



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGARUH VARIABEL MAKRO EKONOMI TERHADAP
SENSITIVITAS HARGA UNIT LINK
SYARIAH DAN KONVENSIONAL
(Studi Komparatif Pada PT Prudential Life Assurance)**

TESIS

**MAYA RAHMADINI
0806450810**

**PROGRAM PASCASARJANA
PROGRAM STUDI TIMUR TENGAH DAN ISLAM
KEKHUSUSAN EKONOMI DAN KEUANGAN SYARIAH
JAKARTA
JULI 2010**



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGARUH VARIABEL MAKRO EKONOMI TERHADAP
SENSITIVITAS HARGA UNIT LINK
SYARIAH DAN KONVENSIONAL
(Studi Komparatif Pada PT Prudential Life Assurance)**

TESIS

**Diajukan sebagai syarat untuk memperoleh gelar Magister Sains (M, Si)
dalam bidang Ekonomi dan Keuangan Syariah pada Program Studi Timur
Tengah dan Islam Program Pascasarjana Universitas Indonesia**

**MAYA RAHMADINI
0806450810**

**PROGRAM PASCASARJANA
PROGRAM STUDI TIMUR TENGAH DAN ISLAM
KEKHUSUSAN EKONOMI DAN KEUANGAN SYARIAH
JAKARTA
JULI 2010**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

**Tesis ini adalah karya sendiri,
dan semua sumber yang dikutip maupun dirujuk
telah saya nyatakan dengan benar**

Nama : Maya Rahmadini

NPM : 0806450810

Tanda Tangan :



Tanggal : 6 Juli 2010

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh:

Nama : Maya Rahmadini
NPM : 0806450810
Program Studi : Timur Tengah dan Islam
Judul Tesis : Pengaruh Variabel Makro Ekonomi Terhadap Sensitivitas
Harga Unit Link Syariah dan Konvensional
(Studi Komparatif Pada PT Prudential Life Assurance)

Telah berhasil dipertahankan dihadapan dewan penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Sains (M.Si) pada Program Studi Timur Tengah dan Islam. Program Pascasarjana Universitas Indonesia.

DEWAN PENGUJI

Ketua Sidang : Dr. A. Hanief Saha Ghafur, M.Si (.....)
Pembimbing : Ir. Hardius Usman, M.Si (.....)
Penguji : Ranti Wiliasih, M.Si (.....)
Pembaca Ahli : Nurul Huda, MM, M.Si (.....)

Ditetapkan di : Jakarta
Tanggal : 6 Juli 2010

KATA PENGANTAR

Alhamdulillah, segala puji hanyalah milik Allah SWT. Hanya dengan limpahan kasih sayang, kemurahan dan pertolonganNYA penulis dapat menyelesaikan tesis ini. Penulisan tesis ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat kelulusan pada Program Pascasarjana Program Studi Timur Tengah dan Islam.

Penulis tidak dapat menyelesaikan tesis ini tanpa bantuan dari pihak-pihak yang memberikan dukungan yang luar biasa, untuk itu penulis mengucapkan terima kasih sebesar-besarnya kepada:

1. Ibu Prof. Dr. Lydia Freyani Hawadi selaku Ketua Program Studi Timur Tengah dan Islam dan Bapak Dr. A. Hanief Saha Ghafur, M.Si selaku Sekretaris Program Studi Timur Tengah dan Islam Program Pascasarjana Universitas Indonesia.
2. Bapak Ir. Hardius Usman, M.Si selaku Dosen Pembimbing yang telah meluangkan banyak waktu dan memberikan saran serta arahan yang sangat bermanfaat bagi penyusunan tesis ini.
3. Bapak Nurul Huda, MM. M.Si dan Ibu Ranti Wiliasih, M.Si selaku pembaca ahli dan Penguji yang memberi masukan serta perbaikan untuk tesis ini.
4. Papah dan Mama yang senantiasa mengiringi langkah ini dengan doa dan dukungan penuh. Semoga Allah membalas kasih sayang yang sudah diberikan dengan limpahan rahmat-Nya.
5. Kakak-kakak sepupuku yang selalu pengertian dan siap membantu apapun dan dimanapun. Semoga Allah melancarkan urusan kalian dan mewujudkan segala harapan dan cita-citamu.
6. Sahabat – sahabatku di Al-arief Perbanas yang selalu kurindukan. Kesibukan bersama kalian selalu membawa warna tersendiri dalam kehidupan ini. Semoga Allah senantiasa penuh hati kita dengan Cahaya-Nya yang tak pernah hilang.
7. Teman-teman yang telah menjadi sahabat-sahabat terbaik, EKS 15 dan EKS 16 Pagi bunda, bu mus, pa heru, pa wij, mba eming, sukma, desti, yogi, alfin, lukman, riski, aput, dewinta, sisca dan ari. Setiap momen yang dilewatkan

- adalah kenangan terindah yang tak terlupakan. Semoga Allah memudahkan perjuangan kita untuk mewujudkan perekonomian sesuai dengan syariat-Nya.
8. Teman-teman senasib dan seperjuangan EKS 15 sore dan weekend yang senantiasa menjadi penyemangat tersendiri, bu umi, mba risa, mba heni, mba luki, mba nova, reza, ken, amid an kawan-kawan lainnya. Semoga Allah senantiasa memudahkan urusan kalian dan mewujudkan perjuangan kita untuk mewujudkan perekonomian sesuai dengan syariat-Nya.
 9. Seluruh Dosen yang telah memberikan ilmunya dan memperkaya bahasan dalam pembahasan tesis ini.
 10. Seluruh pihak kesekretariatan PSTTI dan seluruh pihak terkait lainnya yang belum disebutkan satu persatu.

Penulis menyadari tesis ini masih jauh dari sempurna, sehingga kritik dan saranlah yang akan menjadikannya lebih baik. Tesis ini dapat disalin oleh siapapun yang memerlukannya tanpa izin dari penulis dengan memperhatikan ketentuan-ketentuan akademik. Akhirnya penulis hanya mampu melantunkan syukur *Alhamdulillah*.

Jakarta, Juli 2010

Maya Rahmadini

HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Maya Rahmadini
NPM : 0806450810
Program Studi : Timur Tengah dan Islam
Fakultas : Pascasarjana
Jenis Karya : Tesis

Demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty-Free Right*) atas karya ilmiah saya yang berjudul:

“Pengaruh variabel Makro Ekonomi Terhadap Sensitivitas Harga Unit link Syariah dan Konvensional (Studi Komparatif Pada PT Prudential)”

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan hak bebas royalti Noneksklusif ini, Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia / formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat dan mempublikasikan tugas akhir saya tanpa meminta izin dari saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta
Pada tanggal : 6 Juli 2010
Yang Menyatakan



(Maya Rahmadini)

ABSTRAK

Nama : Maya Rahmadini
Program Studi : Pasca Sarjana Kajian Timur Tengah dan Islam
Judul : Pengaruh variabel Makro Ekonomi Terhadap Sensitivitas
Harga Unit link Syariah dan Konvensional
(Studi Komparatif Pada PT Prudential)

Pada tiga tahun terakhir produk unit link telah menjadi salah satu investasi yang diperhitungkan oleh masyarakat. Hal ini disebabkan manfaat proteksi ganda yang diperoleh masyarakat selain asuransi tetapi masyarakat dapat berinvestasi. Serupa dengan investasi lainnya, unit link juga rentan terhadap kondisi makro ekonomi. Oleh karena itu, dalam penelitian ini bertujuan melihat perbedaan sensitivitas variabel makro terhadap produk unit link studi komparatif pada PT Prudential. Metode yang digunakan adalah regresi variabel dummy dan penelitian dilakukan pada pada tahun 2007 s/d 2009.

Hasil analisis menunjukkan adanya perbedaan pengaruh pada variabel SBI, Kurs, dan M2 terhadap *equity fund* konvensional dengan *equity fund* syariah. Kemudian juga terdapat perbedaan pengaruh pada variabel SBI, Kurs, M2 dan Inflasi terhadap *managed fund* syariah dengan *managed fund* konvensional. Sedangkan, variabel inflasi pada *equity fund* syariah maupun konvensional memberikan dampak yang sama.

Kata Kunci: Equity Fund, Managed Fund, Regresi Variabel Dummy, SBI, Inflasi,
M2, Kurs

ABSTRACT

Name : MayaRahmadini
Course : Postgraduate Middle Eastern and Islamic Studies
Title : The Effect of Macroeconomic variables Unit Price
Sensitive Conventional link Sharia and Comparative Studies at PT
Prudential

In the last three years, unit-linked products has been recognized by the investment community. This is due to the benefits of double protection obtained by people other than insurance, but people can invest. Similar to other investments, link units are also susceptible to macroeconomic conditions. Therefore, this study aims to look at differences in sensitivity of macro variables on the comparative study of unit-linked products in PT Prudential. The method used is a dummy variable regression and the research conducted in the year 2007 until 2009.

The analysis shows the differences in the effect on variable SBI, Exchange, and M2 against conventional equity funds are equity funds with sharia. Then there are also differences in the effect on SBI variables, exchange rate, M2 and inflation against sharia managed fund with a conventional managed fund. Meanwhile, the inflation variable in Islamic or conventional equity funds provide the same impact.

Keywords: Equity Fund, Managed Fund, Variable Regression Dummy, SBI, Inflation, M2, Exchange Rate

الخلاصة

الاسم : مايا رحماديني

القسم : دراسات العليا للدراسات الشرق الأوسط والاسلامية

العنوان : تأثيرات متغيرات الاقتصاد الكلي نحو حساسة الأسعار الوحدات الروابط الشرعية والتقليدية (من الدراسات المقارنة في الشركة بروندشغال)

في السنوات الثلاث الماضية ، أصبحت المنتجات الوحدات الروابط الشرعية احدى من المنتجات الاستثمارية المحسوبة عند المجتمع . هذا ومن المقرر أن فوائد الحماية المزدوجة التي تم الحصول عليها المجتمع ليس إلا التأمين فحسب ، ولكن المجتمع يمكن أن يستثمروا . مماثلة لغيرها من الاستثمارات ، وحدات الروابط هي أيضا عرضة لظروف الاقتصادية الكلية . ولذلك ، فإن هذه الدراسة تهدف إلى النظر في الفروق في حساسية للمتغيرات الماكرو على دراسة مقارنة لمنتجات الوحدات الروابط في الشركة بروندشغال . الطريقة المستخدمة هي انحدار متغير وهمية والبحوث التي أجريت في عام 2007 حتى عام 2009 .
ويبين التحليل الاختلافات في التأثير على متغير الهيئة الفرعية للتنفيذ ، وتبادل ، وM2 ضد صناديق الأسهم التقليدية وصناديق الأسهم مع الشرعية . ثم هناك أيضا اختلافات في التأثير على المتغيرات الهيئة الفرعية للتنفيذ والأسعار المصرفية والتضخم M2 ضد الشرعية إدارة الصندوق مع الصناديق التقليدية . وفي غضون ذلك ، متغير التضخم في صناديق الأسهم الشرعية أو التقليدية توفر نفس التأثير .

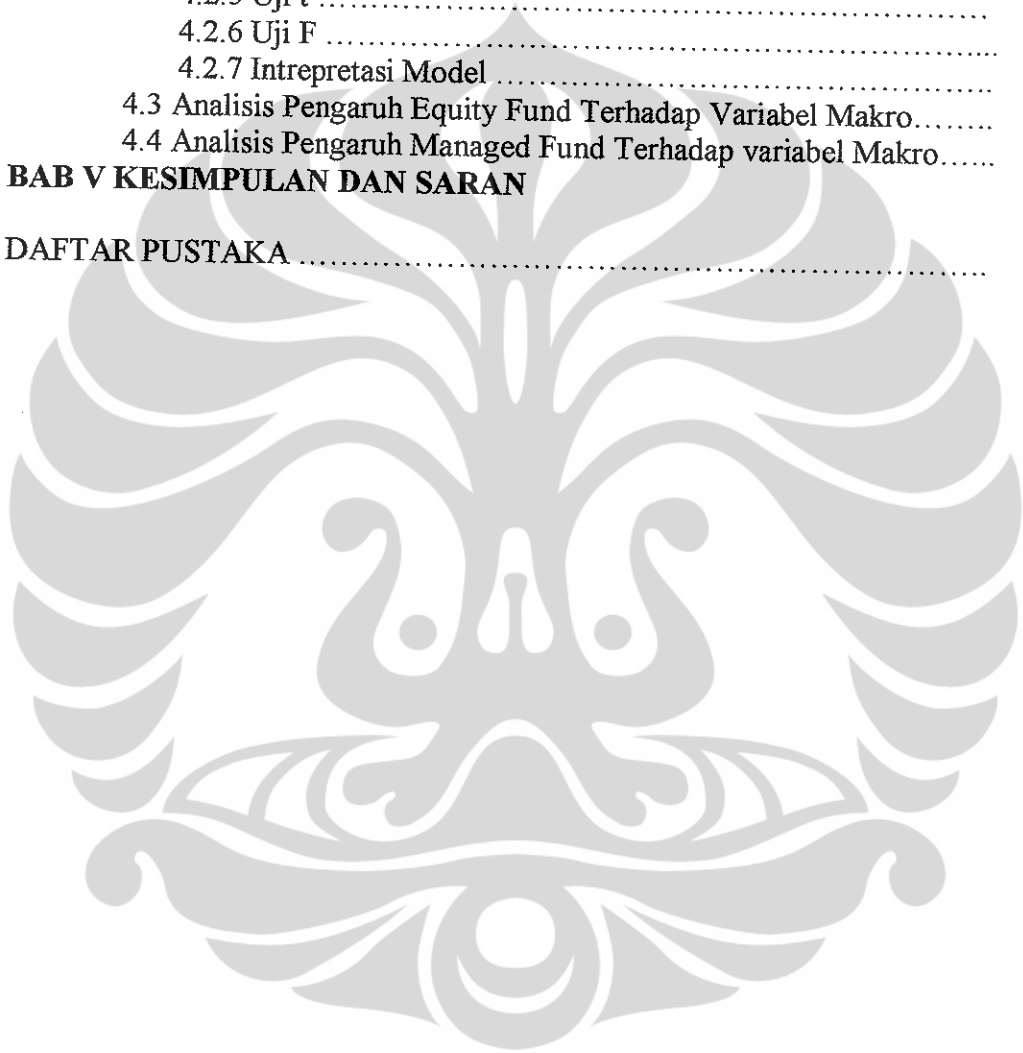
كلمات البحث : صندوق الأسهم ، إدارة الصندوق ، انحدار متغير وهمية ، الهيئات الفرعية للتنفيذ ، التضخم ، M2 ، تبادل .

