oleh perusahaan asuransi sehubungan dengan premi, klaim, anuitas dan manfaat asuransi lainnya.

- Pembayaran kas atau penerimaan kembali pajak penghasilan
- Penerimaan dan pembayaran kas dari kontrak untuk tujuan transaksi dan perdagangan.

2. Arus Kas dari aktivitas Investasi

- Pembayaran kas untuk membeli aktiva tetap, aktiva tak berwujud dan aktiva jangka panjang
- Penerimaan kas dari penjualan tanah, bangunan dan peralatan
- Perolehan saham atau instrument keuangan lain
- Uang muka dan pinjaman yang diberikan kepada pihak lain serta pelunasannya.
- Pembayaran kas sehubungan dengan future contracts, forward contracts, option contracts dan swap contracts.

3. Arus Kas dari aktivitas pendanaan

- Penerimaan kas dari emisi saham atau instrument lainnya.
- Pembayaran kas kepada pemegang saham untuk menarik dan menebus saham perusahaan.
- Penerimaan kas dari emisi obligasi, pinjaman, wesel, hipotik dan pinjaman lainnya.
- Pelunasan pinjaman
- Pembayaran kas oleh penyewa guna usaha untuk mengurangi saldo kewajiban yang berkaitan dengan sewa guna usaha.

2.1.14. Pengaruh *Cash Flow* terhadap Kinerja Reksa Dana

Cash Flow menunjukkan total penghasilan dan dari mana saja sumbernya serta total pengeluaran dan kemana saja uang tersebut dibelanjakan. Pola normal arus kas masuk positif atau arus kas keluar negative yang dilaporkan pada laporan arus kas berbeda-beda dari tiap aktivitas. Dari aktivitas operasi kebanyakan perusahaan menghasilkan arus kas positif, apabila arus kas negative dari aktivitas operasi pada suatu periode adalah indicator adanya masalah yang serius atau sebagai akibat besarnya kas keluar untuk peluncuran suatu produk.

Cash Flow mengekspresikan laba bersih ditambah depresiasi, yang secara aktual didistribusikan kepada investor, yakni setelah perusahaan menanamkan investasi di fixed asset dan modal kerjanya yang penting untuk kelanjutan operasi. Jadi nilai perusahaan berhubungan dengan kemampuannya menghasilkan arus kas.

Sehingga jika arus kasnya meningkat nilai perusahaan akan naik, yang selanjutnya juga akan menaikkan harga saham (Brigham et al,1997 :110).

Syarat utama dalam melakukan investasi adalah *Cash Flow* harus positif karena jika *Cash Flow* negatif maka tidak ada dana yang akan diinvestasikan. Aliran kas masuk yang tinggi akan meningkatkan pendapatan investasi sehingga akan memperbaiki kinerja reksa dana itu sendiri.

Penelitian yang dilakukan O'neal, dan Page (2000) menyatakan bahwa ada hubungan yang signifikan positif antara *Cash Flow* dengan reksa dana yang memiliki kinerja

sedang dan tinggi. Penelitian ini juga didukung oleh Nurwahyudi (2006) yang menyatakan bahwa *Cash Flow* memiliki pengaruh signifikan positif terhadap kinerja reksa dana

2.2. Penelitian Terdahulu

O'Neal, Edward S. Dan Page, Daniel E. (2000) melakukan penelitian terhadap reksa dana sector real estate periode tahun 1996-1998 untuk menguji hubungan antara karakteristik reksa dana (*Expense Ratio*, *Turnover Ratio*, age and size) dengan abnormal performance dari reksa dana. Data yang digunakan sebanyak 28 reksa dana dari sektor real estate. Penelitian ini menggunakan metode yang diadopsi dari metode yang digunakan oleh Chen et al (1993). Hasilnya adalah bahwa *Expense Ratio* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap abnormal performance, *Turnover Ratio* berpengaruh positif dan age memiliki pengaruh yang negatif terhadap abnormal performance. Penelitian ini juga menyimpulkan bahwa tidak ada pengaruh antara *size* dengan abnormal performance. Perbedaan dengan penelitian ini terletak pada periode, jenis sampel dan variabel independen yang digunakan.

