

KAJIAN POTENSI PENAMBAHAN INVESTOR RITEL DAN SHIFTING INSTRUMEN SEBAGAI PENGARUH PENYESUAIAN TARIF PPH ATAS BUNGA OBLIGASI

**SUBDIT PENGEMBANGAN PENGELOLAAN PEMBIAYAAN
DIREKTORAT STRATEGI DAN PORTOFOLIO PEMBIAYAAN
DITJEN PENGELOLAAN PEMBIAYAAN DAN RISIKO
2023**

DAFTAR ISI

PENDAHULUAN.....	2
LATAR BELAKANG	3
RUMUSAN MASALAH.....	4
TUJUAN KAJIAN.....	5
METODOLOGI PENELITIAN.....	5
LITERATURE REVIEW	6
HAL-HAL YANG MEMPENGARUHI MINAT MEMBELI	6
PENGARUH INSENTIF PAJAK DALAM INVESTASI.....	7
FAKTOR PENDUKUNG INVESTASI SBN RITEL	8
PEMBAHASAN.....	10
PENGARUH PENYESUAIAN TARIF PPH ATAS BUNGA OBLIGASI TERHADAP MINAT MEMBELI INVESTOR.....	10
PENGARUH PENYESUAIAN TARIF PPH ATAS BUNGA OBLIGASI TERHADAP <i>SHIFTING</i> INVESTASI	16
KESIMPULAN DAN REKOMENDASI	19

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1. Model Penelitian.....	11
Gambar 2. Demografi Responden	11
Gambar 3. Pembuatan model dalam aplikasi Smart PLS	13
Gambar 4. Hasil Uji Validitas	13
Gambar 5. Hasil Uji Reliabilitas.....	14
Gambar 6. Hasil Running Data	14
Gambar 7. Hasil Running Data untuk Kelompok Investor Pasar Keuangan	15
Gambar 8. Penurunan Reksadana	16
Gambar 9. Pengelolaan Dana Lembaga Asuransi.....	17
Gambar 10. Pengelolaan Dana Lembaga Dana Pensiun	17
Gambar 11. Bond Fund Flows berdasarkan kelompok investor.....	18

Pendahuluan

Latar Belakang

Sebelum tahun 2021, tarif pajak atas PPh bunga obligasi berbeda-beda antar pelaku pasar, baik investor domestik maupun investor luar negeri. Tarif PPh atas investor domestik bervariasi antara final 5% sampai dengan 15%, maupun non final dan dikecualikan. Sementara tarif pajak untuk investor luar negeri adalah 20% bagi negara yang tidak mempunyai perjanjian perpajakan bervariasi dari 0% sampai dengan 15% bagi negara dengan perjanjian perpajakan. Ketidaksetaraan sifat dan tarif PPh Bunga Obligasi tersebut menciptakan distorsi harga SBN. Perilaku *gross-up* yang dilakukan investor untuk mengkompensasi pajak yang dikenakan menyebabkan perbedaan harga SBN antar investor serta menyebabkan tambahan beban bunga yang diikuti penambahan belanja wajib APBN. Selain itu perbedaan tarif P3B menciptakan tambahan kerumitan administrasi, khususnya ketika investor melakukan klaim atas tarif P3B.

Dalam rangka menciptakan pasar keuangan yang dalam, likuid, inklusif, dan efisien sebagaimana ditargetkan dalam Strategi Nasional Pengembangan dan Pendalaman Pasar Keuangan (SN-PPPK) 2018-2024, pemerintah menetapkan Peraturan Pemerintah Nomor 9 Tahun 2021 dan Peraturan Pemerintah Nomor 91 Tahun 2021 yang mengatur penyesuaian tarif PPh atas bunga obligasi. Output yang diharapkan dari kebijakan PPh Bunga Obligasi ini adalah:

1. Menciptakan kesetaraan (*level of playing-field*) antar kelompok investor;
2. Mengurangi distorsi harga SBN yang diduga diakibatkan perilaku *gross-up*;
3. Meningkatkan partisipasi investor domestik pada instrumen SBN;
4. Mendorong WNI yang memanfaatkan celah tarif P3B untuk berinvestasi langsung di Indonesia;
5. Penghematan belanja bunga dan alokasi belanja wajib pemerintah.

Salah satu indikator yang digunakan oleh DJPPR-Kemenkeu dalam rangka mengukur kedalaman pasar adalah penambahan jumlah investor baru adalah penambahan jumlah investor domestik yang berinvestasi di pasar SBN. Penambahan jumlah investor menjadi salah satu indikator

utama inklusi keuangan dalam rangka menciptakan pendalaman pasar. Inklusi keuangan tersebut mempunyai manfaat antara lain¹:

1. Meningkatkan efisiensi ekonomi.
2. Mendukung stabilitas sistem keuangan.
3. Mengurangi *shadow banking* atau *irresponsible finance*.
4. Mendukung pendalaman pasar keuangan.
5. Memberikan potensi pasar baru bagi perbankan.
6. Mendukung peningkatan Human Development Index (HDI) Indonesia.
7. Berkontribusi positif terhadap pertumbuhan ekonomi lokal dan nasional yang berkelanjutan
8. Mengurangi kesenjangan (inequality) dan rigiditas low income trap, sehingga dapat meningkatkan kesejahteraan masyarakat yang pada akhirnya berujung pada penurunan tingkat kemiskinan.

Setelah satu tahun penerapan penyesuaian tarif PPh atas bunga obligasi, kiranya diperlukan suatu kajian untuk melihat dampak dari peraturan tersebut terhadap pasar keuangan, khususnya pasar obligasi.

Rumusan Masalah

Arin, Mamun dan Purushothman (2009)² menyatakan bahwa kebijakan perpajakan yang diambil oleh pemerintah mempunyai pengaruh ke pasar keuangan, namun tidak semua kebijakan perpajakan mempunyai pengaruh yang signifikan. Kebijakan perpajakan yang mempunyai pengaruh signifikan adalah kebijakan yang berkaitan dengan pajak penghasilan, terutama penghasilan karyawan. Kajian ini akan berfokus pada rumusan masalah sebagai berikut:

1. Apakah kebijakan penyesuaian tarif PPh atas bunga obligasi mempengaruhi minat investor untuk berinvestasi di SBN;
2. Apakah kebijakan penyesuaian tarif PPh atas bunga obligasi membuat investor melakukan *shifting* instrumen investasi?

¹ Rosmida, R. and Wahyuni, E.S., 2017. Keberhasilan Program “Yuk Nabung Saham” Oleh Bursa Efek Indonesia Dalam Meningkatkan Penjualan Instrumen Pasar Modal Di Indonesia. *Inovbiz: Jurnal Inovasi Bisnis*, 5(2), pp.149-157.

² Arin, K.P., Mamun, A. and Purushothman, N., 2009. The effects of tax policy on financial markets: G3 evidence. *Review of Financial Economics*, 18(1), pp.33-46.