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISISNALITAS	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
KATA PENGANTAR	iv
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI	vi
ABSTRAK	vii
DAFTAR ISI	x
DAFTAR GAMBAR	xii
DAFTAR TABEL	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xiv
BAB I. PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Perumusan Masalah	6
1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian	7
1.4 Kerangka Penelitian	7
1.5 Hipotesis Pemikiran	10
1.6 Batasan Penelitian	11
1.7 Metode Penelitian	11
1.8 Sistematika Penulisan	12
BAB II. LANDASAN TEORI	14
2.1 Investasi	14
2.1.1 Investasi Dalam Islam	14
2.2 Asuransi	16
2.2.1 Jenis-jenis Asuransi	16
2.2.2 Bentuk-bentuk Asuransi	17
2.2.3 Sifat-sifat Asuransi	18
2.3 Asuransi Syariah	19
2.4 Perbedaan Asuransi Syariah dan Asuransi Konvensional	21
2.5 Asuransi Jiwa <i>Unit Link</i>	22
2.5.1 Manfaat dan Risiko <i>Unit Link</i>	27
2.5.2 Perbedaan <i>Unit Link</i> dan Reksa Dana	30
2.5.3 Nilai Aktiva Bersih	30
2.6 Variabel – Variabel Makro	31
2.6.1 Inflasi	31
2.6.2 Penawaran Uang (M2)	34
2.6.3 Suku Bunga SBI	36
2.6.4 Nilai Tukar (Kurs)	39
2.7 Penelitian Terdahulu	40
2.7.1 Faktor-faktor ekonomi yang mempengaruhi tingkat imabl hasil rata-rata saham di BEJ oleh Muhammad Ardiansyah (2003)	40
2.7.2 Analisis Asosiasi Kurs dan Harga Saham : Pendekatan Error Correction Model (Periode 2000-2003) oleh	

Ghozali Maskie SE., MS dan Dias Satria SE (2004)....	40
2.7.3 Analisis hubungan variabel makro ekonomi terhadap indeks harga saham sektoral di BEJ oleh Verra Damayanti (2005)	42
2.7.4 Responsivitas Harga Saham Properti Terhadap Dinamika Ekonomi Moneter Di Indonesia: Pendekatan Error Correction Model (ECM) Florentinus Nugro Hardianto(2005).....	42
2.7.5 Pengaruh kausalitas Antara variabel Makro dan Harga Saham Syariah JII oleh Reny Maharani (2005).....	43
2.7.6 Pengaruh SBI, IHSG, Kurs, ROA dan Leg 1 Harga Obligasi Terhadap Harga Obligasi Konvensional dan Syariah oleh Amaridin Amir (2007).....	43
2.7.7 Pengaruh Indeks Harga Saham, Suku Bunga, Kurs, dan Risiko Terhadap imbal hasil Reksa Dana Syariah dan Konvensional Oleh Hendriyanto (2008).....	44
2.8 Perbedaan Penelitian Sekarang Dengan Penelitian Terdahulu	45
BAB III METODOLOGI PENELITIAN	48
3.1 Deskripsi Penelitian	48
3.2 Data Penelitian	48
3.2.1 Sumber Data	48
3.2.2 Periode Waktu dan Jumlah Data.....	49
3.3 Definisi Operasional	49
3.3.1 Variabel Dependen	49
3.3.2 Variabel Independen.....	50
3.4 Metode Analisis Data	51
3.4.1 Pembentukan Model Regresi Variabel Dummy	51
3.4.2 Uji Asumsi	52
3.4.2.1 Uji Multikolinearitas.....	52
3.4.2.2 Uji Heteroskedasitas	53
3.4.2.3 Uji Autokorelasi	53
3.4.3 <i>Goodness of Fit</i> (R^2).....	54
3.4.4 Uji-t (<i>Testing Hypotesis Slope</i>).....	55
3.4.5 Uji-F (<i>Testing Hypotesis the Whole Model</i>).....	55
BAB IV ANALISA DAN PEMBAHASAN	
PENGARUH VARIABEL MAKRO EKONOMI TERHADAP UNIT LINK SYARIAH DAN KONVENSIONAL (Studi Komparatif Pada PT Prudential Life Assurance)	58
4.1 Tahap Penyelesaian Masalah Untuk Variabel Terikat <i>Equity Fund</i>	58
4.1.1 Uji Multikolineritas	58
4.1.2 Heteroskedasitas.....	60
4.1.3 Autokorelasi	60
4.1.4 Koefisien Determinasi.....	61
4.1.5 Uji t	62

4.1.6 Uji F	64
4.1.7 Intrepretasi Model	64
4.2 Tahap Penyelesaian Masalah Untuk Variabel Terikat <i>Managed Fund</i>	66
4.2.1 Uji Multikolineritas	66
4.2.2 Heteroskedasitas.....	68
4.2.3 Autokorelasi	68
4.2.4 Koefisien Determinasi.....	69
4.2.5 Uji t	70
4.2.6 Uji F	72
4.2.7 Intrepretasi Model	72
4.3 Analisis Pengaruh Equity Fund Terhadap Variabel Makro.....	73
4.4 Analisis Pengaruh Managed Fund Terhadap variabel Makro.....	77
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN	83
DAFTAR PUSTAKA	85



DAFTAR GAMBAR

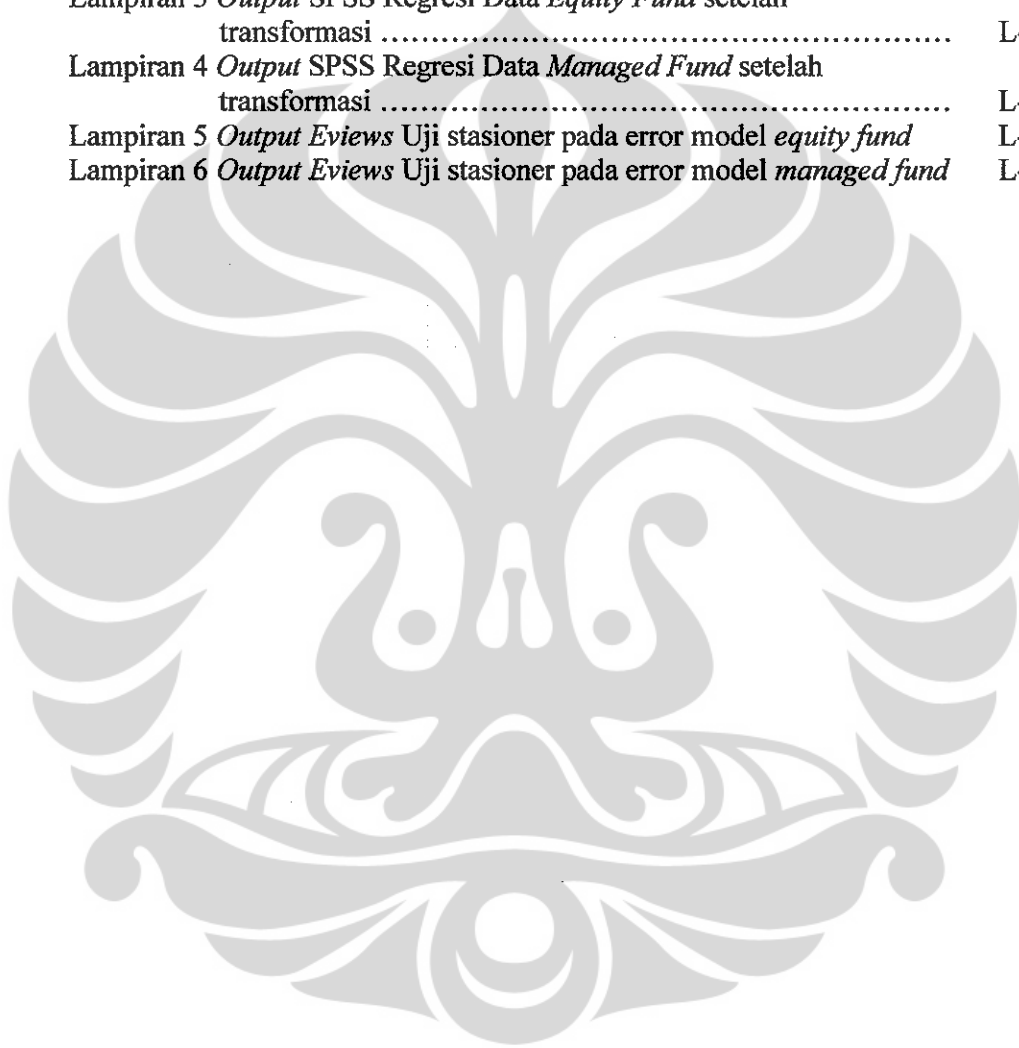
Gambar 1.1	Skema Kerangka Pemikiran	9
Gambar 2.1	<i>Demand Pull Inflation</i>	32
Gambar 2.2	<i>Cost Push Inflation</i>	33
Gambar 2.3	Dampak Naiknya Jumlah Uang Beredar Terhadap keseimbangan Kurva IS-LM.....	35
Gambar 2.4	Teori Prefensi Likuiditas Suku Bunga	37
Gambar 3.1	<i>Flowchart</i> Mencari Model Terbaik	57
Gambar 4.1	Scaterplot variabel Terikat <i>Equity fund</i>	60
Gambar 4.2	Scaterplot variabel Terikat <i>Managed fund</i>	68
Gambar 4.3	Lokasi Asset <i>Equity Fund</i> per 31 desember 2008 dan 2009.....	74
Gambar 4.4	Lokasi Asset <i>Equity Fund</i> Syariah per 31 desember 2008 dan 2009.....	74
Gambar 4.5	Lokasi Sektoral <i>Equity Fund</i> Konvensional dan <i>Equity Fund</i> Syariah	75
Gambar 4.6	Pertumbuhan Harga <i>Equity Fund</i> Konvensional	77
Gambar 4.7	Pertumbuhan Harga <i>Equity Fund</i> Syariah.....	78
Gambar 4.8	Lokasi Asset <i>Managed Fund</i> per 31 desember 2008 dan 2009	79
Gambar 4.9	Lokasi Asset <i>Managed Fund</i> Syariah per 31 desember 2008 dan 2009.....	79
Gambar 4.10	Alokasi Sektoral Syariah <i>Cash and Bond Fund</i> (SCBF).....	80
Gambar 4.11	Alokasi Sektoral Rupiah <i>Fixed Fund</i> (RFF).....	81

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1	Ringkasan Perbedaan Penelitian Ini dengan Penelitian Terdahulu	46
Tabel 4.1	Multikolinieritas pada variabel terikat <i>Equity Fund</i>	58
Tabel 4.2	Multikolinieritas Setelah Transformasi Pada Variabel Terikat <i>Equity Fund</i>	59
Tabel 4.3	Hasil Statistik DW Pada <i>Equity Fund</i>	61
Tabel 4.4	Hasil Uji Stasioneritas Error pada variabel terikat <i>Equity Fund</i>	61
Tabel 4.5	Koefisien Determinasi Pada Variabel Terikat <i>Equity Fund</i>	61
Tabel 4.6	Uji-t pada variabel terikat <i>Equity Fund</i>	62
Tabel 4.7	Multikolinieritas pada variabel terikat <i>Managed Fund</i>	66
Tabel 4.8	Multikolinieritas Setelah Transformasi Pada Variabel Terikat <i>Managed Fund</i>	67
Tabel 4.9	Hasil Statistik DW Pada <i>Managed Fund</i>	68
Tabel 4.10	Hasil Uji Stasioneritas Error pada variabel terikat <i>Managed Fund</i> ...	69
Tabel 4.11	Koefisien Determinasi Pada Variabel terikat <i>Managed Fund</i>	69
Tabel 4.12	Uji-t pada Variabel terikat <i>Managed Fund</i>	70

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 <i>Output SPSS Regresi Data Equity Fund</i> sebelum transformasi	L-1
Lampiran 2 <i>Output SPSS Regresi Data Managed Fund</i> sebelum transformasi	L-7
Lampiran 3 <i>Output SPSS Regresi Data Equity Fund</i> setelah transformasi	L-12
Lampiran 4 <i>Output SPSS Regresi Data Managed Fund</i> setelah transformasi	L-18
Lampiran 5 <i>Output Eviews Uji stasioner pada error model equity fund</i>	L-25
Lampiran 6 <i>Output Eviews Uji stasioner pada error model managed fund</i>	L-26



BAB 1 PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Investasi merupakan kegiatan ekonomi yang tak terpisahkan dari kehidupan manusia. Dengan berinvestasi manusia dapat merencanakan kehidupannya disaat mendatang lebih baik. Salah satu bentuk investasi adalah reksa dana, reksa dana muncul karena adanya kesulitan yang dialami pemodal untuk melakukan investasi sendiri pada surat-surat berharga. Kesulitan yang umum dihadapi antara lain perlunya melakukan berbagai analisis dan memonitor kondisi pasar secara terus menerus yang sangat menyita waktu. Sehingga muncul ide untuk mengumpulkan dana yang dimiliki individu-individu dibawah arahan Manajer investasi profesional yang selanjutnya melakukan disersivikasi secara luas sehingga pada akhirnya akan sangat menguntungkan individu-individu bersangkutan. Bagi banyak pengamat investasi, ide ini merupakan suatu temuan yang paling fenomenal di abad dua puluhan, bahkan sebagian diantaranya menganggap reksa dana sebagai *The Greatest Investment Ever Invented* (Pratomo dan Nugraha, 2009).

Sejak diperkenalkan, reksa dana semakin maju walaupun mengalami kondisi yang fluktuatif seperti yang terjadi pada krisis ekonomi tahun 1997 dimana dampaknya aset reksa dana turun lebih dari 250%. Pada tahun 1999 sampai dengan tahun 2004 reksa dana mulai meningkat, terlihat pada tahun 2000 menunjukkan pertumbuhan asset dan menghimpun kembali dana masyarakat lebih dari Rp 5,4 triliun. Namun, pada tahun 2004 sampai dengan tahun 2005 harga obligasi menurun dengan tajam. Hal ini mengakibatkan reksa dana pendapatan tetap yang berbasis obligasi (yang pada saat itu hampir 70% dari total asset reksa dana) menurun hingga lebih dari 70% dimana yang semula total asset 100 triliun menjadi 29-30 triliun rupiah.

Belajar dari apa yang terjadi pada reksa dana pendapatan tetap pada tahun sebelumnya, pada tahun 2006 pemerintah mencoba membenahi industri reksa dana secara keseluruhan dengan memperbaiki kualifikasi pemasar reksa dana dan

memperbaiki aturan dan penerapan *marked to market* kepada manajer investasi. Memasuki tahun 2007 penjualan reksa dana mulai membaik. Produk reksa dana mengalami kecenderungan baru dimana peminat reksa dana pendapatan tetap semakin berkurang sebaliknya reksa dana saham yang semakin tinggi peminatnya. Dengan kecenderungan ini, industri reksa dana di Indonesia mengalami kondisi yang serupa oleh industri reksa dana negara lain, dimana reksa dana saham memiliki porsi yang signifikan.

Perkembangan reksa dana yang semakin pesat menarik industri asuransi untuk meningkatkan investasinya dalam produk yang dikenal dengan *unit link*. Produk *unit link* di Indonesia sudah dikenal sejak tahun 1988, namun perusahaan mulai aktif menawarkan produk ini sejak kondisi perusahaan asuransi yang mengalami *negative spread* yang mengkhawatirkan. Kondisi ini disebabkan oleh sulitnya perusahaan asuransi dalam menjual produk tradisionalnya karena perusahaan asuransi pada umumnya memberikan janji suku bunga investasi diatas suku bunga deposito.