Dennis P. Manurung dan Nuchrowi (2004) melakukan penelitian mengenai kinerja, bond selection ability dan market timing manajer portofolio dan menganalisis karakteristik reksa dana pendapatan tetap yang berbentuk Kontrak Investasi Kolektif (KIK) yang sudah beroperasi dari bulan Januari 1999 sampai bulan Agustus 2001. Penelitian ini menggunakan model Jensen dan model Gudikunst untuk mengukur kinerja serta menganalisis dan menguji faktor-faktor yang menjadi karakteristik reksa dana seperti *Expense Ratio*, total net asset, load fee dan turnover. Benchmark yang digunakan adalah index obligasi dan tingkat suku bunga SBI. Dari penelitian ini dapat disimpulkan bahwa reksa dana yang diobservasi memiliki kinerja yang tidak lebih baik kinerja pasar, perbedaan

karakteristik reksa dana satu dengan lainnya menjadi penyebab lain dari tidak baiknya kinerja reksa dana. Kinerja Reksa Dana dipengaruhi secara signifikan negative oleh rasio biaya terhadap total aktiva bersih dan bayaran transaksiserta dipengaruhi secara signifikan positif oleh total aktiva bersih dan perputaran portofolio. Rasio biaya terhadap total aktiva bersih memberikan kontribusi terbesar terhadap buruknya kinerja reksa dana. Perbedaan dengan penelitian yang akan dilakukan adalah periode amatan dan model pengukuran.

Antonius Heri Nurwahudi (2006) melakukan penelitian tentang *market timing* dan *selection ability* investasi dan pengaruh karakteristik (*Expense Ratio, size, Cash Flow, Turnover Ratio and age*) terhadap kinerja reksa dana di Indonesia periode Januari 2002 sampai Agustus 2004. Nurwahyudi menggunakan metode *cross-section* dengan model regresi kuadratik yang dibangun oleh Treynor dan Mazuy (1966) untuk menguji *market timing* dan *selection ability*. Untuk pengujian pengaruh karakteristik reksa dana terhadap kinerja reksa dana menggunakan regresi linier dari pengembangan model pengembangan regresi Dezler (1999). Sampel yang digunakan adalah reksa dana campuran dan reksa dana pendapatan tetap. Penelitian tersebut memiliki hasil bahwa Manajer Investasi di Indonesia memiliki *Market timing ability* tetapi tidak memiliki *selection ability*. Rasio biaya memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja reksa dana. Ukuran, aliran kas, rasio perputaran dan umur dari reksa dana mempunyai pengaruh positif terhadap kinerja reksa dana. Perbedaan dengan penelitian yang akan dilakukan adalah pada jenis sampel dan periode amatan

Philpot, Heart, Rimbey, dan Schuhman (1998) melakukan penelitian tentang pengaruh *Expense Ratio, turnover, loads and fund size* terhadap kinerja reksa dana saham. Kesimpulan dari penelitian tersebut adalah kinerja masa lalu tidak bisa memperkirakan secara akurat kinerja masa depan, *size* memiliki hubungan positif signifikan dengan kinerja

reksa dana, turnover portofolio, loads dan *Expense Ratio* memiliki hubungan negative signifikan dengan kinerja reksa dana. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian yang akan dilakukan adalah terletak pada jenis sampel, tahun amatan dan variable yang digunakan.

Dahlquist, Magnus, Engstrom, Stefan dan Soderlind, paul (2000) melakukan penelitian tentang hubungan antara kinerja dengan karakteristik reksa dana di Swedia dari tahun 1991-1997. Penelitian tersebut menghasilkan kesimpulan bahwa fee administrasi memiliki korelasi yang kuat terhadap kinerja reksa dana saham I (equity I fund) dan reksa dana pasa uang, ukuran memiliki korelasi negative yang kuat terhadap kinerja reksa dana saham II (equity II fund), trading activity memiliki hubungan positif kuat terhadap kinerja reksa dana. Penelitian ini juga menemukan bukti yang sangat kecil mengenai hubungan antara flow dengan kinerja reksa dana, reksa dana tahun lalu mempunyai kinerja yang baik maka kinerja sekarang akan menjadi baik juga. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 210 reksa dana. Perbedaan dengan penelitian yang akan dilakukan adalah periode amatan, jenis sampel, dan variabel.

Secara ringkas, penelitian-penelitian yang telah dilakukan mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja reksa dana disajikan pada Tabel 2.1 berikut ini.

Tabel 2.1

Penelitian Terdahulu

Judul & Penelitian

Tujuan Penelitian,

Hasil Penelitian

Variabel, dan Metode

Analisis

Real estate Mutual Fund: Abnormal Return Performance and Fund Characteristic O' Neal, Edward S., and Page, Daniel E. (2000)	<ul style="list-style-type: none">- menguji hubungan antara karakteristik reksa dana (<i>Expense Ratio</i>, <i>Turnover Ratio</i>, age and <i>size</i>) dengan abnormal performance dari reksa- Dependen variabel: abnormal performance reksa dana sector real estate 1996-1998- Variabel independen: karakteristik reksa dana (<i>Expense Ratio</i>, <i>size</i>, <i>Cash Flow</i>, <i>Turnover Ratio</i> and age-)Metode analisis: regresi linear berganda	<ul style="list-style-type: none">- <i>Expense Ratio</i> memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap abnormal performnce, <i>Turnover Ratio</i> berpengaruh positif dan age memiliki pengaruh yang negatif terhadap abnormal performance. Penelitian ini juga menyimpulkan bahwa tidak ada pengaruh antara <i>size</i> dengan abnormal performance
<i>Analisis Determinasi Kinerja Reksa Dana Pendapatan Tetap di Indonesia Periode 1999-2003 (Penggunaan Model Jensen dan Model Gudikunst)</i>	<ul style="list-style-type: none">- mengukur kinerja serta menganalisis dan menguji factor-faktor yang menjadi karakteristik reksa dana seperti <i>Expense Ratio</i>, total net asset, load fee	<ul style="list-style-type: none">Kinerja Reksa Dana dipengaruhi secara signifikan negative oleh rasio biaya terhadap total aktiva bersih dan bayaran transaksiserta dipengaruhi secara