Tujuan Kajian

Kajian bertujuan untuk melihat pengaruh kebijakan penyesuaian tarif PPh atas bunga obligasi terutama pada minat investor untuk berinvestasi di SBN dan juga respon pasar dalam hal *shifting* instrumen investasi.

Metodologi Penelitian

Penelitian dilaksanakan dengan menggunakan data primer yang berasal dari survey dan data sekunder yang berkaitan dengan *shifting* investasi yang terjadi di pasar keuangan. Data primer diperoleh dari online melalui tautan <https://tinyurl.com/surveyPPh> untuk selanjutnya diolah menggunakan metode SEM (*Structural Equation Modelling*) menggunakan aplikasi Smart PLS untuk melihat hubungan antar variabel. Pengolahan data dilakukan 2 kali yaitu untuk seluruh responden dan juga untuk kelompok investor pasar keuangan. Sedangkan *shifting* instrumen investasi di teliti di lembaga asuransi dan dana pensiun

Literature Review

Hal-hal yang Mempengaruhi Minat Membeli

Theory of Planned Behaviour menjelaskan bahwa perilaku terbentuk karena adanya intention / niat, dimana niat tersebut dipengaruhi oleh sikap terhadap perilaku (*Attitude toward the behavior*), norma subyektif (*subjective norm*) dan kontrol perilaku yang dipersepsikan (*perceived behavioral control*)³. Variabel dalam model TPB (Ajzen, 1985)⁴, yakni sikap, norma subyektif, dan persepsi kendali perilaku, berpengaruh positif dan signifikan pada keinginan investor individual untuk berinvestasi di instrumen keuangan berisiko medium-tinggi (Cucinelli dkk, 2016)⁵.

Sikap terhadap perilaku dibentuk dari kumpulan keyakinan seseorang (*beliefs*) tentang suatu perilaku (Ajzen, 1991)⁶. Berdasarkan *Theory of Planned Behavior*, seseorang yang percaya bahwa menampilkan perilaku tertentu akan mengarahkan pada hasil yang positif akan memiliki sikap *favorable* terhadap ditampilkannya perilaku, sedangkan orang yang percaya bahwa menampilkan tingkah laku tertentu akan mengarahkan pada hasil yang negatif, maka ia akan memiliki sikap *unfavorable* (Ajzen, 1988)⁷. Norma-norma subyektif (*subjective norms*) adalah pengaruh sosial yang mempengaruhi seseorang untuk berperilaku. Seseorang akan memiliki keinginan terhadap suatu obyek atau perilaku seandainya ia terpengaruh oleh orang-orang di sekitarnya untuk melakukannya atau ia meyakini bahwa lingkungan atau orang-orang disekitarnya mendukung terhadap apa yang ia lakukan⁸. Persepsi kontrol perilaku atau disebut juga dengan kontrol perilaku adalah perasaan seseorang mengenai mudah atau sulitnya mewujudkan suatu perilaku tertentu, (Ajzen dan Fishbein, 2005)⁹.

³ <https://klc.kemenkeu.go.id/memahami-terbentuknya-perilaku-dari-perspektif-theory-of-planned-behaviour/>

⁴ Ajzen, I. (1985). From intentions to actions: a theory of planned behavior. In J. Kuhl & J. Beckmann (Eds.). *Action-control: From cognition to behavior* (pp. 11-39). Heidelberg: Springer

⁵ Cucinelli, D., Gandolfi, G. and Soana, M.G., 2016. Customer and advisor financial decisions: The theory of planned behavior perspective. *International Journal of Business and Social Science*, 7(12), pp.80-92.

⁶ Ajzen, Icek. (1991). The theory of planned behavior. *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 50, 179-211.

⁷ Ajzen, Icek. (1988). *Attitudes, personality, and behavior*. Milton Keynes: Open University Press dan Chicago, IL: Dorsey Press.

⁸ Maskur, A., Tjahjaningsih, E. and Saeroji, A., 2015. Pengaruh Norma Subyektif Dan Kontrol Perilaku Yang Dipersepsikan Terhadap Niat Pinjam KUR Mikro (Studi Pada Nasabah BRI di Pati). *Proceeding Fakultas Ekonomi*.

⁹ Ajzen, I. and Fishbein, M. 2005. The influence of attitudes on behavior. In Ibarra, D., Johnson, B.T., Zanna M.P. (Eds), *The handbook of attitudes*, Lawrence Erlbaum Associates

Schiffman dkk. (2008)¹⁰ mendefinisikan persepsi dari sudut pandang perilaku konsumen itu sendiri, yaitu sebuah proses dimana seseorang memilih, mengatur dan menjelaskan rangsangan sensorik memutuskan pandangan yang lebih baik tentang sesuatu. Proses persepsi mendukung kita untuk memahami orang lain. Mengapa mereka memiliki ide atau keyakinan yang berbeda dan mengapa mereka ingin tegas pada posisi mereka atau membatasi sistem kepercayaan mereka; dan juga membantu kita untuk menghormati kepentingan orang lain yang mempunyai permasalahan yang sama dan untuk menghindari konflik (Bokeno, 2011)¹¹. Beberapa penelitian telah menguji *Theory of Planned Behaviour* dalam memprediksi niat orang untuk berinvestasi di pasar keuangan (Akhtar dan Das, 2019¹²; Khan et al., 2020¹³). Penelitian tersebut telah menjadi batu loncatan untuk kesesuaian penggunaan TPB dalam kaitannya dengan niat investasi. Demikian pula, penelitian ini menggunakan TPB dan komponen utamanya ((*Attitude toward the behaviour*), norma subyektif (*subjective norm*) dan kontrol perilaku yang dipersepsikan (*perceived behavioural control*)) untuk memahami niat investor ritel.

Lim, dkk (2018)¹⁴ menyatakan bahwa persepsi risiko dan literasi keuangan berpengaruh signifikan dalam mempengaruhi keinginan investor individual untuk berinvestasi di instrumen saham. Orang dengan pengetahuan keuangan yang baik akan lebih memperhatikan kemana mereka berinvestasi.

Pengaruh Insentif Pajak dalam Investasi

Di negara berkembang, insentif perpajakan telah menjadi salah satu kebijakan untuk mempromosikan investasi. Banyak pemerintahan negara berkembang mencoba untuk merealokasi dan mendorong modal asing dan domestik dengan menggunakan insentif perpajakan di mana kegiatan ekonomi tertentu diberi perlakuan pajak yang lebih menguntungkan (Parys dan James, 2010)¹⁵. Beberapa bentuk insentif dapat diterapkan, seperti pengurangan tarif pajak penghasilan

¹⁰ Schiffman, L.G., Kanuk, L.L. and Hansen, H. (2008), *Consumer Behaviour: A European Outlook*, Prentice Hall.

¹¹ Bokeno, R.M. (2011), "Learning in conflict: revisiting the role of perception", *Development and Learning in Organizations: An International Journal*, Vol. 25 No. 2, pp. 15-17.