Untuk menghindari kerugian lebih besar akibat *negative spread* ini, asuransi jiwa mulai mengurangi porsi pendapatan premi dari produk *endowment*, atau produk yang menjanjikan garansi pendapatan kepada pemegang polis. Salah satu alternatif yang menjadi solusinya adalah mulai aktif memasarkan produk *unit link*. Dengan menjual produk *unit link*, perusahaan asuransi tidak perlu mencadangkan dana yang besar mengingat hasil tunai sebagai bagian dari investasi yang diberikan kepada pemegang polis bergantung pada hasil investasi *unit link*-nya. Dalam hal ini perusahaan asuransi jiwa hanya menanggung manfaat proteksinya saja. Bagi pemegang polis, membeli produk *unit link* sama seperti membeli produk asuransi jiwa untuk proteksi dan reksa dana untuk investasi secara sekaligus. Dimana pengelolaan asuransi dilakukan sebagaimana asuransi biasa dan pengelolaan investasinya berdasarkan prinsip-prinsip reksa dana.

Beberapa tahun terakhir telah berkembang dengan pesat prinsip syariah dalam lembaga jasa keuangan, mulai dari perbankan, investasi dan asuransi. Pada sektor perbankan bermula dengan berdirinya Bank Muamalat Indonesia tahun 1991. Kemudian pada tahun 1994 industri asuransi mengikuti dengan berdirinya

PT Asuransi Takaful. Sedangkan reksa dana ditandai dengan *Islamic Fund* secara global pertama kalinya oleh National Commercial Bank Saudi Arabia yang meluncurkan *Global Trade Equity*. Sejak saat itu perkembangan Reksa Dana Syariah di Indonesia sejalan seiring dengan pertumbuhan *Islamic Fund* secara global. Sejak tahun 2000 hingga tahun 2007 telah terdapat 32 Reksa Dana Syariah di Indonesia, dengan asset yang di tahun 2000 hanya mencapai Rp 38 miliar dari 3 reksa dana, namun 7 tahun kemudian yakni tahun 2007 telah melompat ke angka RP 1.3 triliun dari 32 reksa dana (Pratomo dan Nugraha, 2009).

Oleh karena perkembangan Reksa Dana Syariah yang sangat pesat, perusahaan asuransi pada tahun 2005 mulai mengembangkan *unit link* syariah di Indonesia. MAA syariah dan PT Asuransi Takaful Keluarga (ATK) tercatat sebagai dua perusahaan yang memiliki produk *unit link* syariah pertama. Pada dasarnya baik *unit link* konvensional maupun *unit link* syariah mempunyai tujuan yang sama dengan menawarkan keuntungan ganda yaitu pengelolaan atau penanggulangan risiko dan kesempatan berinvestasi. Akan tetapi, perbedaan tujuan operasional menjadi dasar yang membedakannya. *Unit link* konvensional lebih mengedepankan penggantian sebagai tujuan utama dan pola investasi yang berbasis bunga. Sebaliknya, *unit link* asuransi syariah memiliki tujuan utama saling menolong dan pola investasi yang berbasis bagi hasil. Adapun landasan dalam Al-Quran adalah:

1. Al-Quran Surat Al-Maidah Ayat 2

وَتَعَاوَنُوا عَلَى الْبِرِّ وَالتَّقْوَىٰ وَلَا تَعَاوَنُوا عَلَى الْإِثْمِ
وَالْعُدْوَانِ وَاتَّقُوا اللَّهَ إِنَّ اللَّهَ شَدِيدُ الْعِقَابِ ﴿٢﴾

“... Dan tolong menolonglah kamu dalam mengerjakan kebaikan dan taqwa dan jangan tolong menolong dalam berbuat dosa dan pelanggaran. Dan bertakwalah kamu kepada Allah, sesungguhnya Allah amat berat siksa-Nya”

2. Hadits Riwayat Bukhari dan Muslim

“ Kedudukan hubungan persaudaraan dan perasaan orang-orang mukmin antara satu dengan yang lain seperti satu tubuh (jasad) apabila satu dari anggotanya tidak sehat, maka akan berpengaruh kepada seluruh tubuh”

3. Hadits Riwayat Ahmad

“ Rasulullah bersabda: Demi diriku dalam kekuasaan Allah, bahwa siapapun tidak masuk surga kalau tidak memberi perlindungan jiwanya yang terhimpit”

Dari ayat al-maidah ayat 2 diatas Allah menyuruh hamba - hambaNya yang beriman agar tolong menolong dalam berbagai kebaikan serta melarang dalam kebathilan. Lebih lanjut dalam hadis dikatakan apabila ada saudara semuslim sakit maka saudara muslim lainnya juga harus merasa sakit dengan menolongnya dan balasan Allah sangat tegas apabila kita tidak menolongnya. Dalil-dalil tersebut tercermin dalam kontrak yang dilaksanakan *unit link* asuransi syariah berdasarkan tolong menolong dan kepemilikan dana pada asuransi syariah merupakan hak peserta. Perusahaan asuransi dalam hal ini hanya berperan sebagai pemegang amanah untuk mengelolanya.

Perkembangan *unit link* dirasakan sangat signifikan mulai tahun 2005 hingga sekarang. Prudential menjadikan *unit link* sebagai salah satu andalannya dan menguasai 33 persen pangsa pasar. Pendapatan premi *unit link* mereka pada tahun 2008 naik 28 persen dibanding tahun sebelumnya, atau naik 46 persen dalam jangka waktu lima tahun sejak 2004. Perusahaan asuransi syariah yang menawarkan produk *unit link* syariah masih belum terlalu banyak karena penetrasi pasar asuransi syariah masih tergolong kecil jika dibandingkan dengan konvensional. Walaupun demikian, *unit link* syariah telah menunjukkan kinerja yang baik dan menjanjikan di masa depan. Hal ini terlihat dari beberapa perusahaan yang memiliki *unit link* syariah, seperti: Allianz life Indonesia divisi syariah dimana produk-produk *unit link* syariah individunya telah berkontribusi 99 persen dari total GWP syariahnya di tahun 2009. Asuransi AIA Indonesia Departemen Syariah berhasil meraih premi Rp 10 milyar tiap bulannya di tahun 2008.

Investasi *unit link* sebagaimana investasi dalam reksa dana terdiri dari berbagai macam jenis investasi seperti pada pasar saham yang dikenal dengan *equity fund*, pasar obligasi dikenal dengan *fixed income fund*, pasar uang dikenal dengan *cash fund* dan campuran (saham, obligasi, dan pasar uang) dikenal dengan *managed*

fund. Sedangkan untuk produk syariah dikenal dengan *sharia equity fund*, *sharia managed fund* dan *sharia cash and bond fund*. Dimana masing-masing unit link mempunyai harga jual yang dicerminkan oleh nilai aktiva bersih (NAB). Naik turunnya nilai aktiva bersih (NAB) per unit dipengaruhi oleh nilai pasar dari masing-masing efek yang dimiliki oleh *unit link* tersebut. Dengan begitu perubahan harga *unit link* akan mempengaruhi hasil dari investasi yang diperoleh. Harga *unit link* dipengaruhi oleh faktor internal perusahaan emiten dan faktor eksternal perusahaan emiten seperti kondisi makro ekonomi.

Pada beberapa penelitian sebelumnya yaitu pada penelitian Florentinus Nugro Hardianto (2005), Reny Maharani (2005) telah mengemukakan bahwa terdapat pengaruh variabel makro ekonomi terhadap pergerakan harga saham dan obligasi. Variabel makro ekonomi yang berpengaruh diantaranya ialah inflasi, suku bunga SBI, M2 dan kurs. Tingkat inflasi merupakan suatu ukuran daya beli masyarakat. Dengan meningkatnya inflasi maka kemampuan daya beli masyarakat rendah, pemerintah meningkatkan suku bunga SBI dan menurunkan jumlah uang beredar (M2), agar masyarakat menabung dengan tujuan menstabilkan kondisi ekonomi. Hal ini menyebabkan investor cenderung investasi pada risiko yang lebih rendah seperti tabungan dan deposito. Terlihat suku bunga SBI dan M2 merupakan indikator yang digunakan mempengaruhi kebijakan moneter yang berdampak langsung pada perekonomian secara keseluruhan. Nilai tukar Rupiah terhadap US Dollar menggambarkan kondisi perekonomian Indonesia di mata dunia. Perubahan nilai tukar akan mempengaruhi tingkat keuntungan yang diharapkan dari investasi. Oleh karena itu nilai tukar akan mempengaruhi keputusan investor dalam berinvestasi.

Pengaruh makro ekonomi terhadap masing-masing jenis *unit link* tentunya akan berbeda-beda. Hal ini disebabkan perbedaan alokasi aset dan alokasi sektoralnya. Yang dimaksud dengan alokasi aset adalah tempat menginvestasikan dananya seperti misalnya *equity fund* pada saham, sedangkan alokasi sektoral adalah tempat investasinya seperti pada *equity fund* alokasi sektoral asetnya adalah pada sektor keuangan, sektor industri dan lainnya. Pada penelitian ini yang menjadi objek penelitian adalah bukan semua jenis *unit link*, melainkan hanya pada *equity fund* dan

managed fund. Hal ini didasarkan karena hanya kedua produk tersebut yang dapat dibandingkan antara unit konvensional dan syariahnya.

1.2 Rumusan Masalah

Dalam kurun waktu lima tahun produk *unit link* mampu mengalahkan produk asuransi tradisional dari segi penjualannya. Dari data Asosiasi Asuransi Jiwa Indonesia (AAJI) pada tahun 2004 total penjualan *unit link* mencapai Rp 3,3 triliun. Tahun 2005 naik menjadi Rp 6,07 triliun. Memasuki tahun 2008, unit link masih tinggi peminat. Namun pertengahan 2008 lalu krisis yang terjadi di Amerika, berdampak pada ekonomi lokal dimana nilai saham anjlok hingga akhir 2008 dan menyebabkannya turunnya harga *unit link* sehingga menghabiskan dana-dana nasabah terpotong dari 50 % sampai dengan 70 %. Hal ini akhirnya mempengaruhi harga *unit link* dan penjualannya mulai menurun. Bahkan, ada beberapa perusahaan yang memilih untuk berhenti sementara memasarkan produk ini.

Dengan melihat fenomena perkembangan *unit link* pada lima tahun terakhir diatas, maka perumusan masalah dalam penelitian ini adalah kondisi makro ekonomi yang berubah-ubah menyebabkan perubahan harga *unit link* yang sama baik konvensional maupun syariah, perubahan terutama secara signifikan terjadi pada saat krisis ekonomi tahun 2008. Dimana seharusnya *unit link* syariah yang alokasi investasinya lebih besar pada sektor riil maka perubahannya terhadap makro ekonomi lebih kecil dibandingkan dengan *unit link* konvensional.

Berdasarkan rumusan masalah diatas, penelitian ini akan menjawab beberapa pertanyaan sebagai berikut :

1. Apakah faktor –faktor variabel ekonomi makro akan berdampak pada harga *unit link* konvensional PRU*link*?
2. Apakah faktor-faktor variabel ekonomi makro akan berdampak pada harga *unit link* syariah PRU*link*?
3. Apakah terdapat perbedaan tingkat sensitivitas faktor-faktor variabel ekonomi makro terhadap harga *unit link* konvensional dan harga *unit link* syariah pada PRU*link*?

1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Berdasarkan pertanyaan penelitian di atas, maka dalam penelitian ini tujuan yang akan dicapai adalah sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui faktor – faktor variabel makro yang berpengaruh pada harga *unit link* konvensional PRU*link*.
2. Untuk mengetahui faktor – faktor variabel makro yang berpengaruh pada harga *unit link* syariah PRU*link*.
3. Untuk mengetahui perbedaan tingkat sensitivitas faktor-faktor variabel ekonomi makro terhadap harga unit link konvensional dan harga unit link syariah pada PRU*link*

1.3.1 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberi manfaat berupa :

1. Bagi Praktisi

Sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi kepada investor.

2. Bagi Adkademisi

Memberikan masukan dan pengetahuan bagi para pembaca mengenai unit link syariah dan unit link konvensional.

1.4 Kerangka Pemikiran

Kerangka penelitian adalah suatu konsep model tentang membuat secara logika hubungan-hubungan antara beberapa faktor yang telah diidentifikasi, sedemikian penting terhadap permasalahan. Dari kerangka pemikiran selanjutnya dapat dikembangkan pengujian hipotesis untuk menjelaskan formulasi valid atau tidak.

Sebagaimana diketahui perkembangan perekonomian suatu negara mengalami kondisi naik turun, ada kalanya pada periode tertentu tumbuh pesat dan ada kalanya pada periode berikutnya tumbuh melambat. Agar perkembangan perkenomian dapat

berlangsung stabil, maka pemerintah suatu negara melakukan langkah-langkah yang dikenal dengan kebijakan ekonomi makro. Keadaan ekonomi makro yang berfluktuatif berpengaruh pada permintaan penawaran surat berharga pada pasar modal suatu negara. Unit link merupakan bentuk reksa dana dimana nilai aktiva bersihnya (NAB) dipengaruhi masing-masing harga pasar surat berharganya.

Variabel suku bunga, inflasi dikenal sebagai fokus utama baik dalam teori makro ekonomi dan keuangan sebagai hal yang kritis dalam meformulasi kebijakan ekonomi dan pengambilan keputusan investasi. Inflasi merupakan faktor yang menentukan fluktuasi suku bunga. Jika terdapat kecenderungan kenaikan inflasi, maka akan berdampak pada kecenderungan kenaikan suku bunga, keadaan demikian dinamakan efek fisher.

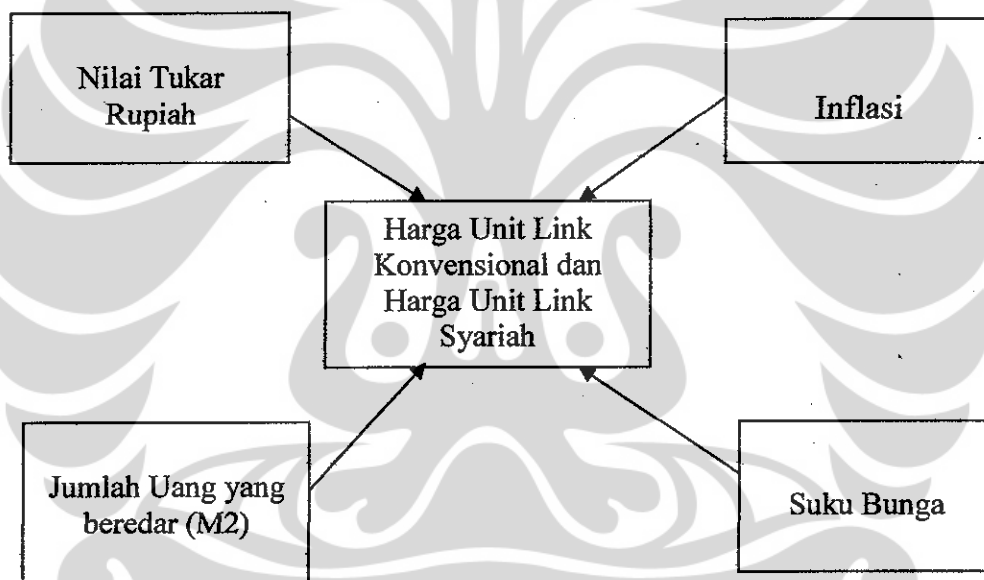
Selanjutnya variabel makro ekonomi yang berpengaruh pada perubahan harga *unit link* adalah jumlah uang beredar (M2). Dalam penelitian Sprinkel (1964) menyatakan bahwa ada hubungan positif antara pertumbuhan uang beredar dengan harga saham, tetapi waktunya tidak selalu konsisten dan kelihatannya menjadi lebih pendek. Palmer (1970) juga menyatakan bahwa secara umum perubahan uang beredar akan membuat perubahan pada harga saham.