<p><i>Dennis P, Jerry; Manurung (2004)</i></p>	<p>dan turnover .</p> <ul style="list-style-type: none"> - Dependen variabel: kinerja reksa dana Variabel independen: karakteristik reksa dana <i>Expense Ratio</i>, total net asset, load fee, <i>Turnover Ratio</i> - model Jensen dan model Gudikunst 	<p>signifikan positif oleh total aktiva bersih dan perputaran portofolio. Rasio biaya terhadap total aktiva bersih memberikan kontribusi terbesar terhadap buruknya kinerja reksa dana.</p>
<p>Pengujian Market Timing dan Selection Ability dari Manajer Investasi dan Pengaruh Karakteristik terhadap Kinerja Reksa Dana di Indonesia. Antonius Heri Nurwahudi (2006)</p>	<ul style="list-style-type: none"> - melakukan penelitian tentang market timing dan selection ability investasi dan pengaruh karakteristik (<i>Expense Ratio, size, Cash Flow, Turnover Ratio</i> and age) terhadap kinerja reksa dana di Indonesia periode januari 2002 sampai agustus 2004. - Metode analisis: cross-section dengan model regresi kuadratik yang dibangun oleh Treynor dan Mazuy 	<ul style="list-style-type: none"> - Manajer Investasi di Indonesia memiliki Market timing ability tetapi tidak memiliki selection ability. Rasio biaya memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja reksa dana. Ukuran, aliran kas, rasio perputaran dan umur dari reksa dana mempunyai pengaruh positif terhadap kinerja reksa dana

(1966) untuk menguji market timing dan selection ability dan regresi linear berganda

Do Derivatives Improve Managed Fund Performance? The Effects of Cash Equitising Investor Flows	<p>- Menganalisis pengaruh insider ownership, previous growth, forecast growth, koefisien beta dan jumlah pemegang saham terhadap dividend payout ratio, baik secara simultan maupun secara parsial pada 2 periode yaitu tahun 1974-1980 dan tahun 1981-1987. Periode kedua merupakan periode dengan inflasi rendah, pertumbuhan ekonomi tinggi, dan pajak yang rendah.</p> <p>- Metode analisis: regresi linear berganda</p>	<p>- Variabel-variabel tersebut secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap DPR, baik pada periode pertama maupun pada periode kedua.</p> <p>- Insider ownership, previous growth, forecast growth dan koefisien beta berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR. Jumlah pemegang saham berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR.</p>
--	---	---

<p>Active Management, Fund size, And Bond Mutual Return. Philpot, James, Heart, Douglas, Rimbey, James N, dan Schulman Craig T. (1998)</p>	<p>- melakukan penelitian tentang pengaruh <i>Expense Ratio</i>, turnover, loads and fund size terhadap kinerja reksa dana saham .</p> <p>- Dependen variabel: kinerja reksa dana</p> <p>Variabel independen: karakteristik reksa dana <i>Expense Ratio</i>, turnover, loads dan fund size</p> <p>- Metode analisis: analisis regresi</p>	<p>- Kesimpulan dari penelitian tersebut adalah kinerja masa lalu tidak bisa memperkirakan secara akurat kinerja masa depan, <i>size</i> memiliki hubungan positif signifikan dengan kinerja reksa dana, turnover portofolio, loads dan <i>Expense Ratio</i> memiliki hubungan negative signifikan dengan kinerja reksa dana.</p>
<p>Performance and Characteristics of Swedish Mutual Fund Dahlquist, Magnus, Engstrom, Stefan dan Soderlind, paul (2000)</p>	<p>- melakukan penelitian tentang hubungan antara kinerja dengan karakteristik reksa dana di Swedia dari tahun 1991-1997.</p> <p>- Variabel dependen: kinerja reksa dana</p> <p>- Variabel independen: Fee administrasion, trading activity, flow, kinerja masa lalu</p>	<p>- fee administrasi memiliki korelasi yang kuat terhadap kinerja reksa dana saham I (equity I fund) dan reksa dana pasa uang, ukuran memiliki korelasi negative yang kuat terhadap kinerja reksa dana saham II (equity II fund), trading activity memiliki hubungan positif kuat terhadap</p>