¹² Akhtar, F. and Das, N. (2019), "Predictors of investment intention in Indian stock markets", *International Journal of Bank Marketing*, Vol. 37 No. 1, pp. 97-119

¹³ Khan, S.U., Khan, I.U., Khan, I., Din, S.U. and Khan, A.U. (2020), "Evaluating sukuk investment intentions in Pakistan from a social cognitive perspective", *ISRA International Journal of Islamic Finance*, Vol. 12 No. 3

¹⁴ Lim, T.S., Mail, R., Abd Karim, M.R., Ulum, Z.K.A.B., Jaidi, J. and Noordin, R., 2018. A serial mediation model of financial knowledge on the intention to invest: The central role of risk perception and attitude. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 20, pp.74-79.

¹⁵ Parys, S.V. and James, S. (2010), "The effectiveness of tax incentives in attracting investment: panel data evidence from the CFA franc zone", *International Tax and Public Finance*, Vol. 17 No. 4, pp. 400-429.

badan, memungkinkan pengurangan pajak sementara untuk investasi bisnis (*tax holiday*) dan pemberian konsesi investasi tambahan dari kewajiban pajak melalui kredit pajak atau tunjangan investasi (Klemm dan Parys, 2012¹⁶; Zee et al., 2002¹⁷).

Namun, beberapa peneliti berpendapat bahwa menerapkan insentif perpajakan di negara berkembang mungkin kontroversial dan tidak produktif (Klemm, 2010¹⁸; Parys dan James, 2010; Zee et al., 2002). Argumen dasarnya adalah bahwa insentif semacam itu dapat membebani pemerintah dengan biaya yang signifikan. Biaya-biaya ini tidak hanya bersifat finansial (misalnya biaya administrasi dan pendapatan yang hilang), dan jika insentif perpajakan tersebut disiapkan dan diterapkan secara sembarangan. Selain itu insentif perpajakan untuk instrumen investasi yang tidak dipersiapkan secara maksimal juga akan mengakibatkan alokasi modal yang tidak efisien.

Demikian pula, dalam hal manfaat, tidak jelas sejauh mana TI dapat efektif dan memainkan peran yang menggembirakan dalam mendorong investasi (Klemm dan Parys, 2012). Sejauh pengetahuan kami, tidak ada penelitian yang mengeksplorasi efek TI terhadap keputusan dan perilaku investor ritel (Al-Mamun et al., 2020)¹⁹. Klemm dan Parys (2012) berpendapat bahwa pengaruh insentif perpajakan terhadap investasi ini penting untuk diselidiki mengingat pertimbangan sebagai berikut:

1. Hanya terdapat sedikit bukti empiris tentang efektivitas insentif pajak untuk menarik investasi,
2. Bukti yang ada tentang hubungan antara pajak dan investasi di negara industri tidak bisa begitu saja diekstrapolasi ke negara berkembang,
3. Insentif perpajakan bisa dilakukan dengan beberapa cara, perbedaan insentif perpajakan bisa memberikan efek yang berbeda dalam pengalokasian modal.

Faktor Pendukung Investasi SBN Ritel

Ketika berinvestasi dalam suatu instrumen keuangan, seorang investor akan mempertimbangkan fitur yang ada dalam instrumen tersebut. SBN Ritel saat ini merupakan salah satu instrumen *risk free* yang ada di Indonesia. Keamanan berinvestasi di SBN Ritel, dijamin oleh

¹⁶ Klemm, A. and Parys, S.V. (2012), "Empirical evidence on the effects of tax incentives", *International Tax and Public Finance*, Vol. 19 No. 3, pp. 393-423.

¹⁷ Zee, H.H., Stotsky, J.G. and Ley, E. (2002), "Tax incentives for business investment: a primer for policy makers in developing countries", *World Development*, Vol. 30 No. 9, pp. 1497-1516.

¹⁸ Klemm, A. (2010), "Causes, benefits, and risks of business tax incentives", *International Tax and Public Finance*, Vol. 17 No. 3, pp. 315-336.

¹⁹ Al-Mamun, A., Haque, A. and Jan, M.T. (2020), "Measuring perceptions of Muslim consumers toward income tax rebate over zakat on income in Malaysia", *Journal of Islamic Marketing*, Vol. 11 No. 2, pp. 368-383.

undang-undang, satu fitur yang tidak didapatkan di instrumen lainnya. Dibandingkan dengan risikonya, *return* yang dijanjikan dari berinvestasi di SBN Ritel juga cukup menggiurkan (Hartono, 2019)²⁰. Selain itu SBN Ritel memberikan alternatif investasi yang dapat dijangkau oleh semua kalangan masyarakat. Mulai dari nominal minimal Rp1 juta, investor sudah bisa menabung sambil belajar berinvestasi di berbagai instrumen investasi pada SBN, seperti Savings Bond Ritel (SBR), Sukuk Ritel (SR), Sukuk Tabungan (ST), dan Obligasi Ritel Indonesia (ORI). Oleh karena itu, fitur SBN ini juga termasuk hal utama yang mendorong minat investor untuk berinvestasi.

Perkembangan teknologi telah muncul sebagai elemen penting dalam mengatasi banyak hambatan inklusi keuangan (AlMahmood, 2019)²¹. SBN Online telah mengatasi hambatan banyak masyarakat dalam berinvestasi di SBN Ritel khususnya ketika berinvestasi dalam masa pandemi dan pembatasan sosial. Baik pemerintah selaku penerbit SBN Ritel maupun investor dapat memanfaatkan teknologi informasi, yang digunakan untuk meningkatkan transparansi arus kas, mengurangi biaya, dan meningkatkan efisiensi operasional. Digitalisasi dalam SBN Ritel juga dapat meningkatkan proses pengambilan keputusan investor dan kemauan untuk berinvestasi di SBN Ritel melalui penyediaan informasi yang lebih transparan. Salah satu yang berbeda dalam penerbitan SBN Ritel secara online adalah tidak adanya penjatahan antar mitra distribusi, siapapun yang memesan terlebih dahulu di platform manapun akan mendapatkan SBN Ritel yang diinginkan. Meskipun hubungan antara digitalisasi dan niat perilaku untuk berinvestasi belum diperiksa secara empiris, tinjauan literatur dari berbagai konteks telah menunjukkan pengaruh signifikan teknologi digital terhadap niat orang untuk melakukan perilaku tersebut (Bin-Nashwan dan Al-Daihani, 2020²² ; Schaupp et al., 2010²³).

²⁰ Hartono, H., 2019. Perbandingan Potensi Return Investasi Surat Berharga Negara (Sbn) Ritel Dan Return Saham Blue Chip. *Jurnal Ekonomi*, 21(1), pp.32-45.

²¹ AlMahmood, D. (2019), Promoting Retail Sukuk Using Blockchain Technology, Hamad Bin Khalifa University, Qatar.