Fluktuasi nilai tukar rupiah terhadap US dolar dapat menyebabkan terjadinya apresiasi dan depresiasi. Oleh karena itu kurs merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi investor dalam pengambil keputusan. Secara umum menurut Novita dan Nachrowi dalam Budi Frensidy (2009) terdapat dua pendekatan untuk menganalisa hubungan kurs dengan harga IHSG ialah pertama, pendekatan pasar barang tradisional, juga dikenal sebagai model kurs berorientasi aliran atau *flow-oriented* yang dikembangkan oleh Dornbusch dan Fischer (1980) dan pendapatn kedua adalah pendekatan portofolio atau *stock-oriented* yang dikembangkan Branson (1983) dan Frankel (1983).

Pendekatan tradisional menyatakan pergerakan kurs(nilai tukar) akan mempegaruhi daya saing internasional dan neraca pembayaran. Pengaruh ini pada akhirnya akan berdampak pada aliran kas perusahaan dan harga sahamnya.

Pendekatan portofolio berpendapat lain bahwa pasar modal lah yang justru mempengaruhi kurs melalui permintaan akan uang. Pendekatan ini menekankan adanya hubungan positif antara harga saham dan kurs, bahwa fluktuasi harga sahamlah yang mempengaruhi fluktuasi kurs. Harga saham yang turun akan membuat permintaan uang turun, yang pada akhirnya menyebabkan suku bunga juga turun. Mata uang yang suku bunganya turun selanjutnya akan mengalami depresiasi (pelemahan nilai tukar).

Keempat variabel yang telah dijelaskan di atas, diduga memengaruhi variabel harga pada unit link konvensional dan unit link syariah. Uraian kerangka pemikiran tersebut dapat digambarkan dalam bagan sebagai berikut:



Gambar 1.1 Skema Kerangka Pemikiran

1.5 Hipotesis

Tingkat inflasi yang tinggi akan mengakibatkan kemampuan daya beli masyarakat akan berkurang, sehingga masyarakat akan membeli barang-barang kebutuhan dasar saja. Akhirnya permintaan barang dan jasa akan semakin berkurang. Oleh sebab itu, perusahaan akan mengurangi jumlah produksi barang dan jasa

sehingga menyebabkan penurunan keuntungan. Penurunan keuntungan perusahaan akan berakibat pada jumlah dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham akan berkurang. Sehingga hal ini berdampak pada saham emiten tersebut kurang menarik untuk dibeli dan kemudian akan berdampak pada harga saham itu sendiri. Berdasarkan hal tersebut, maka rumusan hipotesis pertama yang dapat diambil adalah

- H_0 : Variabel Inflasi tidak berdampak pada harga unit link konvensional maupun syariah PRUlink (*PRUlink Manage Fund* dan *PRUlink Equity Fund*)
- H_1 : Variabel Inflasi berdampak pada harga unit link konvensional maupun syariah PRUlink (*PRUlink Manage Fund* dan *PRUlink Equity Fund*)

Salah satu kebijakan moneter yang dilakukan oleh Bank Sentral adalah jual-beli surat berharga. Apabila ingin meningkatkan *money supply* maka Bank sentral melakukan pembelian surat berharga, sehingga tingkat bunga akan turun. Ketika tingkat suku bunga mengalami penurunan, maka *return* obligasi yang diperoleh akan menurun. Akibatnya investor akan dapat beralih ke jenis investasi lain seperti deposito karena pada umumnya yang terjadi suku bunga deposito dan suku bunga obligasi berbanding terbalik. Berdasarkan hal tersebut, maka rumusan hipotesis kedua yang dapat diambil adalah

- H_0 : Variabel SBI dan M2 tidak berdampak pada harga unit link konvensional maupun syariah PRUlink (*PRUlink Manage Fund* dan *PRUlink Equity Fund*)
- H_1 : Variabel SBI dan M2 berdampak pada harga unit link konvensional maupun syariah PRUlink (*PRUlink Manage Fund* dan *PRUlink Equity Fund*).

Serupa dengan inflasi, kurs dapat menyebabkan penurunan laba perusahaan. Hal ini disebabkan terdepresiasi Rupiah terhadap mata uang asing, sehingga produksi yang menggunakan bahan baku impor akan mengalami kenaikan. Akhirnya akan meningkatkan biaya produksi dan mengurangi laba. Kemudian dividen yang

dibagikan akan berkurang dan hal ini menyebabkan harga saham dipasar turun. Berdasarkan hal tersebut, maka rumusan hipotesis ketiga yang dapat diambil adalah

H_0 : Variabel Kurs tidak berdampak pada harga unit link konvensional maupun syariah PRUlink (*PRUlink Manage Fund* dan *PRUlink Equity Fund*)

H_1 : Variabel SBI berdampak pada harga unit link konvensional maupun syariah PRUlink (*PRUlink Manage Fund* dan *PRUlink Equity Fund*)

1.6 Batasan Penelitian

Dalam penelitian ini fokus masalah akan dibatasi pada hal berikut:

1. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah per awal minggu dari Bulan September 2007 sampai dengan Bulan Desember 2009.
2. Data Harga Unit link yang akan digunakan adalah dari Prudential PRUlink dengan produknya PRUlink Rupiah *Manage Fund*, PRUlink Rupiah *Manage Fund* Syariah, PRUlink Rupiah *Equity Fund*, PRUlink Rupiah *Equity Fund* Syariah.
3. Data Variabel-Variabel Makro Ekonomi yang digunakan adalah Inflasi, Kurs \$ terhadap rupiah, SBI, jumlah uang beredar (M2)

1.7 Metode Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif. Penelitian kuantitatif maksudnya penelitian ini menggunakan data kuantitatif sebagai objek yang akan diteliti, dimana data tersebut dapat diukur dengan mudah. Penelitian ini menggunakan pendekatan deskriptif-komparatif. Metode deskriptif adalah penelitian yang memberikan gambaran tentang objek/subjek penelitian (orang, lembaga dan lain-lain) pada saat sekarang berdasarkan fakta-fakta yang tampak. Sedangkan metode komparatif adalah penelitian yang bersifat membandingkan.

Secara deskriptif penelitian ini memberikan gambaran mengenai sensitivitas dari harga unit link syariah dan konvensional terhadap variabel makro ekonomi (SBI,

Kurs, M2 dan Inflasi). Kemudian hasil sensitivitas kedua harga unit link tersebut terhadap variabel-variabel makro dibandingkan dan akan terlihat adanya perbedaan atau tidak antara kedua harga unit link tersebut. Dalam penelitian ini, harga unit link yang digunakan adalah harga unit link pada PT Prudential.

Metode pengolahan data yang digunakan adalah regresi variabel dummy dengan OLS (*ordinary least square*) dan uji asumsi, uji t, uji R^2 , uji F sehingga didapat model yang terbaik. Pengolahan data dibantu dengan menggunakan *software* SPSS dan *Eviews* versi 3.0.

1.8 Sistematika Penulisan

Penulisan tesis ini terdiri dari 5 (lima) bab. Pada masing-masing bab akan terbagi dalam beberapa sub bab yang menguraikan secara lebih rinci masalah yang dibahas. Sistematika penulisan yang digunakan dalam tesis ini adalah sebagai berikut:

Bab I Pendahuluan

Berisi latar belakang masalah (*observasi dan literatur survey*), perumusan masalah dan pertanyaan penelitian, tujuan dan manfaat penelitian, batasan masalah, kerangka pemikiran, hipotesis, metode penelitian dan sistematika penulisan.

Bab II Tinjauan Pustaka

Bab ini menguraikan beberapa penelitian sebelumnya yang memiliki keterkaitan dengan penelitian ini dan referensi berupa pustaka-pustaka. Studi literatur dan pustaka-pustaka ini dibutuhkan untuk menunjang dan menjadi dasar argumen penelitian ini, karena suatu riset harus didasari oleh teori dan riset-riset sebelumnya yang memiliki keterkaitan diantaranya.

Bab III Metode Penelitian

Bab ini menguraikan tentang metodologi secara lebih rinci, proses dan tempat pengambilan data serta data apa saja yang akan dibutuhkan untuk penelitian ini.

Bab IV Analisis dan Pembahasan

Bab analisis dan pembahasan menguraikan analisis dari hasil pengolahan data. Pada bab ini akan diketahui jawaban atas hipotesis-hipotesis .

Bab V Kesimpulan dan Saran

Pada bab terakhir ini akan ditarik kesimpulan atas hasil analisis dan jawaban atas permasalahan. Kemudian dilengkapi dengan saran-saran yang dapat ditindak lanjuti untuk mendukung penelitian ini.



BAB 2

LANDASAN TEORI

2.1 Investasi

Investasi pada dasarnya adalah penanaman dana pada saat ini untuk memperoleh imbalan yang lebih besar di masa akan datang dengan memperhatikan karakteristik dari pengembalian dan risiko. Jadi apabila seorang investor akan melakukan investasi maka ia akan mendapat pengembalian sesuai dengan risiko yang sudah ia perhitungkan sebelumnya.

Investasi dapat berkaitan dengan berbagai macam aktivitas yaitu dapat menginvestasikan sejumlah dana pada aset riil seperti tanah, emas, mesin atau bangunan ataupun investasi pada aset keuangan seperti deposito, saham maupun obligasi. Dari berbagai macam kegiatan investasi tersebut sehingga dapat diartikan bahwa memegang uang kas secara tunai bukanlah termasuk bentuk dari investasi. Karena uang kas tidak secara otomatis memberikan penghasilan bahkan nilainya cenderung turun apabila terjadi inflasi. Oleh karena itu, inflasi menjadi salah satu tujuan mengapa orang berinvestasi. Dengan melakukan investasi, seseorang dapat menghindari diri dari risiko penurunan nilai kekayaan atau hak miliknya akibat adanya pengaruh inflasi. (Pratomo dan Nugraha, 2009)

Dalam investasi keuangan seperti berinvestasi pada saham, obligasi, dan instrument pasar uang lainnya diperlukan adanya proses berinvestasi agar investasi menghasilkan sesuai dengan harapan investor. Proses berinvestasi tersebut ialah perencanaan untuk kebutuhan apa dana yang diinvestasikan, berapa lama waktu yang dibutuhkan, instrumen investasi apa yang akan dipilih, bagaimana mengalokasikan dana kepada masing-masing instrument, serta bagaimana melaksanakan atau melakukan implementasinya, bagaimana kita melakukan evaluasi, dan jika terjadi perubahan-perubahan langkah-langkah apa saja yang harus kita lakukan.

2.1.1 Investasi Dalam Islam

Sebagai khalifah di muka bumi manusia bertugas untuk menjaga semua apa yang ada di bumi untuk mewujudkan kemakmuran dan kesejahteraan dalam hidup dan

kehidupan. Pemilik mutlak terhadap segala sesuatu yang ada di muka bumi ini, termasuk harta benda adalah Allah SWT. Kepemilikan manusia bersifat relatif, sebatas untuk melaksanakan amanah mengelola dan memanfaatkan sesuai dengan ketentuan-Nya.

عَامِنُوا بِاللَّهِ وَرَسُولِهِ وَأَنْفِقُوا مِمَّا جَعَلَكُمْ مُسْتَخْلِفِينَ فِيهِ فَالَّذِينَ

عَامِنُوا مِنْكُمْ وَأَنْفَقُوا لَهُمْ أَجْرٌ كَبِيرٌ ﴿٧﴾

“Berimanlah kamu kepada Allah dan Rasulnya dan nafkahkanlah sebagian dari hartamu yang Allah telah menjadikan kamu menguasainya. Maka, orang-orang yang beriman di antara kamu dan menafkahkan (sebagian) dari hartanya mendapatkan pahala yang besar” (Al-Hadiid:7)

Islam menganjurkan kepada kita untuk berjuang mendapatkan harta sebanyak-banyaknya dengan berbagai cara sesuai rambu-rambu yang telah ditetapkan Allah. Rambu-rambu tersebut diantaranya mencari harta yang halal dengan cara yang baik bukan dengan cara batil, tidak ada unsur riba, *maisir* (spekulasi), dan *gharar* (ketidakjelasan) serta tidak melupakan tanggung jawab social berupa zakat, infak dan sedekah. Harta tersebut juga tidak boleh disalahgunakan karena Allah telah menetapkan dengan jelas bahwa harta harus dimanfaatkan dengan rasa tanggung jawab dan untuk menciptakan kemakmuran dalam masyarakat.

Investasi merupakan salah satu cara dalam islam untuk mengelola harta agar menjadi bermanfaat. Menurut Metwally (1995) investasi di Negara penganut ekonomi Islam dipengaruhi oleh tiga faktor: (1) Ada sanksi untuk pemegang asset kurang/tidak produktif, (2) Dilarang melakukan berbagai bentuk spekulasi dan segala macam judi, (3) Tingkat bunga untuk berbagai pinjaman adalah nol. Oleh karena itu seorang muslim boleh memilih tiga alternative atas dananya yaitu: (a) memegang kekayaannya dalam bentuk uang kas (*idle cash*), (b) memegang tabungannya dalam bentuk asset tanpa berproduksi seperti deposito bank, pinjaman, real estate, permata atau (c) menginvestasikan tabungannya. Dua alternatif pertama tidak dianjurkan dalam ekonomi Islam, karena penabung tersebut akan terbebani zakat. Zakat

dikenakan pada semua bentuk aset yang tidak produktif, sehingga harta/asset tersebut dapat habis termakan zakat. Hal ini mendorong setiap muslim untuk berinvestasi karena dalam investasi yang dikenakan zakat adalah keuntungannya.

Faktor yang membedakan antara investasi dalam ekonomi konvensional dan ekonomi syariah adalah bunga. Dalam ekonomi Islam tingkat bunga tidak masuk dalam perhitungan investasi. Volume investasi ekonomi Islam ditentukan tingkat keuntungan yang diharapkan dengan sistem bagi hasil.

2.2 Asuransi

Asuransi adalah pertanggungan atau perlindungan atas suatu obyek dari ancaman bahaya yang menimbulkan kerugian. Sedangkan menurut Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 2 tahun 1992 menjelaskan bahwa: "Asuransi atau pertanggungan adalah perjanjian antara dua pihak atau lebih dengan mana pihak penanggung mengikatkan diri kepada tertanggung, dengan menerima premi asuransi untuk memberikan penggantian kepada tertanggung karena kerugian, kerusakan atau kehilangan keuntungan yang diharapkan atau tanggung jawab kepada pihak ketiga yang mungkin akan diderita tertanggung yang timbul dari suatu peristiwa yang tidak pasti, atau untuk memberikan suatu pembayaran yang didasarkan atas meninggalnya atau hidupnya seseorang yang dipertanggungjawabkan". (Kuat Ismanto, 2009)

Dari uraian pengertian diatas maka terdapat tiga unsure pokok penting berkenaan dengan asuransi, yaitu: *pertama*, pihak penjamin akan membayar uang kepada pihak terjamin. Pembayaran tersebut baik dilaksanakan secara sekaligus maupun berangsur-angsur. *Kedua*, pihak terjamin yaitu pihak yang berjanji akan membayar premi kepada pihak penjamin. Sama halnya dengan pembayaran klaim asuransi dapat dilakukan sekaligus maupun berangsur-angsur. Sedangkan unsur *ketiga* adalah suatu peristiwa yang semula belum jelas akan terjadi, yang disebut dengan risiko.