- Metode penelitian ini adalah analisis regresi.
- kinerja reksa dana.
- menemukan bukti yang sangat kecil mengenai hubungan antara flow dengan kinerja reksa dana, reksa dana tahun lalu mempunyai kinerja yang baik maka kinerja sekarang akan menjadi baik juga

Sumber: berbagai jurnal dan penelitian

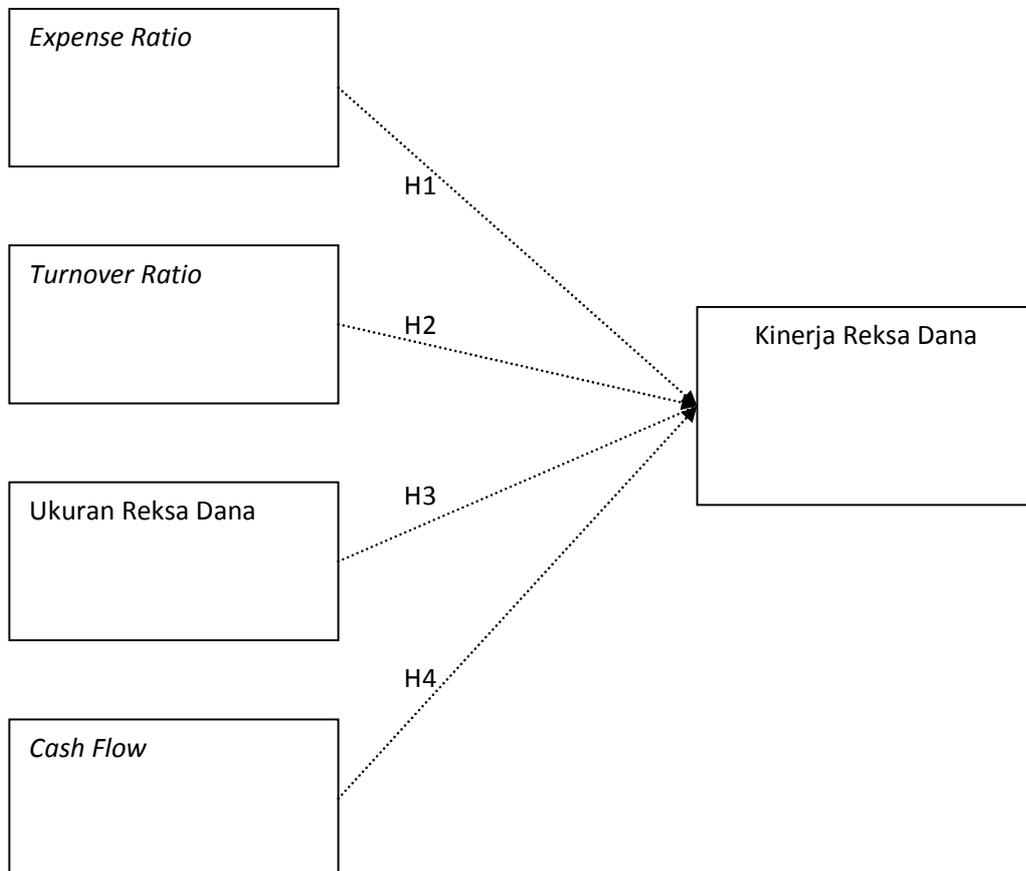
2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis

Sharpe's Measure yang digunakan untuk mengukur Kinerja Reksa Dana dalam penelitian ini membagi premi portofolio dengan standar deviasi. Dalam teori portofolio, standar deviasi merupakan risiko total yang merupakan penjumlahan dari risiko pasar (*systematic/market risk*) dan *unsystematic risk*. Standar deviasi juga merupakan risiko fluktuasi portofolio yang dihasilkan karena berubah-ubahnya return yang dihasilkan dari subperiode ke periode lainnya selama seluruh periode (Wiksuana, 2008). Return yang berubah-ubah tersebut tentunya disebabkan oleh adanya aktifitas Manajer Investasi di dalam mengelola Reksa Dana. Banyaknya dana yang dikelola, bagaimana pola Manajemen Investasi dalam mengelola dana tersebut dan atribut seperti biaya pengelolaan menjadi

penting diamati karena berpengaruh pada perolehan *return*. Oleh karena hal tersebut penelitian ini menggunakan variabel Expense Ratio, Turnover Ratio, Ukuran Reksa Dana dan Cash Flow.