²² Bin-Nashwan, S.A. and Al-Daihani, M. (2020), "Fundraising campaigns via social media platforms for mitigating the impacts of the COVID-19 epidemic", *Journal of Islamic Marketing*, Vol. 12 No. 3, pp. 576-597.

²³ Schaupp, L.C., Carter, L. and McBride, M.E. (2010), "E-file adoption: a study of U.S. taxpayers' intentions", *Computers in Human Behavior*, Vol. 26 No. 4, pp. 636-644

Pembahasan

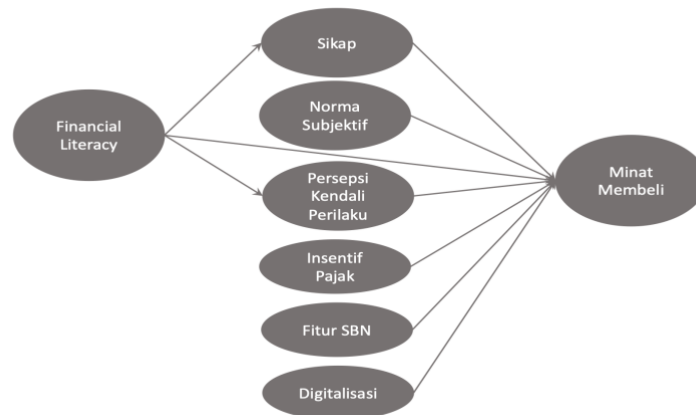
Pengaruh Penyesuaian Tarif PPh atas Bunga Obligasi Terhadap Minat Membeli Investor

Bagian pertama dari pembahasan kajian akan penulis gunakan untuk melihat bagaimana pengaruh penyesuaian tarif PPh atas Bunga Obligasi terhadap minat membeli investor. Pengaruh ini akan kami lihat menggunakan pengolahan data menggunakan aplikasi Smart PLS, Adapun data tersebut diperoleh dari responden yang mengisi survey online melalui tautan <https://tinyurl.com/surveyPPh>. Adapun tahapan dalam melakukan pengolahan data menggunakan SEM adalah sebagai berikut:

1. Rumuskan masalah dan pertanyaan penelitian, mencari hubungan sebab dan akibat dengan pemodelan *multivariat*. Rumusan masalah telah disampaikan dalam bab pendahuluan kajian ini.
2. Kaji teori-teori yang relevan untuk menyusun model penelitian untuk menjawab permasalahan. Hal ini bisa dilakukan dengan beberapa cara yaitu:
 - Kajian pustaka yang telah dikemukakan di bagian literature review
 - Wawancara atau *Focus Group Discussion* (FGD) dengan para pakar. FGD dilakukan oleh Subdit PPP dengan mengundang nara sumber dari pelaku pasar yaitu Bapak Handy Yudianto, Head of Fixed Income Research Division PT Mandiri Sekuritas.
3. Susun instrumen pengumpulan data berdasarkan model penelitian tersebut:
 - Utamanya kuesioner dengan Likert scale, tetapi mungkin juga dengan draf pertanyaan *follow-up* interview dengan sebagian partisipan setelah pengisian kuesioner.
 - Wawancara atau *Focus Group Discussion* (FGD) dengan perwakilan partisipan untuk memastikan semua pertanyaan dapat dipahami oleh partisipan sesuai maksud penelitian.
4. Sebarkan kuesioner hingga mencapai jumlah tanggapan yang ditargetkan.
5. Olah data dengan SmartPLS.
6. [Opsional] Lakukan wawancara dengan sebagian partisipan untuk menggali *why* atau *how* suatu hipotesis diterima atau ditolak.
7. Susun rekomendasi kebijakan berdasarkan hasil pengolahan data. Kegiatan dan anggaran difokuskan pada hipotesis yang diterima, bukan ditolak.

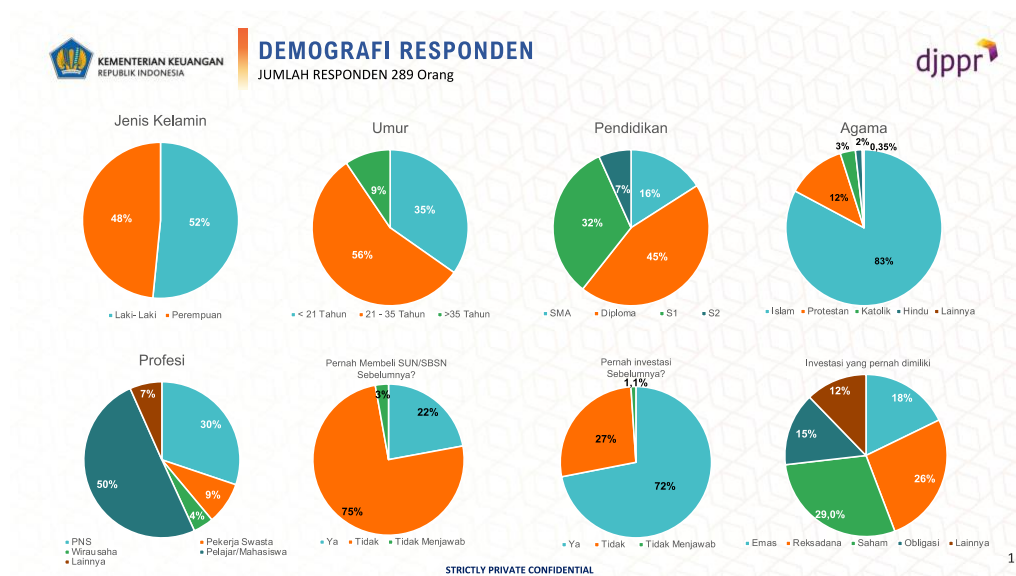
Berdasarkan landasan teori yang telah dikaji sebelumnya oleh peneliti lain, kami merumuskan suatu model yang kami rujuk dari Bin-Nashwan, Muneeza, dan Kunhibava (2022)²⁴ akan menjadi dasar pengolahan data menggunakan aplikasi SMART-PLS sebagai berikut,:

Gambar 1. Model Penelitian



Dalam rangka penelitian ini, penulis telah membuat kuisioner dengan sejumlah pertanyaan yang dapat di akses <https://tinyurl.com/surveyPPh>. Kuisioner tersebut disebarakan melalui berbagai whatsapp group serta di posting di Instagram Story @djpprkemenkeu. Selama periode pengambilan data, sebanyak 289 responden mengisi data dimaksud dengan demografi responden sebagai berikut.