2.2.1 Jenis –Jenis Asuransi

Dijelaskan pada Undang-undang RI pasal 3 Nomor 2 Tahun 1992 tentang jenis-jenis bidang usaha perasuransian di Indonesia. Diantaranya :

- a. Asuransi Kerugian, yaitu perjanjian asuransi yang memberikan jasa dalam penanggulangan risiko atas kerugian, kehilangan, manfaat dan tanggung jawab hukum kepada pihak ketiga yang timbul dari peristiwa yang tidak pasti.
- b. Asuransi jiwa, yaitu perjanjian asuransi yang memberikan jasa dalam pertanggungan yang dikaitkan dengan hidup atau meninggalnya seseorang yang dipertanggungkan
- c. Re-asuransi, yaitu perjanjian asuransi yang meberikan jasa dan pertanggungan ulang terhadap risiko yang dihadapi oleh perusahaan asuransi kerugian di perusahaan asuransi jiwa.

2.2.2 Bentuk-bentuk Asuransi

Bentuk-bentuk asuransi konvensional secara garis besar dapat dibedakan sebagai berikut;

a. Asuransi timbal balik

Bentuk asuransi ini juga sering disebut asuransi saling menjamin atau menanggung, yaitu suatu perjanjian perkumpulan diantara para peserta asuransi. Pertanggungan itu didasarkan pada suatu kecelakaan yang menimpa salah satu orang diantara mereka. Hal ini dilakukan atas dasar kerugian salah seorang anggota. Adanya kerugian besar tersebut dipikul oleh anggota asuransi secara bersama-sama.

b. Asuransi Ganti Kerugian

Maksud asuransi ini adalah suatu perjanjian yang mana si penanggung berjanji akan mengganti kerugian seorang peserta. Penggantian tersebut diberikan terhadap seseorang sebagai tertanggung yang mengalami kerugian tertentu, sebagai contoh asuransi kebakaran.

c. Asuransi Sejumlah Uang

Adalah suatu perjanjian asuransi dimana yang mana si penanggung berjanji akan membayar seseorang yang menjasi tertanggung, dimana jumlahnya telah ditetapkan terlebih dahulu. Pembayaran klaim asuransi tersebut tidak didasarkan pada suatu kerugian tertentu, misalnya asuransi jiwa.

d. Asuransi Premi

Adalah suatu perjanjian asuransi antara perusahaan asuransi di satu pihak sebagai penanggung dan peserta asuransi sebagai tertanggung dilain pihak. Namun demikian, para peserta asuransi sebagai tertanggung dilain pihak. Namun demikian, para peserta asuransi sebagai tertanggung secara sendiri-sendiri tidak ada hubungan hukum satu sama lain (sesame peserta)

e. Asuransi Saling Menanggung

Adalah suatu persetujuan perkumpulan yang terdiri dari pihak penanggung dan tertanggung selaku anggota. Para peserta tidak membayar premi melainkan membayar semacam iuran kepada pengurus dari perkumpulan itu. Selaku anggota perkumpulan mereka akan menerima pembayaran apabila dipenuhi syarat-syarat tertanggung dari suatu peristiwa yang semula belum dapat ditentukan akan terjadinya.

f. Asuransi Wajib

Dikatakan wajib karena ada salah satu pihak yang mewajibkannya kepada pihak lain dalam mengadakan perjanjian. Pihak yang mewajibkan biasanya pemerintah, tetapi tidak selalu monopoli pemerintah.

2.2.3 Sifat-sifat Asuransi

Asuransi sesuai dengan definisi, pengaturan dan bentuknya memiliki beberapa sifat sebagai berikut:

- a. Sifat persetujuan, semua bentuk asuransi adalah suatu pemufakatan antara dua pihak atau lebih. Pemufakatan merupakan proses pencapaian suatu persetujuan yang berupa kewajiban seseorang atau lebih berjanji kepada terhadap orang lain atau lebih untuk melakukan sesuatu.
- b. Sifat timbal balik, masing-masing pihak berjanji akan melakukan sesuatu kepada pihak lain. Pihak penanggung akan membayar sejumlah uang kepada pihak tertanggung apabila suatu peristiwa sudah terjadi.
- c. Sifat konsesuil, ialah perjanjian asuransi dianggap terbentuk dengan adanya kata sepakat antara kedua pihak.

- d. Sifat perusahaan asuransi. Premi yang diadakan antara pihak penanggung dan tertanggung adalah tanpa ikatan hukum, yaitu hubungan hukum antara tertanggung dengan orang lain yang juga menjadi tertanggung.
- e. Sifat perkumpulan. Sifat perkumpulan terdapat dalam asuransi saling menanggung berbeda dengan asuransi premi. Dalam asuransi saling menanggung terdapat sifat perkumpulan yang terbentuk di antara tertanggung selaku anggota.
- f. Sifat untung-untungan. Persetujuan asuransi dilakukan sebagai persetujuan untung-untungan, yang mana untung ruginya bagi semua pihak bergantung pada suatu kejadian belum tentu.
- g. Sifat berat sebelah. Persetujuan asuransi yang mengikat kedua belah pihak, akan tetapi pada dasarnya memberatkan pihak tertanggung. Hal ini didasarkan pada kenyataan bahwa pihak yang menetapkan segala syarat adalah pihak penanggung. Kedudukan penanggung lebih kuat karena modal yang dimilikinya, sehingga dengan mudah bagi perusahaan untuk menetapkan segala persyaratan yang menjamin pihaknya.

2.3 Asuransi Syariah

Asuransi syariah adalah usaha saling melindungi dan tolong menolong diantara sejumlah orang atau pihak melalui investasi dalam bentuk aset dan atau *tabarru'* yang memberikan pola pengembalian untuk menghadapi risiko tertentu melalui akad (perikatan) yang sesuai dengan syariah. Akad yang sesuai syariah adalah yang tidak mengandung *gharar* (penipuan), *maysir* (perjudian), *riba*, *dzulm* (penganiayaan), *risywah* (suap), barang haram dan maksiat.

Akad yang digunakan dalam asuransi syariah adalah akad *mudharabah*. *Mudharabah* merupakan akad kerja sama antara dua belah pihak dimana pihak pertama (*shahibul maal*) menyediakan dana 100% sedangkan pihak lainnya sebagai pengelola (*mudharib*). Apabila usahanya menguntungkan maka akan ada bagi hasil yang telah disepakati di awal akad. Apabila terjadi kerugian maka akan ditanggung

oleh pihak *shahibul maal*, selama kerugian disebabkan oleh risiko bisnis bukan karena kelalaian *mudharib*.

Penerapan akad *mudharabah* dalam asuransi dapat dilihat dari dua bidang usaha asuransi yaitu asuransi jiwa (*life assurance*) dan asuransi kerugian (*general insurance*). Berikut penjelasan masing-masing bidang usaha tersebut:

a. Asuransi Jiwa Syariah

Dalam asuransi jiwa syariah terdapat dua rekening peserta, pertama rekening tabungan dan kedua rekening khusus atau rekening *tabarru'*. Pemisahan rekening ini dilakukan agar terjadi kejelasan dana yang diperoleh bertanggung pada saat kejadian terjadi. Akad yang diperlakukan dalam rekening khusus ini adalah transaksi atau perjanjian kontrak yang bersifat non profit sehingga tidak boleh digunakan untuk tujuan non komersil. Apabila dana *tabarru'* diinvestasikan maka hasil investasinya dikembalikan lagi pada rekening tersebut dan tidak dibagikan kepada peserta.

b. Asuransi Kerugian Syariah

Dalam praktik asuransi kerugian syariah pengembalian sebagian premi ke nasabah dalam bentuk *surplus sharing* sekilas mirip dengan mekanisme dalam asuransi konvensional yang dikenal dengan istilah *No Claim Discount* (NCD). Namun dalam konteks syariah hal ini berbeda karena NCD hanya diberlakukan apabila si pemegang polis hendak memperpanjang polisnya. Sedangkan dalam asuransi syariah hak *mudharabah* tetap dibayarkan kepada peserta meski ia tidak memperpanjang polisnya.

Karena jangka waktu asuransi kerugian biasanya hanya satu tahun, maka produk ini tidak mengandung unsur tabungan sehingga seluruh premi yang terkumpul di masukan dalam satu *pool/fund* untuk kemudahan dikelola perusahaan berdasarkan prinsip-prinsip syariah.

Penerapan akad *mudharabah* dalam prinsip asuransi syariah selain mencerminkan semangat ilahiyah dalam berekonomi juga menjadi nilai tambah dari perspektif konsumen/nasabah. Dengan memasukan perjanjian *mudharabah* kedalam kontrak asuransi syariah maka kontribusi premi yang diinvestasikan perusahaan

sebagian akan dikembalikan lagi kepada peserta dalam bentuk *profit/surplus sharing*. Hal inilah yang menjadi titik perbedaan antara asuransi konvensional dengan asuransi syariah.

2.4 Perbedaan Asuransi Syariah dan Asuransi Konvensional

Perbedaan-perbedaan mendasar atau signifikan dapat terlihat dari beberapa aspek berikut ini:

a. Aspek Prinsip Dasar

Asuransi syariah maupun konvensional pada dasarnya mempunyai tugas yang sama yaitu mengelola dan menanggulangi risiko/ kerugian. Namun terdapat perbedaan dalam latar belakang pengelolaan risiko tersebut. Pada asuransi syariah, konsep pengelolaan dilakukan dengan menggunakan pola saling menanggung risiko sesama peserta, dimana risiko yang terjadi pada salah satu peserta menjadi tanggungan peserta lain. Hal ini tergambar dari prinsip syariah *Takaful* yang perjanjian sekelompok orang yang disebut partisipan yang secara timbal balik saling menjamin antara satu dengan yang lainnya.

Sedangkan dalam asuransi konvensional, prinsip dasarnya adalah mentransfer risiko dari nasabah ke perusahaan. Dengan demikian, risiko yang terjadi pada nasabah asuransi secara otomatis menjadi risiko perusahaan.

b. Aspek akad/ perjanjian

Hakekat akad pada asuransi syariah sekurang-kurangnya pada bagian tertentu adalah *tabarru'* (berderma) dalam lingkup *ta'awun* (tolong-menolong). Sedangkan pada asuransi konvensional akadnya adalah *tadabuli* (jual-beli).

c. Aspek Kepemilikan

Pada asuransi syariah kepemilikan dana adalah milik peserta setelah dikurangi biaya-biaya perusahaan sebab perusahaan hakikatnya adalah sebagai pemegang amanah dalam pengelolaan dana dari peserta. Sedangkan pada asuransi konvensional, dana sepenuhnya jadi milik perusahaan asuransi, sehingga ketika peserta tidak melakukan klaim maka dana sepenuhnya milik perusahaan.

d. Aspek Obyek Asuransi

Dalam asuransi syariah terutama asuransi kerugian harus membatasi dirinya pada obyek-obyek yang halal dan baik menurut prinsip syariah. Obyek-obyek asuransi yang mengandung unsur-unsur keharaman, kemaksiatan, dan melanggar kesusilaan tidak boleh diterima asuransi syariah. Dengan kata lain hukum Islam mengharamkan asuransi syariah menjadikan gedung/kendaraan dan lain-lain yang diperuntukan sebagai hal-hal yang mengandung keharaman dan kemaksiatan.

e. Aspek Investasi Dana

Dalam asuransi syariah dana investasi ditempatkan pada tempat-tempat yang sesuai prinsip syariah dan menggunakan bagi hasil dalam sistem pembagian hasil keuntungan dari investasi.

f. Aspek Pengawasan

Dalam asuransi konvensional pengawasan ada pada dewan komisaris. Sedangkan pada asuransi syariah selain dewan komisaris juga terdapat Dewan Pengawas Syariah (DPS) yang setiap saat melakukan kontrol dalam produk dan operasional sesuai dengan prinsip-prinsip syariah

g. Aspek Zakat, Infak dan Shadaqah (ZIS)

Perbedaan lain yang tidak ada dalam asuransi konvensional ialah adanya dana ZIS. Ketentuan zakat diatur dalam Undang-undang RI no 38 tahun 1989 mengharuskan setiap badan yang dimiliki muslim atau yang berlandaskan syariah wajib menyisihkan harta dari hasil usahanya.

2.5 Asuransi Jiwa Unit Link

Polis asuransi jiwa *unit link* diperkenalkan sebagai salah satu cara berinvestasi yang efektif dimana nilai investasi langsung dikaitkan dengan kinerja investasti. Pada umumnya cara mengaitkan nilai investasi dengan polis asuransi adalah dengan memberikan nilai unit, dimana total dana unit tersebut dikelola oleh perusahaan asuransi jiwa. Cara lainnya adalah dengan mengaitkan unit dengan reksa dana. Nilai

unit secara langsung dapat mewakili nilai aset dari dana tersebut dan akan berfluktuasi mengikuti kinerja investasi tersebut.

Produk ini ada pada kategori produk variabel *universal life* dimana nilai aset yang dimiliki oleh nasabah dapat disesuaikan dengan rencana-rencana keuangan yang dimilikinya, misalnya nasabah dapat melakukan penambahan dana (*top up*) dan pengambilan dana (*withdrawl*). Kemudian, hasil investasi produk unit link dapat memberikan *profit gain* bahkan sebaliknya *profit loss*, misalnya akibat jatuhnya indeks harga saham atau nilai aktiva bersihnya turun. Risiko atas meninggalnya tertanggung tetap diproteksi oleh penanggung atau perusahaan asuransi jiwa, sedangkan risiko dari aktivitas investasinya menjadi tanggung jawab pihak nasabah.

Adapun karakter penghimpunan dana atau pengalokasian dana dari produk unit link yang menganut prinsip-prinsip yang sama dengan reksa dana, diantaranya adalah :

1. investasi unit link dilakukan dengan pengumpulan dana investasi dari masyarakat, yang kemudian dialokasikan dalam unit-unit kecil dan di reksa dana tersebut sebagai unit penyertaan dan dalam unit link disebut unit
2. tahap berikutnya unit-unit kecil tersebut diberi nilai sesuai portofolio dimana unit-unit tersebut ditanamkan. Penanaman unit -unit ini pun dipilih sendiri oleh masyarakat pemodal, sebagaimana diatur dalam ketentuan undang-undang No.8 tahun 1995 tentang pasar modal.

Sebelum melangkah lebih jauh mengenal unit link, sebaiknya kita ketahui dahulu jenis - jenis reksa dana yang ada. Berikut ini adalah jenis - jenis reksa dana yaitu :

1. Reksa Dana Pasar Uang (RDPU)

Adalah reksa dana yang melakukan investasi 100% pada efek pasar uang. Yang dimaksud dengan efek pasar uang adalah efek-efek utang yang berjangka kurang dari satu tahun. Secara umum yang termasuk dalam kategori ini adalah Deposito, SBI, Obligasi serta efek utang lainnya dengan jatuh tempo kurang dari satu tahun. Reksa dana pasar uang merupakan reksa dana dengan tingkat risiko yang paling rendah. Di lain pihak, potensi

keuntungan reksa dana ini juga terbatas. Hasil investasinya mirip dengan tingkat suku bunga deposito karena hampir sebagian besar portofolio investasi reksa dana pasar uang adalah pada deposito.