Penelitian-penelitian terdahulu yang dilakukan oleh O' Neal, Edward S., and Page, Daniel E. (2000), menguji hubungan antara karakteristik reksa dana (*Expense Ratio, Turnover Ratio, age and size*) dengan abnormal performance dari reksa. Antonius Heri Nurwahudi (2006), melakukan penelitian tentang market timing dan seletion ability investasi dan pengaruh karakteristik (*Expense Ratio, size, Cash Flow, Turnover Ratio and age*) terhadap kinerja reksa dana di Indonesia priode januari 2002 sampai agustus 2004. P, Jerry; Manurung (2004), mengukur kinerja serta menganalisis dan menguji factor-faktor yang menjadi karakteristik reksa dana seperti *Expense Ratio, total net asset, load fee* dan turnover . Philpot, James, Heart, Douglas, Rimbey, James N, dan Schulman Craig T. (1998), melakukan penelitian tentang pengaruh *Expense Ratio, turnover, loads and fund size* terhadap kinerja reksa dana saham. Dahlquist, Magnus, Engstrom, Stefan dan Soderlind, paul (2000).melakukan penelitian tentang hubungan antara kinerja dengan karakteristik reksa dana di Swedia dari tahun 1991-1997.

Berdasarkan konsep-konsep dasar teori dan hasil-hasil penelitian terdahulu maka dalam penelitian ini faktor-faktor yang mempengaruhi Kinerja Reksa Dana adalah *Expense Ratio*, *Turnover Ratio*, ukuran reksa dana dan *Cash Flow*. Atas dasar analisis faktor-faktor tersebut, maka pengaruh dari masing-masing variabel terhadap Kinerja Reksa Dana dapat digambarkan dalam kerangka pemikiran teoritis yang digambarkan dalam Gambar 2.2 berikut ini:



Gambar 2.2 Kerangka Pemikiran Teoritis

2.4. Perumusan Hipotesis

Atas dasar tinjauan pustaka dan kerangka pemikiran teoritis, maka dalam penelitian ini dapat dirumuskan 4 hipotesis sebagai berikut:

- 1) H1: *Expense Ratio* mempunyai pengaruh yang negatif terhadap
Kinerja Reksa Dana
- 2) H2: *Turnover Ratio* memiliki pengaruh yang positif terhadap Kinerja
Reksa Dana
- 3) H3: Ukuran Reksa Dana memiliki pengaruh yang positif terhadap
Kinerja Reksa Dana
- 4) H4: *Cash Flow* memiliki pengaruh yang positif terhadap Kinerja Reksa
Dana

BAB III

METODE PENELITIAN

Pada bab ini akan diuraikan definisi operasional, populasi dan sampel penelitian, jenis dan sumber data, model penelitian dan penjelasan variable serta teknik analisis yang terdiri dari pengujian asumsi klasik dan pengujian hipotesis.

3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasioal

3.1.1 Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan variable kinerja Reksa Dana, *Expense Ratio*, *Turnover Ratio*, ukuran Reksa Dana dan *Cash Flow*. Variabel-variabel tersebut dibedakan menjadi variabel dependen yaitu kinerja Reksa Dana dan variabel independen meliputi *Expense Ratio*, *Turnover Ratio*, ukuran Reksa Dana dan *Cash Flow*.

3.1.2 Definisi Operasional

Berdasarkan konsep-konsep dasar teori dan hasil-hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Penelitian-penelitian terdahulu yang dilakukan oleh O' Neal, Edward S., and Page, Daniel E. (2000), Antonius Heri Nurwahudi (2006), *P, Jerry; Manurung (2004)*, Philpot, James, Heart, Douglas, Rimbey, James N, dan Schulman Craig T. (1998), Dahlquist, Magnus, Engstrom, Stefan dan Soderlind, paul (2000), maka variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Expense Ratio*, *Turnover Ratio*, Ukuran Reksa Dana dan *Cash Flow*

3.1.2.1 Kinerja Reksa Dana

Kinerja Reksa Dana diukur dengan menggunakan Sharpe's Performance Index (SPI). Berdasarkan definisi Sharpe's Performance Index sebagaimana telah dikemukakan sebelumnya bahwa (Pratomo, 2009: 20)

$$RAVR = \frac{(TRp - Rf)}{SDp}$$

.....(3.1)

RAVR = Excess return / Risk dimana,

TRp = rata-rata *total return* portofolio selama periode *t*;

Rf = rata-rata *risk free rate of return* selama periode *t*;

SDp = deviasi standar *return* untuk portofolio *p* selama periode *t*;

TRp – Rf = *excess return (premium risk)* portofolio *p*.

maka untuk menggunakan rumus SPI kita harus terlebih dahulu mengumpulkan data tentang:

1. Tingkat pengembalian rata-rata aktiva (Reksa Dana)
2. Tingkat pengembalian investasi bebas risiko *R*, biasanya bunga deposito bank pemerintah.
3. Standard deviasi pengembalian aktiva (Reksa Dana)

Standar deviasi merupakan risiko fluktuasi Reksa Dana yang dihasilkan karena berubah-ubahnya laba yang dihasilkan dari sub periode yang lain selama seluruh periode. Dalam teori portofolio, standar deviasi merupakan risiko total yang merupakan penjumlahan dari risiko pasar (systemmatic/market risk) dan unsysmatic risk. Dengan membagi risk premium yang dihasilkan per unit dengan standar deviasi, Sharpe mengukur risk premium yang dihasilkan per unit risiko yang diambil. Jika investasi pada SBI tidak mengandung risiko, maka dapat diharapkan akan menghasikan investasi lebih besar dari pada kinerja investasi bebas risiko. Sharpe mengukur seberapa besar penambahan hasil investasi yang diperoleh untuk tiap unit risiko yang diambil. Makin tinggi nilai rasio Sharpe makin baik kinerja Reksa Dana.