Gambar 2. Demografi Responden



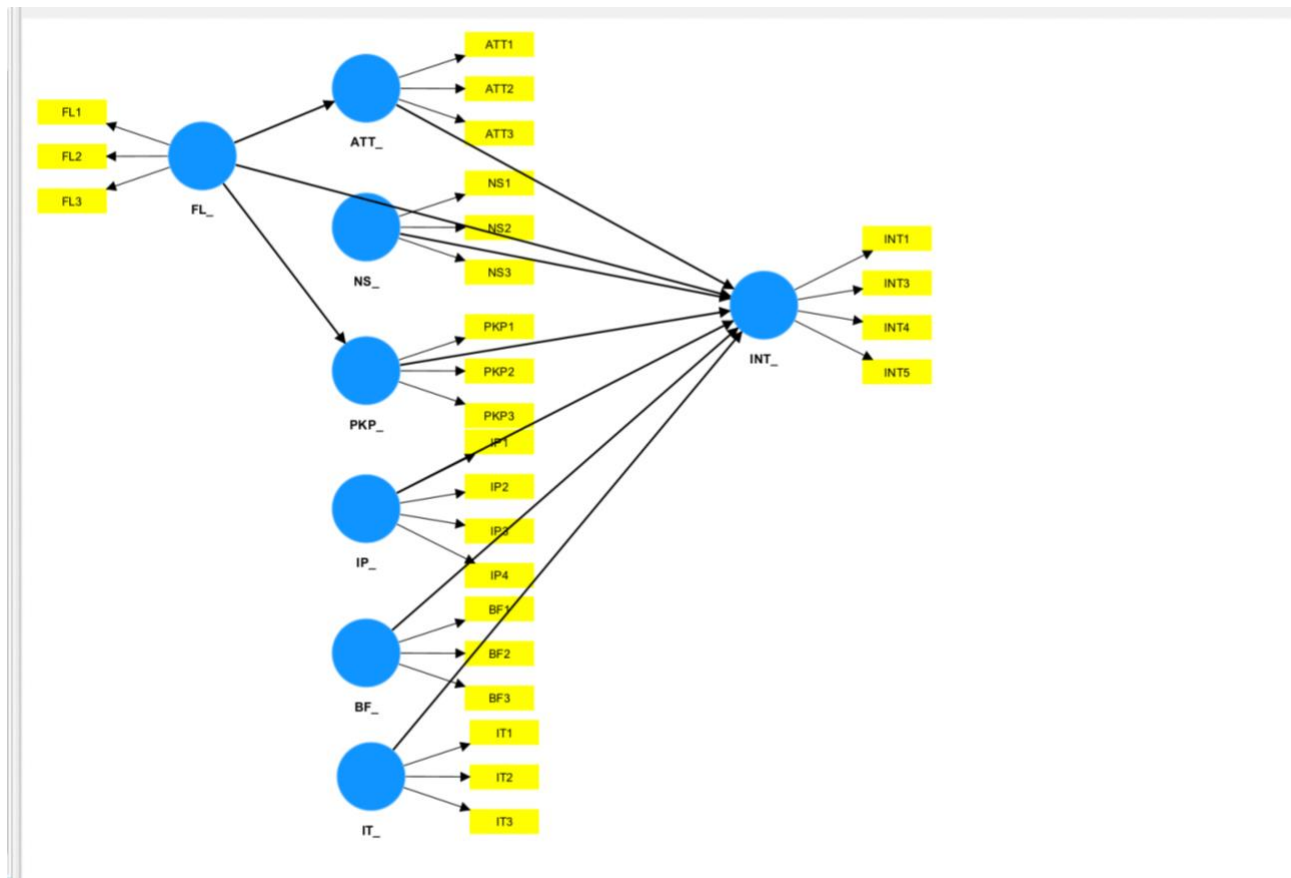
²⁴ Bin-Nashwan, S.A., Muneeza, A. and Kunhibava, S., 2022. What motivates retail investors to invest in government-issued digital sukuk during COVID-19?. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*.

Data tersebut kemudian diolah menggunakan SEM dalam aplikasi Smart-PLS. Structural Equation Modeling, yang dalam kajian ini untuk selanjutnya akan disebut SEM, adalah suatu teknik modeling statistik yang bersifat sangat cross-sectional, linear dan umum. Termasuk dalam SEM ini ialah analisis faktor (factor analysis), analisis jalur (path analysis) dan regresi (regression). Definisi berikutnya menyebutkan SEM adalah teknik analisis multivariat yang umum dan sangat bermanfaat yang meliputi versi-versi khusus dalam jumlah metode analisis lainnya sebagai kasus-kasus khusus. Definisi lain mengatakan bahwa SEM merupakan teknik statistik yang digunakan untuk membangun dan menguji model statistik yang biasanya dalam bentuk model-model sebab akibat. SEM sebenarnya merupakan teknik hibrida yang meliputi aspek-aspek penegasan (confirmatory) dari analisis faktor, analisis jalur dan regresi yang dapat dianggap sebagai kasus khusus dalam SEM (Sarwono, 2010)²⁵. Fitur utama SEM yang dimanfaatkan dalam penyusunan kajian ini adalah model sebab akibat (*causal modeling*) atau disebut juga analisis jalur (*path analysis*), yang menyusun hipotesa hubungan-hubungan sebab akibat (*causal relationships*) diantara variabel - variabel dan menguji model-model sebab akibat (*causal models*) dengan menggunakan sistem persamaan linier. Model-model sebab akibat dapat mencakup variabel-variabel manifest (*indikator*), variabel-variabel laten atau keduanya

Langkah awal dalam pengolahan data dalam aplikasi SmartPLS adalah pembuatan model, menghubungkan antar variabel dalam hipotesis dan memasukkan variabel dalam model tersebut. Untuk menghindari data yang tidak valid maupun tidak *reliable* diperlukan landasan teori yang kuat dan pertanyaan yang bisa dibaca dengan jelas oleh responden, mengingat hal tersebut tidak bisa diulang setelah periode pengambilan data. Sesuai dengan tujuan kajian yang digunakan untuk melihat pengaruh penyesuaian tarif PPh atas bunga obligasi terhadap minat membeli investor. Model dasar yang digunakan untuk melakukan survey menggunakan *teory of planned behaviour* dan beberapa teori lain yang mempelajari tentang pengaruh penyesuaian pajak terhadap minat membeli konsumen yang sudah disampaikan sebelumnya dalam landasan teori kajian. Model kajian dinyatakan valid oleh aplikasi SmartPLS dengan indicator semua variabel berwarna biru. Selanjutnya dilakukan uji validitas dan reliabilitas data.

²⁵ Sarwono, J., 2010. Pengertian dasar structural equation modeling (SEM). *Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis*, 10(3), pp.173-182.