2. Reksa Dana Pendapatan Tetap (RDPT)

Adalah reksa dana yang melakukan investasi sekurang-kurangnya 80% dari portofolio yang dikelolanya kedalam efek bersifat utang. Umumnya RDPT memanfaatkan instrument obligasi sebagai bagian terbesar investasinya. RDPT merupakan reksa dana terbesar dibandingkan reksa dana jenis lainnya. Besar minat investor terhadap reksa dana ini tidak terlepas dari ciri khas investor Indonesia yang menginginkan risiko yang lebih rendah, aman dan tingkat pengembalian cukup.

3. Reksa Dana Saham (RDS)

Adalah reksa dana yang berinvestasi sekurang-kurangnya 80% dari portofolio yang dikelolanya kedalam efek bersifat ekuitas (saham). Efek saham umumnya memberikan potensi hasil yang lebih tinggi berupa *capital gain* melalui pertumbuhan harga-harga saham. Selain hasil dari *capital gain*, efek saham juga memberikan hasil lain berupa dividen.

4. Reksa Dana Campuran (RDC)

Adalah reksa dana yang melakukan investasi berorientasi pada saham, obligasi, atau pasar uang.

Bentuk investasi unit link juga sama seperti yang dianut oleh reksa dana, hingga saat ini produk unit link lebih banyak menggunakan 5 (lima) jenis investasi reksa dana, yaitu:

1. *Link Rupiah Managed Fund* (Reksa Dana Campuran Rupiah)

Memaksimalkan perkembangan dana jangka panjang melalui investasi dengan nilai Rupiah pada obligasi, saham, serta instrumen pasar uang lainnya.

2. *Link USD Managed Fund* (Reksa Dana Campuran USD)

Memaksimalkan perkembangan dana jangka panjang melalui investasi dengan nilai US Dollar pada obligasi serta instrumen pasar uang lainnya.

3. *Link Equity Fund* (Reksa Dana Saham)

Bertujuan memaksimalkan pendapatan jangka menengah dan panjang melalui investasi dalam saham-saham yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.

4. *Link Fixed Income Fund* (Reksa Dana Pendapatan Tetap)

Bertujuan untuk mendapatkan hasil investasi pada obligasi dan surat utang pemerintah

5. *Link Rupiah Cash Fund* (Reksa Dana Pasar Uang)

Memaksimalkan dana investasi pada investasi likuid seperti SBI, deposito perbankan atau pasar uang.

Sedangkan untuk unit link syariah menggunakan 3 (tiga) jenis investasi reksa dana syariah, yaitu :

1. *Link Syariah Rupiah Managed Fund* (Reksa Dana Campuran Syariah Rupiah)

Memaksimalkan perkembangan dana jangka panjang melalui investasi dengan nilai Rupiah pada obligasi dan saham syariah.

2. *Link Syariah Rupiah Equity Fund* (Reksa Dana Saham Syariah Rupiah)

Bertujuan memaksimalkan pendapatan jangka menengah dan jangka panjang melalui investasi dalam saham-saham syariah dan berkualitas yang tercatat di Bursa Efek Jakarta.

3. *Link Syariah Rupiah Cash & Bond Fund* (Reksa Dana Pasar Uang dan Obligasi Syariah Rupiah)

Adalah dana investasi jangka menengah dan panjang yang bertujuan untuk mendapatkan hasil investasi yang optimal melalui penempatan dana dalam mata uang Rupiah melalui instrumen-instrumen pasar uang syariah dan pendapatan tetap syariah lainnya di pasar modal.

Produk unit link merupakan perpaduan antara asuransi jiwa dengan investasi yang sangat fleksibel. Produk ini ada pada kategori produk variabel universal life dimana nilai asset yang dimiliki oleh nasabah dapat disesuaikan dengan rencana-rencana keuangan yang dimilikinya, misalnya nasabah dapat melakukan penambahan dana (*top up*) dan pengambilan dana (*withdrawl*). Kemudian, hasil investasi produk

unit link dapat memberikan *profit gain* bahkan sebaliknya *profit loss*, misalnya akibat jatuhnya indeks harga saham atau nilai aktiva bersihnya turun. Risiko atas meninggalnya tertanggung tetap diproteksi oleh penanggung atau perusahaan asuransi jiwa, sedangkan risiko dari aktivitas investasinya menjadi tanggung jawab pihak nasabah.

Mekanisme antara produk unit link konvensional dan unit link syariah secara garis besar adalah sama seperti yang digambarkan pada paragraf sebelumnya. Namun kedua produk tersebut memiliki perbedaan yang substantif. Pada unit link konvensional dapat ditempatkan pada produk apa saja yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) dan investasinya menggunakan bunga. Sedangkan, pada unit link syariah memberikan pola pengembalian untuk menghadapi risiko tertentu melalui akad yang sesuai dengan syariah. Dalam unit link syariah, sisi asuransinya menggunakan prinsip risiko bersama. Sementara akad yang digunakan adalah akad perwakilan (*wakalah bil ujah*) atau bagi hasil (*mudharabah*) untuk premi asuransinya. Dalam investasinya, unit link syariah hanya boleh ditempatkan di produk keuangan yang sesuai dengan syariah, seperti tabungan di bank syariah, deposito di bank syariah, obligasi syariah (*sukuk*), dan saham syariah yang terdapat pada Daftar Efek Syariah (DES). Selain itu, unit link syariah juga tetap memperhitungkan zakat harta dalam pengelolaannya. Pada produk-produk tertentu, jika nantinya dari investasi bisa menutupi biaya premi, maka nasabah memiliki pilihan untuk tidak membayar premi. Kepemilikan dana pada unit link syariah pun merupakan hak peserta. Perusahaan hanya sebagai pemegang amanah untuk mengelolanya. Pembagian keuntungan pada unit link syariah dibagi antara perusahaan dengan peserta sesuai prinsip bagi hasil dengan proporsi yang telah ditentukan jika terdapat untung dalam pengelolaannya. Bila terjadi musibah, maka akan mendapat uang pertanggungan plus nilai investasi. Peserta pun dapat menambahkan jenis perlindungan lainnya, seperti santunan kecelakaan, sakit kritis, atau biaya rumah sakit.

Persamaan yang terdapat pada kedua produk tersebut ialah nasabah sama-sama membayar premi setiap jangka waktu tertentu, seperti bulanan, kuartalan,

semester, dan tahunan. Dimana nasabah unit link membayar premi dalam dua bagian yaitu premi perlindungan dan investasi. Premi perlindungan berfungsi sama dengan premi pada asuransi biasa. Sedangkan porsi investasi akan disetorkan oleh perusahaan asuransi kepada manajer investasi untuk dikelola. Dalam unit link premi yang dibayarkan akan dialokasikan untuk membeli unit-unit investasi.

Dari gambaran diatas, substansi produk investasi dengan produk asuransi jiwa berbeda. Untuk itulah, maka produk unit link harus lebih transparan dalam memberikan informasi kepada nasabah, termasuk pelaporannya ke otoritas yang berwenang atau departemen keuangan RI sesuai SK No, 6098/LK/2001 tertanggal 28 Desember 2001 yang menyebutkan :

“Mengharuskan perusahaan asuransi untuk memiliki neraca atau laporan keuangan yang terpisah bagi produk unit linked-nya. Aset setiap produk unit link harus dijaga terpisah dari semua asset perusahaan lainnya dan setiap asset harus mempunyai dana yang cukup untuk membayar kewajibannya”

2.5.1 Manfaat dan Risiko *Unit Link*

Manfaat dan risiko pada investasi *unit link* sama dengan manfaat dan risiko yang terkandung dalam reksa dana. Menurut buku panduan Reksa Dana yang diterbitkan oleh Bapepam (1997), Reksa Dana memiliki beberapa manfaat sehingga dapat dijadikan sebagai salah satu alternatif investasi yang menarik, yaitu:

1. **Dikelola Oleh Manajemen Professional.**

Pengelolaan portofolio suatu Reksa Dana dilaksanakan oleh manajer investasi yang memang mengkhususkan keahliannya dalam hal mengelola Reksa Dana . Peran manajer investasi sangat penting mengingat pemodal individual pada umumnya mempunyai keterbatasan waktu, sehingga mungkin tidak dapat melakukan riset secara langsung dalam menganalisis harga efek serta mengakses informasi ke pasar modal.

2. **Dilakukan Diversifikasi Investasi.**

Diversifikasi/penyebaran investasi yang terwujud dalam portofolio akan mengurangi risiko (tetapi tidak dapat menghilangkan) karena dana/kekayaan

Reksa Dana diinvestasikan pada berbagai jenis efek sehingga risikonya juga disebar. Dengan kata lain, risikonya tidak sebesar risiko bila seseorang membeli satu atau dua jenis saham atau efek secara individu.

3. Terdapat Kemudahan Investasi.

Kemudahan ini tercermin dari relatif rendahnya nilai investasi awal Reksa Dana, pelayanan administrasi dalam pembelian maupun penjualan kembali satu unit Reksa Dana lebih mudah dibandingkan dengan jenis investasi lainnya serta adanya fasilitas bagi investor untuk melakukan investasi kembali (*reinvestment*) dengan menggunakan dividen yang diperolehnya sehingga saham/unit penyertaannya terus bertambah.

4. Adanya Transparansi Informasi.

Reksa Dana wajib memberikan informasi atas perkembangan portofolionya dan biayanya secara kontinu sehingga pemegang saham/unit penyertaan dapat memantau keuntungan biaya dan risiko setiap saat. Pengelolaan Reksa Dana wajib mengumumkan NAB/unit-nya setiap hari di surat kabar serta menerbitkan laporan keuangan tengah tahunan (semesteran) dan tahunan serta prospektus secara teratur sehingga investor dapat memonitor perkembangan investasinya secara rutin.

5. Likuiditas Yang Tinggi.

Pemodal dapat mencairkan kembali modal/unit penyertaan setiap saat sesuai dengan ketentuan yang dibuat masing-masing Reksa Dana sehingga memudahkan investor mengelola kasnya. Reksa Dana terbuka wajib membeli kembali saham/unit penyertaannya sehingga sifatnya sangat likuid.

6. Biayanya Rendah.

Karena Reksa Dana merupakan kumpulan dana dari banyak pemodal dan kemudian dikelola secara profesional, maka sejalan dengan besarnya kemampuan untuk melakukan investasi tersebut akan menghasilkan pula efisiensi biaya transaksi. Biaya transaksi akan menjadi lebih rendah dibandingkan apabila investor individu melakukan transaksi sendiri di bursa.

Sama seperti instrumen investasi lainnya, Reksa Dana selain menghasilkan keuntungan juga mengandung risiko yang harus dipertimbangkan. Semakin tinggi imbal hasil (*return*) yang diharapkan maka makin tinggi risikonya. Risiko yang terkandung dalam suatu Reksa Dana selalu dijelaskan dan tercantum dalam prospektusnya sehingga dapat menjadi pertimbangan para pemodal sebelum membelinya. Risiko yang terkandung dalam reksa dana dan juga dalam *unit link* adalah sebagai berikut :

1. Risiko berkurangnya nilai unit penyertaan.

Risiko ini dipengaruhi oleh turunnya harga dari efek (saham, obligasi, surat berharga lainnya) yang menjadi bagian portofolio Reksa Dana di bursa yang mengakibatkan menurunnya nilai unit penyertaan.

2. Risiko likuiditas.

Penjualan kembali (*redemption*) sebagian besar unit penyertaan oleh pemilik kepada manajer investasi dalam menyediakan uang tunai bagi pembayaran tersebut.

3. Risiko politik dan ekonomi.

Perubahan kebijakan di bidang politik dan ekonomi dapat mempengaruhi kinerja perusahaan, tidak terkecuali perusahaan yang telah terdaftar (*go public*) di bursa efek. Hal tersebut jelas akan mempengaruhi harga efek yang termasuk dalam portofolio Reksa Dana itu sendiri.

4. Risiko wanprestasi

Risiko ini dapat timbul saat perusahaan asuransi yang mengasuransikan kekayaan Reksa Dana tidak segera membayar ganti rugi atau membayar lebih rendah dari nilai pertanggungan saat terjadi hal-hal yang tidak diinginkan, seperti wanprestasi dari pialang, bank kustodian, agen pembayaran atau bencana alam, kebakaran serta kerusakan, yang mungkin dapat mempengaruhi penurunan NAB Reksa Dana bersangkutan.

2.5.2 Perbedaan *Unit Link* dan Reksa Dana

Secara garis besar semua mekanisme reksa dana dianut oleh *unit link*. Namun *unit link* mempunyai keunikan lain dibandingkan dengan produk investasi pada reksa dana adalah :

1. Dalam unit link terdapat jaminan minimum uang pertanggungan kematian yang akan dibayarkan kepada yang akan ditunjuk jika tertanggung (pemegang polis) meninggal dunia dalam kontrak, sedangkan dalam produk reksa dana sepenuhnya merupakan suatu kontrak investasi (tdk ada manfaat proteksi yang dijamin) artinya jika investor meninggal dunia pada saat nilai dana sama dengan nol maka penerima manfaat tidak mendapatkan apa-apa.
2. Unit-unit hanya dapat dijual kepada individu tertanggung karena sebagai konsekuensi dari adanya jaminan kematian minimum uang pertanggungan secara individu, maka polis unit link tidak dapat dijual kepada entitas tertentu atau perusahaan, sedangkan produk reksa dana sepenuhnya merupakan suatu kontrak investasi, maka penjualannya dapat dilakukan baik secara individu atau kepada perorangan maupun kepada entitas tertentu atau perusahaan.

2.5.3 Nilai Aktiva Bersih (NAB)

NAB/unit merupakan harga beli per unit penyertaan yang harus kita beli jika ingin berinvestasi dengan membeli unit penyertaan reksa dana. NAB/unit juga sekaligus menjadi harga jual per unit penyertaan jika ingin mencairkan investasi kita, dengan menjual unit penyertaan reksa dana yang kita miliki.

Konsep investasi pada unit link mengikuti prinsip-prinsip reksa dana, oleh karena itu harga beli dan harga jual unit link adalah NAB/ unit. NAB/unit dihitung dan dipublikasikan setiap hari untuk memberikan indikasi kepada investor untuk melakukan keputusan jual atau beli. Perubahan pada NAB/unit memberikan indikator kinerja suatu unit link. Naik turunnya NAB/unit unit link dipengaruhi oleh nilai pasar dari masing-masing efek yang dimiliki oleh reksa dana tersebut.

Nilai aktiva bersih dihitung dengan menjumlahkan seluruh nilai masing-masing efek yang dimilikinya, berdasarkan harga pasar penutupan efek yang bersangkutan, kemudian mengurangnya dengan kewajiban-kewajiban *unit link* seperti biaya Manajer Investasi, biaya Bank Kustodian dan biaya lainnya.