3.1.2.2 Expense Ratio

Expense Ratio merupakan perbandingan antara biaya operasional Reksa Dana terhadap total dana yang dikelola. Rasio ini menjadi pembanding biaya yang harus dibayar investor setiap tahunnya (Nofie Iman, 2008:117).

$$expense\ ratio = \frac{(\sum_{i=1}^n \frac{TBt}{ABt})}{N} \dots\dots\dots(3.2)$$

dimana,

TBt : total biaya Reksa Dana i pada bulan t

Abt : Aktiva bersih Reksa Dana i pada bulan t

N : Jumlah periode waktu

Di dalam Laporan Keuangan Reksa Dana expense ratio telah dicantumkan sebagai indikator keuangan.

3.1.2.3 Turnover Ratio

Turnover Ratio merupakan dihitung dengan membagi total penjualan atau pembelian yang lebih kecil dibagi dengan total aktiva Reksa Dana (Dahlquist, et al 2004)

$$\text{turnover ratio} = \frac{\text{penjualan atau pembelian mana yang terkecil}}{\text{rata-rata aset}} \dots(3.3)$$

3.1.2.4 Ukuran Reksa Dana

Ukuran reksa dana merupakan salah satu alat ukur besar kecilnya reksa dana berdasarkan dana yang dikelola. Adapun dalam penelitian ini ukuran reksa dana dihitung berdasarkan Nilai Aktiva Bersih bulanan. Aktiva bersih dihitung dengan mengurangi kewajiban dari total aktiva Reksa Dana. Setelah nilai aktiva bersih diperoleh kemudian diubah ke dalam bentuk log, agar nilainya tidak terlalu besar bila dibandingkan dengan variable yang lain (Wahyudi, 2004). Nilai aktiva bersih (NAB) sudah tersedia pada data yang dari Bapepam-LK.

$$\text{Aktiva bersih} = \text{Total aktiva} - \text{Kewajiban}$$

$$\text{Ukuan (size)} = \text{Log Aktiva Bersih}$$

.....(3.4)

3.1.2.5 Cash Flow

Menurut Barber, Odan, dan Lu Zheng (2005) aliran *Cash Flow* dapat dihitung dengan formula sebagai berikut:

$$cash\ flow = \sum_{i=1} \frac{(TNA_{it} - TNA_{i,t-1}(1+R_{it}))}{TNA_{i,t-1}} / N \quad \dots\dots\dots(3.5)$$

dimana, TNA_{it} = Total Aktiva Reksa Dana i pada bulan t

$TNA_{i,t-1}$ = Total Aktiva Reksa Dana i pada bulan sebelumnya

R_{it} = Return Reksa Dana i pada bulan t

N = Jumlah periode waktu observasi

3.2 Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi merupakan semua nilai baik dari hasil perhitungan maupun pengukuran, baik kuantitatif maupun kualitatif dari pada karakteristik tertentu mengenai sekelompok objek yang lengkap dan jelas (Usman, 2000:43). Tujuan diadakannya populasi adalah agar dapat menentukan besarnya anggota sampel yang diambil dari populasinya dan membatasi berlakunya daerah generalisasi populasi yang diambil sebagai objek penelitian ini adalah seluruh Reksa Dana yang menjalankan aktivitasnya dan terdaftar di Bapepam-LK selama Januari 2007-Desember 2007.

Sampel dalam penelitian ini adalah sebagian dari populasi yang krakteristiknya diduga dan dianggap dapat mewakili populasinya. Pengambilan sampel dalam penelitian ini

secara purposive sampling, sampel dipilih berdasarkan pertimbangan subjektif peneliti, dimana persyaratan yang dibuat sebagai kriteria harus dipenuhi (Subagyo, 1997). Kriteria yang ditentukan dalam penelitian ini antara lain:

1. Reksa Dana konvensional yang terdaftar di Bapepam secara terus menerus selama periode penelitian yaitu 2005-2007.
2. Memiliki kelengkapan data yang dibutuhkan

3.3 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder merupakan sumber data penelitian yang diperoleh dan dicatat oleh pihak lain (Nur Indartono dan Bambang Supono, 2002:147). Data tersebut diperoleh dari website resmi Bapepam-LK dan BI. Berikut adalah data beserta sumber data yang digunakan dalam penelitian ini:

1. Daftar Reksa Dana yang aktif dalam periode penelitian (2005-2007) yang diperoleh dari Bapepam-LK.
2. NAB/unit sampel penelitian selama periode 2005-2007 yang diperoleh dari Bapepam-LK
3. Total net asset masing-masing sampel yang diperoleh dari Bapepam-LK.
4. Laporan keuangan tahunan untuk memperoleh data *Turnover Ratio*, *Expense Ratio*, dan *Cash Flow*.
5. Data bunga SBI selama tahun 2005-2007 yang diperoleh dari Bank Indonesia.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi, yaitu dengan mendokumentasikan data yang diambil dari beberapa sumber antara lain Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam), www.bapepam.go.id , www.bi.go.id serta dengan melakukan studi pustaka dengan mempelajari artikel, jurnal, dan buku-buku yang berkaitan dengan penelitian ini.

3.5 Metode Penelitian

Penelitian ini dilakukan pada Reksa Dana di Indonesia. Dimensi waktu yang digunakan adalah *cross sectional* artinya penelitian dilakukan pada suatu periode tertentu yaitu 2007 – 2007 karena pada periode ini terjadi krisis global yang menyebabkan perekonomian dunia turun dan berdampak juga pada akfitas pasar modal. Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisa kuantitatif, untuk memperkiakan secara kuantitatif pengaruh dari beberapa variabel terhadap kinerja Reksa Dana.

3.5.1 Analisis Regresi Linear Berganda

Analisis data dalam penelitian ini menggunakan model regresi linear berganda karena tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh dari variabel independen yaitu *Expense Ratio*, *Turnover Ratio*, Ukuran Reksa Dana, dan *Cash Flow* terhadap Kinerja Reksa Dana.

Dari penjelasan sebelumnya maka persamaan regresi diformulasikan sebagai berikut (Ghozali 2006):

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + e$$

Dimana :

Y = Kinerja Reksa Dana Saham (Index Sharpe)

X1 = *Expense Ratio*

X2 = *Turnover Ratio*

X3 = Ukuran Reksa Dana

X4 = *Cash Flow*

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \dots, \beta_n$ = Koefisien regresi

α = konstanta

e = standar eror

3.6 Metode Analisis Data

3.6.1 Uji Asumsi Klasik

Menurut Algifari(2000) model regresi linier berganda memiliki beberapa asumsi,yaitu :

1. Non multikolinearitas, artinya tidak ada hubungan linier yang sempurna atau pasti diantara beberapa atau semua variabel independen dari model regresi.
2. Homokedasitas, artinya varians semua variabel adalah konstan (sama)
3. Non Autokorelasi, artinya tidak terdapat pengaruh dari variabel dalam model melalui tenggang waktu. Misalnya, nilai suatu variabel saat ini akan berpengaruh terhadap nilai variabel lain pada masa yang akan datang.
4. Distribusi kesalahan (error) adalah normal. Dengan asumsi kenormalan, distribusi probabilitas penaksir regresi dengan mudah diketahui, karena merupakan sifat distribusi normal bahwa setiap fungsi linier dari variabel yang didistribusikan secara normal dengan sendirinya berdistribusi normal.

3.6.1.1 Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas merupakan penyimpangan asumsi klasik yang pertama, artinya ada hubungan linier yang sempurna (pasti) di antara beberapa atau semua variabel independen dari model regresi. Jika variabel bebas berkorelasi dengan sempurna, maka dapat disebut dengan Multikolinearitas Sempurna. Menurut Syahri Alhusin (2003) dampak adanya Multikolinearitas adalah :

1. Pengaruh masing-masing variabel bebas tidak dapat dideteksi atau sulit dibedakan.

2. Kesalahan Standard estimasi cenderung meningkat dengan makin bertambahnya variabel bebas.
3. Tingkat signifikansi yang digunakan untuk menolak hipotesis nol (H_0) semakin besar.
4. Probabilitas untuk menerima hipotesis yang salah semakin besar.
5. Kesalahan Standard bagi masing-masing koefisien yang di duga sangat besar akibatnya nilai t menjadi sangat rendah.

Menurut Imam Ghozali (2006) untuk mendeteksi adanya multikolinearitas di dalam model regresi dapat dilakukan hal berikut :

1. Nilai R^2 yang dihasilkan sangat tinggi ,tetapi secara individual variabel-variabel independent banyak yang tidak signifikan mempengaruhi variabel dependen.
2. Menganalisis matriks korelasi variabel-variabel independent.Jika nilai korelasi antara variabel-variabel independent yang cukup tinggi (umumnya diatas 0,90),maka hal ini merupakan indikasi adanya multikolinearitas.
3. Multikolinearitas dapat dilihat dari nilai tolerance dan variance inflation factor (VIF).Tolerance mengukur variabilitas variabel independen yang terpilih yang tidak dijelaskan oleh variabel independent lainnya.Nilai tolerance yang rendah sama dengan nilai VIF yang tinggi (karena $VIF=1/tolerance$).Nilai Cuttoff yang umum dipakai untuk menunjukkan adanya multikolinearitas adalah apabila nilai tolerance $<0,1$ atau sama dengan nilai $VIF>10$.