Gambar 3. Pembuatan model dalam aplikasi Smart PLS



Gambar 4. Hasil Uji Validitas

Outer loadings - Matrix Zoom (85%)

	ATT_	BF_	FL_	INT_	IP_	IT_	NS_	PKP_
ATT1	0.893							
ATT2	0.934							
ATT3	0.940							
BF1		0.775						
BF2		0.814						
BF3		0.754						
FL1			0.805					
FL2			0.642					
FL3			0.636					
INT1				0.834				
INT3				0.839				
INT4				0.807				
INT5				0.858				
IP1					0.775			
IP2					0.825			
IP3					0.879			
IP4					0.778			
IT1						0.924		
IT2						0.956		
IT3						0.871		
NS1							0.824	
NS2							0.712	
NS3							0.837	
PKP1								0.819
PKP2								0.827
PKP3								0.852

Hasil uji validitas digunakan untuk mengetahui bahwa item pertanyaan yg digunakan sudah valid, dapat dimengerti oleh responden dan tidak terdapat multi tafsir. Skor *outer loadings* untuk pertanyaan yg valid adalah di atas 0,6 atau 0,7.

Gambar 5. Hasil Uji Reliabilitas

	Cronbach's alpha	Composite reliability (rho_a)	Composite reliability (rho_c)	Average variance extracted (AVE)
ATT_	0.912	0.915	0.945	0.851
BF_	0.681	0.682	0.825	0.611
FL_	0.477	0.504	0.738	0.488
INT_	0.855	0.859	0.902	0.697
IP_	0.834	0.855	0.888	0.664
IT_	0.907	0.927	0.941	0.842
NS_	0.711	0.739	0.835	0.629
PKP_	0.779	0.781	0.871	0.693

Uji Reliabilitas dilaksanakan dengan pengukuran *Cronbach's Alpha* dimana skor yang dianggap valid adalah lebih besar dari 0.5. Uji reliabilitas ini menunjukkan bahwa item yang digunakan dalam model konsisten (memberikan hasil yang sama di proses pengukuran yang berulang dengan kondisi yang sama). Setelah diyakini bahwa data dan model yang digunakan valid dan *reliable* maka dilakukan perhitungan atau pengujian *hypothesis* menggunakan aplikasi SmartPLS dengan hasil sebagai berikut:

Gambar 6. Hasil Running Data

	Original sample (O)	Sample mean (M)	Standard deviation (STDEV)	T statistics (O/STDEV)	P values	Hasil
ATT -> INT	0.002	(1.477)	65.715	0.000	0.500	Ditolak
BF -> INT	1.940	8.547	346.951	0.006	0.498	Ditolak
FL -> ATT	0	0	0	6.212	0.000	Diterima
FL -> INT	-0.651	(1.482)	109.046	0.006	0.498	Ditolak
FL -> PKP	1	1	0.094	9.727	0.000	Diterima
IP -> INT	-0.495	(2.185)	88.546	0.006	0.345	Ditolak
IT -> INT	-0.419	(3.042)	131.204	0.003	0.499	Ditolak
NS -> INT	0.062	0	60.332	0.001	0.500	Ditolak
PKP -> INT	0	(1.138)	67.727	0.005	0.754	Ditolak

Dari hasil running data tersebut, hanya 2 hipotesis yang diterima yaitu *financial literacy* mempengaruhi sikap dan persepsi kendali perilaku, sedangkan hipotesis yang lain ditolak. Selain itu juga terdapat temuan dimana STDEV atas hasil yang ditolak sangat tinggi. Atas temuan tersebut kami melakukan “*cleaning data*” dengan hanya melakukan *running data* dari responden yang

sebelumnya telah mempunyai investasi di pasar keuangan (Saham, Obligasi dan Reksadana). Adapun hasil running ulang dengan kelompok investor pasar keuangan adalah sebagai berikut:

Gambar 7. Hasil Running Data untuk Kelompok Investor Pasar Keuangan

	Original sample (O)	Sample mean (M)	Standard deviation (STDEV)	T statistics (O/STDEV)	P values	Hasil
ATT -> INT	0.245	0.317	0.088	3.407	0.000	Diterima
BF -> INT	0.359	0.366	0.078	4.679	0.000	Diterima
FL -> ATT	0.472	0.419	0.061	2.422	0.000	Diterima
FL -> INT	1	0.719	0.124	0.006	1	Ditolak
FL -> PKP	0.717	0.820	0.014	6.727	0.000	Diterima
IP -> INT	0.414	0.478	0.052	4.741	0.000	Diterima
IT -> INT	0.332	0.427	0.089	7.553	0.012	Diterima
NS -> INT	-0.282	0.122	0.041	1.723	0.211	Ditolak
PKP -> INT	0.374	0.371	0.089	2.623	0.021	Diterima

Hypothesis yang diterima memiliki tingkat keyakinan atau kebenaran yang kuat dimana PValues lebih kecil dari 0,05 dan TStatistik diatas 1,96²⁶. Terdapat 2 *hypothesis* yang ditolak yaitu *financial literacy* mempengaruhi minat membeli dan norma subjektif mempengaruhi minat membeli. Hal ini berbeda dengan dengan temuan beberapa *scholars* terdahulu. Atas hasil tersebut penulis melakukan *in depth interview* kepada 10 orang responden dan menyimpulkan bahwa ditolaknya kedua *hypothesis* tersebut disebabkan hal-hal sebagai berikut:

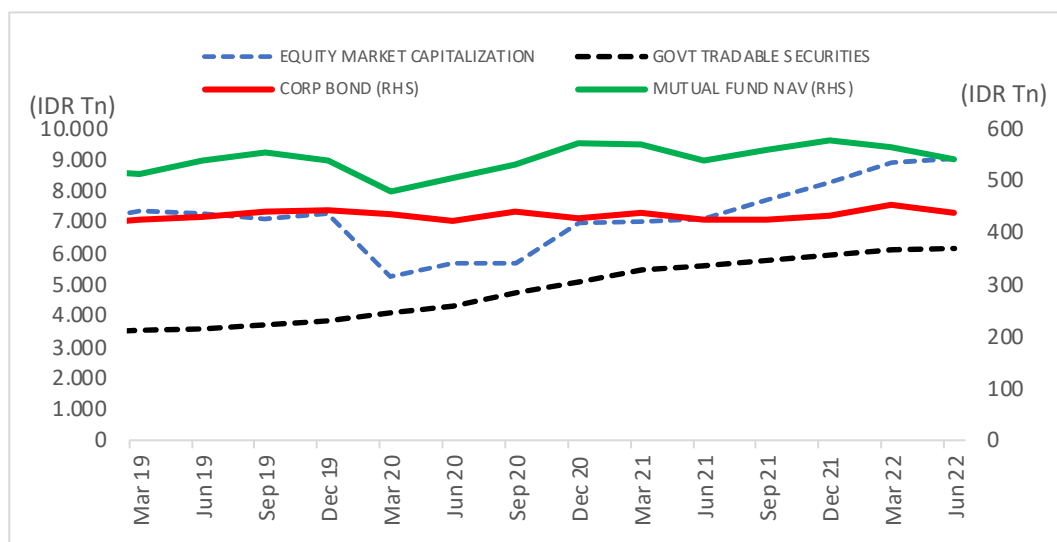
1. Responden non-investor sama sekali tidak tahu tentang penyesuaian tarif PPh ini, dan mengisi survey untuk mendapatkan hadiah.
2. Responden dengan usia muda merasa mereka memiliki hak sepenuhnya untuk menentukan instrumen investasi tanpa terbatas dalam norma sosial, 3 responden yang mewakili generasi ini bahkan sempat berinvestasi di instrumen kypto yang dinyatakan haram oleh Majelis Ulama Indonesia.
3. Kasus investasi bodong yang akhir-akhir ini terjadi membuat responden berpikir bahwa risiko atas investasi merupakan tanggungan investor. Pemerintah ataupun masyarakat tidak akan mengganti kerugian mereka, sehingga mereka bebas berinvestasi dimanapun.
4. Instrumen SBN sudah lama diketahui oleh masyarakat namun imbal hasilnya tidak sesuai dengan profil risiko mereka.