2.6 Variabel - Variabel Makro

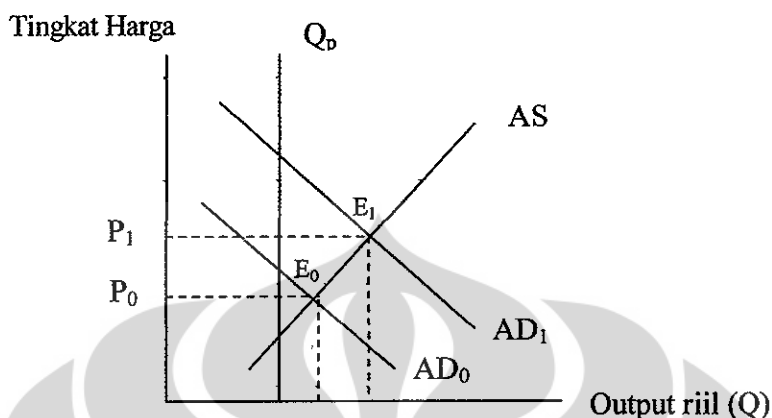
Produk unit link dikelola menganut prinsip-prinsip reksa dana. Oleh karena itu, unit link sebagaimana reksa dana rentan terhadap keadaan makro ekonomi baik faktor – faktor makro ekonomi dari dalam negeri maupun faktor – faktor makro ekonomi dari luar negeri. Pada bagian ini akan dibahas variabel – variabel tersebut secara terperinci dan pengaruhnya secara teoritis terhadap unit link.

2.6.1 Inflasi

Inflasi didefinisikan sebagai kenaikan harga barang-barang dalam tingkat harga umum dan terus menerus. Dalam sistem perekonomian inflasi dianggap sebagai suatu masalah, khususnya pada kondisi dengan tingkat inflasi yang tinggi. Hal ini dapat dimengerti mengingat inflasi berkaitan dengan perubahan dalam daya jual beli uang atau nilai uang. Daya beli akan turun jika tingkat harga naik. Dengan demikian inflasi akan mengurangi daya beli uang. Sebaliknya, daya beli uang akan naik bila tingkat harga turun.

Sebagian inflasi timbul dari sisi permintaan (*demand pull inflation*) dan sebagian lainnya dari sisi penawaran (*cost push inflation*). Inflasi tarikan permintaan (*demand pull inflation*) timbul apabila permintaan agregat (investasi, pengeluaran pemerintah atau ekspor neto) meningkat lebih cepat dibandingkan dengan produksi produktif perekonomian, sehingga menarik harga keatas untuk menyeimbangkan penawaran dan permintaan agregat.

Menurut teori inflasi tarikan permintaan, jumlah uang beredar merupakan determinan utama inflasi. Alasannya adalah bahwa pertumbuhan jumlah uang beredar meningkatkan permintaan agregat, yang pada akhirnya akan meningkatkan tingkat harga. Mekanismenya dapat dilihat pada gambar 2.1.



Gambar 2.1 *Demand Pull Inflation*

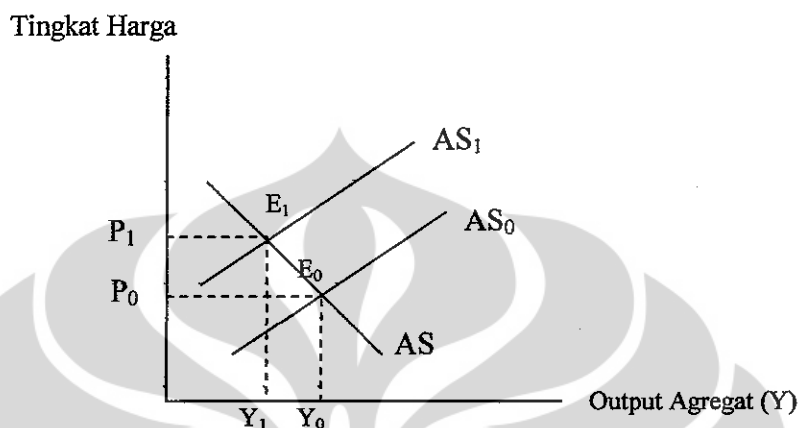
Sumber : Manurung dan Rahardja, Pengantar Ilmu Ekonomi (2008)

Gambar 2.1 mengilustrasikan proses dari inflasi tarikan permintaan dalam hubungannya dengan permintaan agregat dan penawaran agregat. Kurva Ad adalah kurva permintaan agregat dan kurva AS menunjukkan kurva penawaran agregat, sedangkan Q_p adalah tingkat output potensial yang dihasilkan oleh suatu perekonomian.

Bermula dari keseimbangan awal pada titik E_0 , jika terjadi peningkatan pengeluaran pemerintah atau meningkatnya jumlah uang beredar, maka hal tersebut akan menggeser kurva AD keatas yaitu dari AD_0 ke AD_1 . Kemudian keseimbangan perekonomian akan bergeser dari E_0 ke E_1 . Pada tingkat permintaan yang lebih tinggi ini, tingkat harga mengalami peningkatan dari P_0 ke P_1 . Ketika tingkat harga naik maka akan menyebabkan permintaan uang naik. Dengan penawaran uang tak berubah dan peningkatan kuantitas uang yang diminta, tingkat bunga akan naik dan ini menyebabkan investasi (I) mengalami penurunan. Apabila kondisi ini berlangsung terus menerus akan menyebabkan hiperinflasi.

Sementara inflasi yang diakibatkan oleh peningkatan biaya selama periode pengangguran tinggi dan pengangguran sumber daya yang kurang aktif disebut inflasi dorongan biaya (*cost push inflation*). Peningkatan biaya menggeser kurva AS ke kiri, seperti pada Gambar 2.2. pergeseran kurva penawaran menyebabkan tingkat harga

ekuilibrium naik dari P_0 ke P_1 dan tingkat output agregat turun dari Y_0 ke Y_1 . Apabila kondisi ini berlangsung terus menerus akan menyebabkan stagflasi.



Gambar 2.2 *Cost Push Inflation*

Sumber : Case & Fair, Prinsip-Prinsip Ekonomi (2006)

Berdasarkan teori yang dipaparkan diatas dapat kita ambil kesimpulan bahwa inflasi berhubungan negatif dengan investasi (I). Investasi dalam penelitian ini adalah unit link yang diinvestasikan dalam a saham, obligasi dan pasar uang. Pada penelitian sebelumnya mengenai inflasi telah banyak dilakukan, diantaranya penelitian mengenai inflasi dengan tingkat pengembalian saham (*stock returns*) pada negara berkembang. Nelson (1976) melakukan penelitian mengenai inflasi dan tingkat pengembalian saham untuk periode Januari 1953 – juni 1974. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa inflasi mempunyai hubungan negatif dengan tingkat pengembalian saham. Hasil yang relatif sama juga dihasilkan dari penelitian Jaffe dan Mandelker (1976), dimana inflasi mempunyai pengaruh negatif terhadap tingkat pengembalian harga saham. Sedangkan pada penelitian Cottle, Murray dan Block (1989) inflasi dianggap sebagai kekuatan ekonomi yang apaling menunggu investor pada akhir 1960-an hingga awal 1980-an, mengingat dampaknya yang sangat pada aktivitas perekonomian, seperti: menurunnya profit perusahaan, meningkatnya suku bunga dan turunnya harga saham serta mendistorsi penghasilan (return) di pasar modal.

Menurut Al Maqrizi salah satu tokoh ekonomi Islam mengatakan bahwa inflasi dalam islam terbagi menjadi dua macam, yaitu inflasi akibat berkurangnya persediaan barang dan inflasi akibat kesalahan manusia. Inflasi jenis pertama inilah yang terjadi pada zaman Rasulullah dan *khulafaur rasyidin*, yaitu karena kekeringan atau peperangan. Sedangkan, inflasi jenis kedua disebabkan oleh tiga hal, yaitu korupsi dan administrasi yang buruk, pajak yang memberatkan, serta jumlah uang yang berlebihan. Kenaikan harga yang terjadi adalah dalam bentuk jumlah uangnya karena dalam Islam tidak dikenal motif spekulasi. Sehingga Al Maqrizi mengatakan agar jumlah uang dibatasi hanya pada tingkat minimal yang dibutuhkan untuk transaksi pecahan kecil saja. Artinya sasaran dalam kebijakan yang diambil pemerintah tidak berlebihan melainkan cukup untuk dapat mengeksploitasi kapasitas perekonomian untuk menawarkan barang dan jasa bagi kesejahteraan sosial.

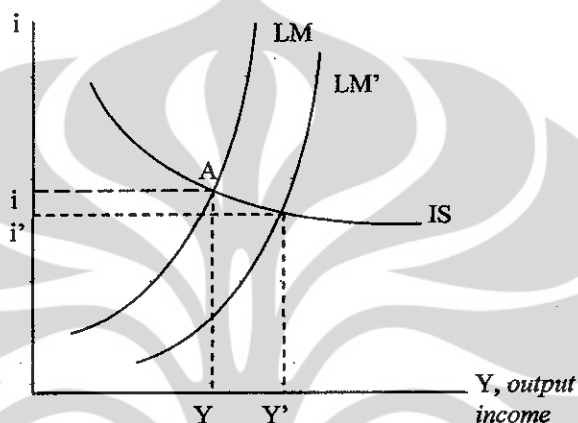
Inflasi yang terjadi di Indonesia adalah inflasi yang didalamnya menggunakan instrument bunga yang sangat berfluktuasi. Sehingga dalam kebijakan pemerintah menerapkan kebijakan suku bunga tinggi. Didalam sistem ekonomi ganda yang dianut Indonesia, untuk indeks harga saham, obligasi, yang dilakukan tidak memakai system bunga yakni bagi hasil secara tidak langsung berpengaruh oleh inflasi sehingga mengalami pergerakan yang tidak stabil. Dalam penelitian sebelumnya oleh Musthofa (2008) bahwa secara parsial tidak terpengaruh terhadap risiko sistematis dan *return* saham syariah.

2.6.2 Penawaran Uang (M2)

Bentuk dari uang dikelompokkan dalam ukuran yang berbeda – beda. Dalam ukuran yang paling umum adalah uang transaksi, yang disebut M1 dan *broad money*, yang disebut M2. M1 adalah uang yang dapat digunakan untuk transaksi dan M2 adalah M1 ditambah uang kuasi (*near money*), yaitu pengganti dekat untuk uang transaksi seperti rekening tabungan dan rekening pasar uang.

Perubahan penawaran uang mengakibatkan pergeseran pada kurva LM. Seperti pada kebijakan moneter yang menggunakan dua pendekatan. Pertama meningkatkan jumlah uang beredar, maka dampak yang ditimbulkan pada gambar 2.3. Meningkatnya jumlah uang beredar menyebabkan bergesernya kurva LM ke

bawah LM ke LM', bergesernya kurva LM berdampak pada peningkatan suku bunga dari i ke i' dan meningkatnya output dari Y ke Y' . Meningkatnya output berarti meningkatnya komponen konsumsi dan Investasi. Begitu juga sebaliknya jika pemerintah menurunkan jumlah uang.



Gambar 2.3 Dampak naiknya jumlah uang beredar terhadap keseimbangan kurva IS-LM

Sumber : Nurul Huda dkk Ekonomi Makro Islam pendekatan teoritis (2008)

Dalam sistem ekonomi Islam kurva keseimbangan pasar uang dinamakan kurva LAM dimana memiliki *slope* yang sama dengan kurva LM. Namun menurut Khan kedua kurva tersebut mempunyai perbedaan yang mendasar. Pada kurva LM menggambarkan hubungan antara tingkat bunga (i) dan pendapatan (Y). Dalam permintaan uang, kurva ini dibangun dengan motif spekulasi akibat perubahan yang terjadi pada suku bunga. Sedangkan kurva LAM dibangun dari permintaan uang yang berlandaskan profit dari investasi dengan mempertimbangkan sikap *altruistic* (permintaan uang untuk pinjaman kebajikan).

Penelitian – penelitian sebelumnya seperti Sprinkel (1964) menyatakan bahwa ada hubungan positif antara pertumbuhan uang beredar dengan harga saham, tetapi waktunya tidak selalu konsisten dan kelihatannya menjadi lebih pendek. Palmer (1970) juga menyatakan bahwa secara umum perubahan uang beredar akan membuat perubahan pada harga saham. Rozeff (1974) melakukan penelitian yang relatif sama

dengan Sprinkel (1964). Hasil analisis regresi menyimpulkan bahwa terdapat hubungan yang lemah.

2.6.3 Suku Bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI)

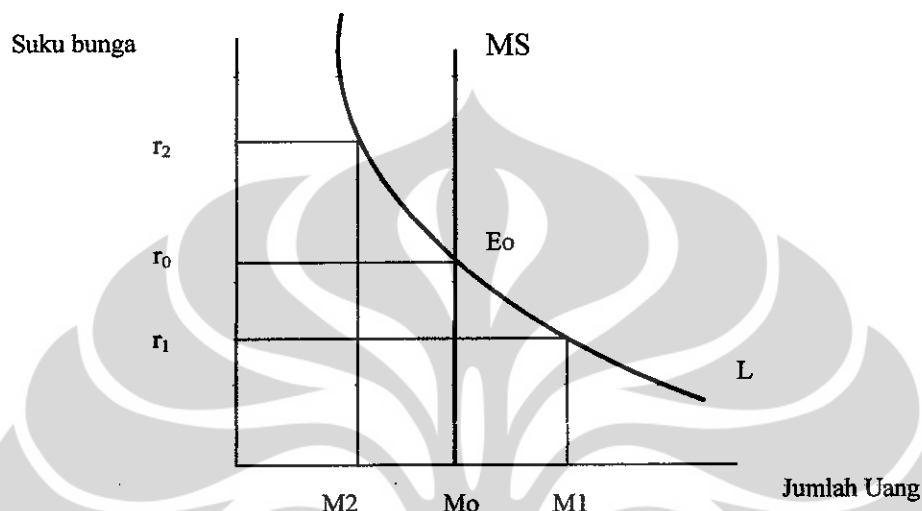
Sertifikat Bank Indonesia (SBI) adalah surat berharga yang dikeluarkan oleh bank Indonesia sebagai pengakuan utang berjangka waktu pendek (1-3 bulan) dengan system diskonto/bunga. SBI merupakan salah satu mekanisme yang digunakan bank Indonesia untuk mengontrol kestabilan nilai Rupiah. Tingkat suku bunga yang berlaku pada setiap penjualan SBI ditentukan oleh mekanisme pasar berdasarkan sistem lelang. Lelang dilakukan secara periodik, misal setiap hari rabu dengan system ABS (*Automatic Bidding System*) dari Blomberg yang bersifat *online real time* lelang SBI dengan jangka waktu 3 bulan.

Menurut Keynes (1991) suku bunga adalah imbalan (balas jasa) bagi pemilik dana untuk melepaskan likuiditas selama jangka waktu, yang merupakan juga suatu ukuran mengenai ketidaksediaan mereka yang memiliki uang untuk melepaskan pengawasan mereka atas likuiditasnya. Dengan kata lain dapat juga dikatakan bahwa suku bunga dapat dianggap sebagai harga dari suatu *loanable funds*. Dari sisi *supplier of loanable funds* suku bunga merupakan imbalan yang diterima karena mereka tidak menggunakan daya beli dana tersebut, sedangkan bagi *demanders of loanable funds*, suku bunga adalah *cost* yang harus dibayar. Salah satu teori yang menjelaskan suku bunga adalah teori preferensi likuiditas suku bunga.

Dalam teori preferensi likuiditas suku bunga (*liquidity preference theory of interest*), suku bunga ditentukan berdasarkan keseimbangan yang terjadi antara permintaan uang dengan jumlah uang yang beredar. Suku bunga akan naik ketika terjadi kelebihan permintaan akan uang dan akan turun jika terjadi kelebihan jumlah uang beredar.