3.6.1.2 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lainnya. Masalah ini timbul karena residual tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya. Autokorelasi merupakan korelasi atau hubungan yang terjadi diantara anggota-anggota dari serangkaian pengamatan yang tersusun dalam rangkaian waktu (data time series) maupun tersusun dalam rangkaian ruang yang disebut data cross sectional (Gujarati, 1995). Salah satu pengujian yang umum dilakukan atau digunakan untuk mengetahui adanya autokorelasi adalah uji statistic Durbin Watson. Uji ini dihitung berdasarkan jumlah selisih kuadrat nilai-nilai taksiran faktor-faktor gangguan yang berurutan.

3.6.1.3 Uji Heterokedastisitas

Heterokedastisitas menunjukkan bahwa variasi (varians) variabel tidak sama untuk semua pengamatan. Pada heterokedastisitas, kesalahan yang terjadi tidak random (acak), tetapi menunjukkan hubungan yang sistematis sesuai dengan besarnya satu atau lebih variabel. Menurut Syahri Alhusin (2004). Dampak dari adanya heterokedastisitas adalah :

1. Penaksir (estimator) yang diperoleh menjadi tidak efisien, hal ini disebabkan karena variansnya sudah tidak minim lagi (tidak efisien).
2. Kesalahan baku koefisien regresi akan terpengaruh sehingga akan memberikan indikasi yang salah dan koefisien determinasi memperlihatkan daya penjelasan yang terlalu besar.

Gejala heterokedastisitas dalam penelitian ini dideteksi dengan menggunakan grafik scatterplot. Pendeteksian mengenai ada tidaknya heterokedastisitas menggunakan grafik scatterplot dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik scatterplot antara SRESID dan ZPRED dimana sumbu Y telah diprediksi dan sumbu ZX adalah residual (Ghozali, 2006 :105). Dasar analisisnya sebagai berikut :

1. Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit) maka mengindikasikan telah terjadi heterokedastisitas.
2. Jika tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y maka tidak terjadi heterokedastisitas

Selain menggunakan Scatterplot digunakan pula uji statistik yaitu uji White. Uji White dilakukan dengan meregres residual kuadrat (U^2t) dengan variabel independen, variabel independen kuadrat dan perkalian (interaksi) variabel independen. Dari persamaan regresi tersebut didapatkan R^2 untuk menghitung c^2 , dimana $c^2 = n \times R^2$. Pengujiannya adalah jika c^2 hitung $< c^2$ tabel maka hipotesis alternatif adanya heteroskedastisitas dalam model ditolak.

3.6.1.4 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi variabel dependen dan independen keduanya memiliki distribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik dan tetap adalah memiliki distribusi data yang normal atau mendekati normal.

Terdapat beberapa cara untuk menguji normalitas data, yaitu (Ghozali,2001:110)

1. Menggunakan histogram yang membandingkan data observasi dengan distribusi yang mendekati normal.
2. Melihat penyebaran data pada sumbu diagonal Normal Probability Plot. Dasar pengambilan keputusannya adalah jika data menyebar di sekitar garis diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
3. Menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov pada statistik non-parametrik. Jika nilai probabilitas lebih besar daripada tingkat signifikansinya (0.05) maka asumsi normalitas terpenuhi.

3.7 Prosedur Pengujian Hipotesis

3.7.1 Uji T

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel bebas secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen dengan hipotesis sebagai berikut :

1. Hipotesis nol atau $H_0 : \beta_i = 0$ artinya variabel independent bukan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen.

2. Hipotesis alternative atau $H_a : \beta_i \neq 0$ artinya variabel independen merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen.

Untuk mengetahui kebenaran hipotesis digunakan kriteria bila t hitung $>$ t tabel maka menolak H_0 dan menerima H_a . Artinya ada pengaruh antara variabel dependen terhadap variabel independent dengan derajat keyakinan yang digunakan 5%. Atau dengan melihat nilai dari sig. uji t masing-masing variabel, jika nilai $\text{sig} < 0,05$ maka dapat kita simpulkan bahwa menolak H_0 dan menerima H_a (Ghozali, 2006).

3.7.2 Uji Determinasi (R^2)

Uji determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara 0 dan 1. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati 1 berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen. Secara umum koefisien determinasi untuk data silang (cross section) relative rendah karena adanya variasi yang besar antar masing-masing pengamatan (Ghozali, 2006 :83).