²⁶ Ghozali, I. (2016) Aplikasi Analisis Multivariete Dengan Program IBM SPSS 23. Edisi 8. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Pengaruh Penyesuaian Tarif PPh atas Bunga Obligasi Terhadap *Shifting* Investasi

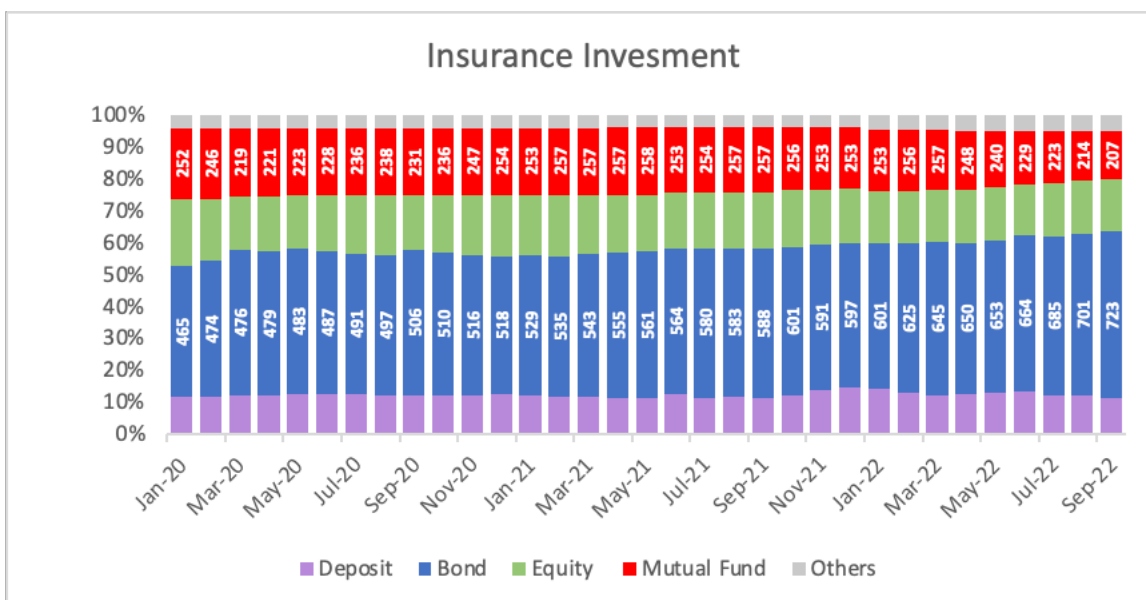
Untuk melihat apakah penyesuaian tarif atas PPh atas bunga obligasi mengakibatkan *shifting* instrumen investasi, dalam FGD dilakukan oleh Subdit PPP dengan mengundang nara sumber dari pelaku pasar, Bapak Handy Yudianto, *Head of Fixed Income Research Division* PT Mandiri Sekuritas, memberikan masukan untuk lebih melihatnya ke proporsi investasi yang dimiliki oleh kelas investor yang mendapatkan keuntungan terbesar dari peraturan ini. Adapun investor yang mendapatkan keuntungan dari tarif ini adalah investor ritel dan perusahaan asuransi yang tarifnya turun sebesar 5%. Di sisi lain reksadana sudah tidak mempunyai keuntungan tarif perpajakan lagi. Hal ini membuat kelompok investor yang sebelumnya “membeli” obligasi melalui reksadana pendapatan tetap, dengan tujuan untuk memanfaatkan keuntungan tarif pajak, akan membeli obligasi secara langsung. Hal ini menimbulkan penurunan jumlah reksadana di Indonesia setelah tarif pajak atas obligasi tersebut diberlakukan (Q32020 s.d Q42021).

Gambar 8. Penurunan Reksadana



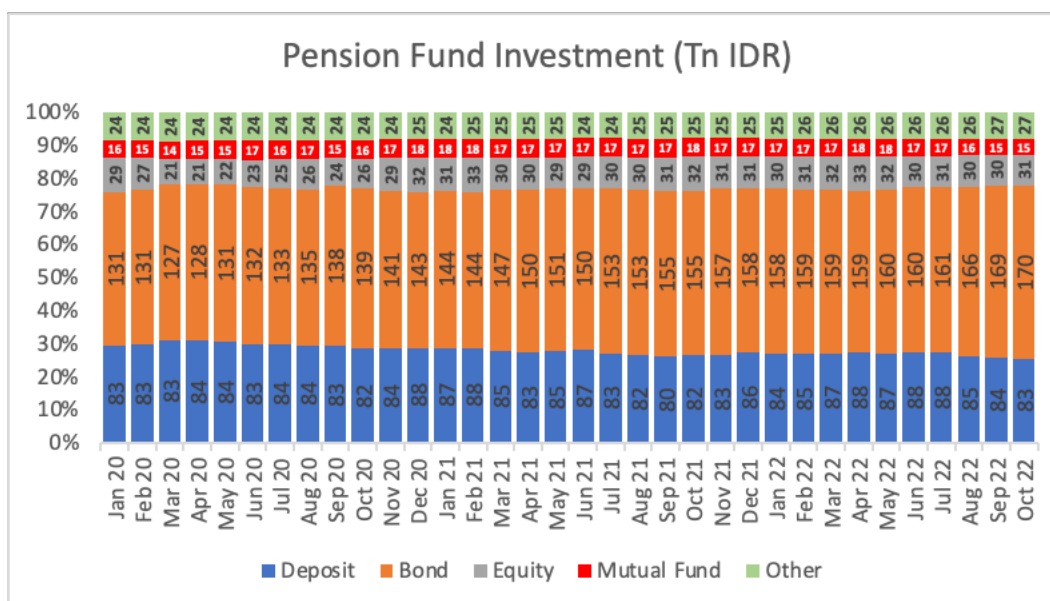
Di kelompok investor asuransi, juga terlihat *shifting* instrumen yang signifikan, dimana porsi obligasi menjadi meningkat setelah penerapan penyesuaian tarif PPh atas bunga obligasi, sebagaimana data terlampir:

Gambar 9. Pengelolaan Dana Lembaga Asuransi



Sementara itu untuk kelompok investor yang tidak mendapatkan keuntungan dari peraturan penyesuaian tarif PPh atas bunga obligasi (Dana Pensiun), *shifting* instrument investasi tidak begitu terlihat dan kami duga perubahannya hanya terkait dengan untuk manajemen portofoli dan pengelolaan risiko dari dana pensiun tersebut.

Gambar 10. Pengelolaan Dana Lembaga Dana Pensiun



Data yang disampaikan oleh Bapak Handy Yunianto dalam FGD penyusunan kajian ini juga mengkonfirmasi, besarnya investasi yang dilakukan oleh lembaga asuransi di pasar obligasi pemerintah. Dari beberapa data tersebut, kami berkesimpulan bahwa penyesuaian tarif pajak PPh atas bunga obligasi menimbulkan *shifting* instrumen untuk kelompok investor yang diuntungkan atas penyesuaian tarif tersebut.

Gambar 11. Bond Fund Flows berdasarkan kelompok investor.

Bond Fund Flows Update Data

Big support from onshore investors as ample rupiah liquidity continues

Support from onshore domestic came from at least two factors: 1) ample liquidity in the banking system, reflected in the low LDR at <80%; and 2) the government having issued PP No. 91/2021 on the adjustment of income tax rate on bond interest income received by domestic investors from 15% to 10% as of 30-Aug-2021.

Net Buy/(Sell) - Primary Regular Bond/Sukuk Auction												
Type Investor	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	17-Nov-22	Total YTD
Onshore Banks	41.3	28.9	31.8	19.2	15.0	26.3	21.5	35.1	26.5	14.2	10.6	270.5
Bank Indonesia	2.3	2.8	6.3	3.5	4.5	1.4	2.5	1.3	2.6	2.6	1.4	31.2
Mutual Fund	0.1	0.6	1.4	0.9	1.1	1.7	0.5	0.7	0.6	0.1	0.0	7.7
Insurance and Pesion Fund	11.4	12.4	12.2	3.1	5.4	12.9	11.4	5.1	13.0	2.9	2.8	92.4
Others	9.4	14.2	11.7	2.9	8.0	4.5	2.1	14.0	15.2	5.6	1.7	89.3
Retail	0.3	0.5	1.4	0.4	0.7	0.8	0.6	0.4	2.3	0.6	0.2	8.3
Foreign	7.2	8.6	4.5	1.0	3.7	9.1	0.7	6.9	3.8	0.6	2.2	48.2
Total	72.0	68.0	69.2	30.9	38.4	56.7	39.3	63.5	64.0	26.7	18.8	547.5
Net Buy/(Sell) - Secondary Market												
Type Investor	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	17-Nov-22	Total YTD
Onshore Banks	(5.7)	(16.9)	13.6	11.6	1.0	(0.5)	8.0	(7.3)	9.4	(0.9)	(7.8)	4.4
Bank Indonesia	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	(0.0)	(5.3)	(11.4)	(2.3)	(2.0)	(2.7)	(23.7)
Mutual Fund	(4.4)	(0.3)	3.8	(0.3)	1.7	2.5	1.3	2.2	(1.1)	(2.9)	(4.1)	(1.6)
Insurance and Pesion Fund	13.7	12.2	16.4	7.0	4.8	8.6	15.8	9.2	18.9	15.8	2.8	125.2
Others	0.7	1.8	3.2	1.2	2.2	6.0	1.7	2.9	5.1	2.3	0.2	27.3
Retail	4.2	2.2	7.8	2.0	4.2	1.9	5.3	2.1	2.9	4.3	1.9	38.8
Foreign	(8.5)	0.9	(44.8)	(21.4)	(13.9)	(18.5)	(26.9)	2.2	(33.1)	(16.3)	9.8	(170.4)
Source: DMO and Mandiri Sekuritas												

Source: DMO and Mandiri Sekuritas

Kesimpulan dan Rekomendasi

Tanpa melakukan *clustering* responden, hasil pengolahan data menggunakan aplikasi SmartPLS menunjukkan hasil bahwa penyesuaian tarif PPh atas bunga obligasi tidak memberikan pengaruh terhadap minat investasi. Dalam pengisian data, 74,2% responden non investor tidak mengetahui (menjawab dalam skala likert 1) tentang penyesuaian tarif ini. Namun setelah dilakukan running ulang terhadap responden yang sebelumnya sudah melakukan investasi di pasar keuangan, maka penyesuaian tarif PPh atas bunga obligasi memberikan pengaruh terhadap minat investasi. Berdasarkan pengolahan data dan rumusan masalah di pendahuluan, kajian ini berkesimpulan sebagai berikut:

Dari kajian yang telah dilaksanakan, kami mengambil beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Penyesuaian tarif PPh atas bunga obligasi memberikan pengaruh terhadap minat investasi di SBN bagi kelompok responden yang sebelumnya sudah memiliki investasi di pasar keuangan. Namun bagi masyarakat umum, penyesuaian tarif ini belum memberikan pengaruh. Temuan ini kiranya bisa ditindaklanjuti mengingat dari data terkini dimana investor SBN jauh tertinggal dibandingkan dengan investor instrumen lain.
2. Beberapa faktor lain yang mempengaruhi minat berinvestasi terhadap SBN antara lain, Sikap, Persepsi Kendali Perilaku, Digitalisasi yang dilakukan DJPPR, dan fitur SBN itu sendiri yang membuat masyarakat yakin untuk berinvestasi di SBN.
3. Terjadi *shifting* instrumen investasi terutama bagi kelompok investor yang mendapatkan keuntungan dari penyesuaian tarif ini.

Berdasarkan hal tersebut, beberapa saran perbaikan yang kami ajukan adalah sebagai berikut:

1. Perlunya sosialisasi yang lebih masif untuk masyarakat umum tentang penurunan tarif ini. Siaran radio yang dilaksanakan saat pemasaran SUN Ritel bisa menjadi salah satu sarana sosialisasi untuk menysasar msyarakat umum.
2. Selain itu, sarana sosialisasi di internal pegawai Kemenkeu juga bisa dilakukan mengingat sedikitnya pegawai Kemenkeu yang menjadi investor SBN Ritel. Manfaat lain dari sosialisasi internal adalah akan semakin banyak orang yang bisa menjadi corong informasi atas kebijakan yang diambil oleh pemerintah.

3. *Shifting* instrumen yang terjadi harus dimanfaatkan untuk penguatan basis investor dalam negeri sehingga cita-cita untuk menciptakan pasar keuangan yang dalam, likuid, inklusif, dan efisien sebagaimana ditargetkan dalam Strategi Nasional Pengembangan dan Pendalaman Pasar Keuangan (SN-PPPK) 2018-2024 dapat tercapai.

Kajian ini masih mempunyai keterbatasan sehingga ruangan perbaikan dapat dilakukan di masa depan.