Gambar 2.4 memperlihatkan mekanisme penentuan suku bunga menurut teori preferensi likuiditas suku bunga. Kurva LP merupakan kurva permintaan uang dengan *slope* negative, yang menunjukkan bahwa turunannya suku bunga mengakibatkan

jumlah uang yang diminta naik. Kuantitas uang yang tetap, M_0 , ditunjukkan dengan kurva penawaran uang MS yang inelastis



Gambar 2.4 Teori Preferensi Likuiditas Suku bunga

Sumber : Manurung dan Rahardja, Pengantar Ilmu Ekonomi (2008)

Pada gambar 2.4 dapat dilihat bahwa titik keseimbangan berada pada E_0 dengan suku bunga sebesar r_0 . Bila suku bunga berada pada r_1 , maka akan terjadi kelebihan permintaan uang sebesar $M_0 - M_1$. Surat-surat berharga yang dimiliki akan ditawarkan untuk dijual agar jumlah uang yang disimpan bisa bertambah. Hal ini akan mendorong suku bunga naik menjadi r_0 (sehingga harga surat berharga meerosot), dimana jumlah uang yang diminta akan sama dengan jumlah uang yang tersedia (M_0).

Bila suku bunga berada pada r_2 , maka akan terjadi kelebihan jumlah uang beredar sebesar $M_2 - M_0$. Surat-surat berharga akan diminta sebagai ganti kelebihan saldo uang. Hal ini akan memaksa suku bunga turun menjadi r_0 (harga surat berharga naik), dimana jumlah uang yang diminta naik sampai sama dengan jumlah M_0 yang tetap. Dengan demikian, suku bunga terjadi pada keseimbangan moneter dimana jumlah permintaan akan uang akan sama dengan jumlah uang beredar.

Secara teoritis terdapat hubungan yang negatif antara suku bunga dengan harga saham. Hal ini dapat dimengerti mengingat investor selalu dihadapkan kepada alternatif menginvestasikan dananya pada saham untuk memperoleh *return* berupa *capital gain* dan atau dividen atau menginvestasikan dananya pada pasar uang yang mengandalkan pada *return* yang akan diperoleh dari tingginya suku bunga. Apabila Pemerintah mengumumkan tingkat bunga yang lebih tinggi maka investor akan menjual sahamnya dan mengganti pada instrumen pasar uang, dengan harapan hasil yang diperoleh dari bunga akan lebih besar daripada hasil saham. Sebaliknya, pada saat suku bunga rendah, maka tidaklah menarik untuk melakukan investasi di pasar uang, sehingga lebih menguntungkan bagi investor untuk menginvestasikan dananya di pasar modal (saham) yang dapat member penghasilan lebih besar.

Dalam hubungannya suku bunga dengan harga obligasi juga terdapat hubungan yang negatif. Hal ini dapat dimengerti karena di Indonesia suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) masih merupakan investasi bebas risiko sehingga obligasi korporasi yang diterbitkan dengan kupon dibawah suku bunga SBI tidak menarik. Sehingga apabila suku bunga SBI naik maka harga pasar obligasi dipasaran akan turun, dengan demikian akan diperoleh kenaikan *yield* pada tingkat yang lebih baik dari tingkat suku bunga SBI, sebaliknya jika suku bunga SBI turun maka harga pasar obligasi akan naik menyesuaikan hingga mencapai *yield* diatas suku bunga SBI.

Pentingnya suku bunga dalam investasi menjadi perhatian bagi beberapa ahli menganggap bahwa variabel makro ekonomi yang paling penting dalam mengambil keputusan investasi adalah suku bunga dan keputusan yang akan diambil tergantung pada keakutran dalam memprediksikan suku bunga di masa akan datang. Sementara Amling (1989) serta Reilly dan Norton (1995), menyatakan bahwa meningkatnya suku bunga akan menyebabkan penurunan harga obligasi dan jatuhnya harga-harga saham. Dengan demikian pada kondisi suku bunga tinggi, pasar modal (saham) bukanlah tujuan yang baik bagi investor.

2.6.4 Nilai Tukar (Kurs)

Kurs adalah harga suatu mata uang yang diekspresikan terhadap mata uang lainnya. Kurs dapat direpresentasikan sebagai sejumlah mata uang lokal yang dibutuhkan untuk membeli satu unit mata uang asing (Faisal, 2001). Tingkat kurs tetap yang disetujui dalam kesepakatan Bretton Woods berlaku sebagai kesepakatan moneter internasional hingga tahun 1971. Kemudian pada tahun 1971 sampai sekarang, Amerika Serikat dan sebagian besar Negara lain memustuskan untuk menghapuskan sistem kurs tetap dan memilih tingkat kurs mengambang (*floating rate*), atau kurs pasar.

Menurut Case dan Fair (2007) kondisi dunia lebih rumit ketika tingkat kurs ditetapkan mengambang. Pertama, tingkat impor dan ekspor bergantung pada tingkat kurs serta atas pendapatan dan faktor-faktor lain. Ketika kurs mengalami perubahan, tingkat ekspor dan impor akan berubah. Perubahan ini pada gilirannya dapat mempengaruhi tingkat harga dan GDP riil. Perubahan ini juga berdampak pada tingkat bunga, yang akan berpengaruh pada investasi yang dilakukan investor suatu Negara dan pada akhirnya membuat mata uang suatu Negara terdepresiasi dan terapresiasi.

Ketidakstabilan perekonomian di dunia penyebabnya ialah penggunaan uang fiat, oleh karena itu dalam ekonomi Islam mata uang dinar emas ialah mata uang utama yang digunakan dalam transaksi sejak zaman Rasulullah. Mata uang dinar emas memiliki banyak kelebihan diantaranya adalah kestabilan nilai uang tersebut. Tidak terdapat perbedaan nilai dinar yang digunakan suatu Negara terhadap Negara lain, nilai kedua dinar Negara tersebut sama. Selain itu, nilai dinar juga stabil dari waktu ke waktu sekalipun terdapat krisis, perang dan bencana alam. (Nurul Huda dkk, 2008)

Walaupun manfaat mata uang dinar telah diketahui oleh banyak ilmuwan melalui penelitian-penelitian yang dilakukan, tetapi dinar belum dapat digunakan sebagai alat transaksi. Oleh karena itu, risiko yang ditimbulkan karena nilai tukar tetap akan mempengaruhi perekonomian dunia baik yang dilakukan secara konvensional maupun yang dilandaskan akad ekonomi syariah.

2.7 Penelitian Sebelumnya

2.7.1 Faktor-faktor ekonomi yang mempengaruhi tingkat imbal hasil rata-rata saham di BEJ oleh Muhammad Ardiansyah (2003)

Pada penelitian ini diidentifikasi terdapat delapan belas variabel ekonomi makro yang diduga mempengaruhi tingkat imbal hasil rata-rata saham di BEJ selama periode waktu Januari 2001 sampai dengan September 2002. Faktor-faktor tersebut adalah: suku bunga SBI, suku bunga deposito bank pemerintah, suku bunga kredit, suku bunga investasi, tingkat produksi agregat (PDB), jumlah uang beredar, inflasi, pembelian bersih oleh investor asing, tingkat diskonto bank sentral amerika dan jepang, nilai tukar Rupiah terhadap Yen Jepang dan Dollar Amerika, indeks Nikkei, indeks Hangseng, dan indeks Dow Jones, perkembangan harga emas dunia, serta pengembangan harga minyak dunia. Kemudian dilakukan analisis *cross-sectional* dan uji statistic untuk memverifikasi atau menolak kedelapan belas variabel tersebut.

Hasil akhir menyebutkan hanya lima faktor yang signifikan yaitu suku bunga deposito bank pemerintah, tingkat diskonto bank sentral Amerika, perkembangan harga emas dunia, perkembangan harga minyak dunia, dan pembelian bersih investor asing di BEJ. Kemampuan menjelaskan faktor-faktor yang diidentifikasi (R^2) sebesar 35,5% sehingga 64,5% dari variasi tingkat imbal hasil rata-rata saham di BEJ disebabkan oleh faktor-faktor lain yang belum diidentifikasi.

2.7.2 Analisis Asosiasi Kurs dan Harga Saham : Pendekatan Error Correction Model (Periode 2000-2003) oleh Ghozali Maskie SE., MS dan Dias Satria SE (2004)

Globalisasi di sektor keuangan semakin meningkat seiring dengan kontribusi portofolio asing di pasar keuangan domestik. Tingginya mobilitas modal portofolio di pasar saham dan pasar uang telah meningkatkan volatilitas dan resiko yang berasosiasi dengan stabilitas kurs secara umum. Perkembangan inilah yang diupayakan untuk dipelajari melalui hubungan antara kurs dan harga saham. Dalam melihat kemungkinan mekanisme yang berbeda antar hubungan kurs dan harga saham khususnya sejak era *floating exchange rate*, maka penelitian ini diharapkan dapat menjawab bentuk hubungan yang terjadi antar variabel tersebut.

Dalam menjelaskan determinasi kurs dan saham dalam jangka pendek dan jangka panjang, dalam penelitian ini diadopsi model koreksi kesalahan (*Error Correction Model*) untuk melihat hubungan antar variabel tersebut. Hasil temuan secara empiris selaras dengan hipotesis yang diajukan, serta memiliki arah yang sesuai dengan teori "*portofolio balance*". Hal ini didasarkan pada kerangka berfikir bahwa *bearish*/lesunya pasar saham domestik akan menyebabkan depresiasi nilai tukar (Rp/\$), yang diakibatkan karena menurunnya permintaan terhadap asset domestik (*demand for money*) yang secara langsung menurunkan tingkat bunga domestik. Hal inilah yang mendorong depresiasi nilai tukar domestik (Rupiah) karena rendahnya suku bunga memberikan disinsentif terhadap modal yang masuk sehingga menyebabkan keluarnya modal dari dalam negeri (*Capital outflow*).

Implikasi hasil temuan ini menunjukkan bahwa pasar saham merupakan salah satu jalur informasi yang penting dalam menjelaskan mekanisme moneter secara parsial, dimana keseimbangan (*equilibrium*) di pasar saham akan mempengaruhi keseimbangan nilai tukar di pasar uang. Hal ini menunjukkan bahwa upaya untuk meredam gejolak yang berlebihan di pasar valas (Kurs), dapat diupayakan dengan mengontrol variabel saham di pasar saham. Hal ini sebagai bentuk antisipasi yang penting dalam menjaga stabilitas sistem keuangan domestik (Stabilitas pasar keuangan-saham dan valas) dari pengaruh yang luas atas terjadinya krisis antar pasar keuangan (*Band wagon effect*).

Meskipun penelitian ini hanya secara parsial melihat hubungan kurs dengan keseimbangan di pasar asset (Saham), namun dukungan secara empirik dalam penelitian secara nyata menjelaskan bahwa keterkaitan variabel harga saham (Pasar Asset) khususnya di masa penerapan system mengambang bebas (*Floating exchange rates*) sangat kuat mempengaruhi stabilitas kurs secara umum. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan stabilisasi kurs hendaknya tidak hanya difokuskan di pasar uang (*Open Market Operation*), namun juga harus didukung dengan kebijakan yang efektif di pasar saham khususnya dalam meredam ekstimnya volatilitas harga dan perilaku investor yang irrasional di pasar tersebut.

2.7.3 Analisis hubungan variabel makro ekonomi terhadap indeks harga saham sektoral di BEJ oleh Verra Damayanti (2005)

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui hubungan variabel makro ekonomi yaitu variabel pendapatan domestik bruto (PDB), suku bunga SBI, dan nilai tukar Rupiah terhadap harga indeks saham sektoral di BEJ. Dari hasil pengolahan data terlihat bahwa PDB, SBI, dan REER berpengaruh signifikan terhadap indeks harga saham sektoral di BEJ. Jika dilihat secara sektoral, pengaruh tersebut berbeda-beda tergantung dari kondisi sektoral masing-masing saham. Indeks harga saham yang paling terpengaruh dengan adanya perubahan variabel makro ekonomi adalah indeks harga saham pertambangan sedangkan yang paling kecil dipengaruhi adalah indeks harga saham properti.

2.7.4 Responsivitas Harga Saham Properti Terhadap Dinamika Ekonomi Moneter Di Indonesia: Pendekatan Error Correction Model (ECM) oleh Florentinus Nugro Hardianto (2005)

Terbatasnya riset mengenai hubungan harga saham properti dan variabel makroekonomi merupakan latar belakang dalam penelitian ini. Disamping itu, bisnis properti yang semakin marak maka diperlukan penelitian responsivitas pergerakan harga sahamnya terhadap makro ekonomi di Indonesia. Pada penelitian ini menggunakan variabel suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI), penawaran uang (M2), kurs rupiah per dollar Amerika Serikat, suku bunga deposito di Amerika Serikat. Sampel data berada pada rentang waktu 2002- 2005 secara bulanan.

Kesimpulan yang dapat diperoleh adalah sebagai berikut. Pertama, hasil uji kointegrasi menunjukkan bahwa ada hubungan kointegrasi jangka panjang atau hubungan keseimbangan antara pergerakan harga saham properti di Indonesia dan variabel ekonomi moneter, yakni kurs rupiah per dollar AS, suku bunga SBI-3bulan, penawaran uang M2, dan suku bunga deposito di AS. Kedua, menggunakan ECM diketahui bahwa dalam jangka pendek pergerakan saham properti dipengaruhi secara signifikan oleh perubahan M2 dan suku bunga deposito di AS. Kemudian yang ketiga dari hasil ECM diketahui bahwa sekitar 21% ketidaksesuaian antara nilai actual harga saham properti dalam jangka pendek dan nilai keseimbangan harga saham

properti dalam jangka panjang akan dikoreksi pada setiap bulannya. Berikutnya keempat, dalam jangka panjang pergerakan harga saham properti di Indonesia dipengaruhi secara signifikan oleh perubahan suku bunga SBI-3bulan, M2, suku bunga deposito di AS dan kurs rupiah per dollar AS.

2.7.5 Hubungan Kausalitas Antara Variabel Makro Dan Harga Saham Syariah Jakarta Islamic Indeks (JII) Oleh Reny Maharani (2005)

Pada penelitian ini peneliti ingin mengetahui apakah informasi *past* variabel makro dapat digunakan sebagai indikator dalam memprediksi pergerakan harga saham syariah dengan cara menguji hubungan kausal antara variabel makro dengan pergerakan harga saham. Kausalitas diuji dengan menggunakan Jakarta Islamic Index (JII) sebagai proxy dari harga saham syariah, dan tiga variabel makro yaitu suku bunga SBI 1 bulan, kurs rupiah terhadap USD dan uang beredar dalam arti luas (M2). Pengujian dilakukan menggunakan metode kointegrasi dan Error Correction Model (ECM).

Hasil penelitian yang didapat adalah tidak terdapat hubungan kausalitas antara tingkat suku bunga SBI dan kurs Rupiah terhadap USD pada indeks harga saham syariah JII, baik satu arah maupun hubungan dua arah. Perubahan SBI maupun Kurs tidak menyebabkan perubahan pada harga saham JII. Demikian pula perubahan indeks saham JII tidak menyebabkan perubahan SBI dan kurs. Sedangkan pada M2 terdapat hubungan kausalitas dua arah dengan indeks harga saham JII dalam jangka panjang, namun dalam jangka pendek hanya terdapat hubungan kausalitas satu arah.

2.7.6 Pengaruh SBI, IHSG, Kurs, ROA dan Leg 1 Harga Obligasi Terhadap Harga Obligasi Konvensional dan Syariah oleh Amaridin Amir (2007)

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah harga kedua jenis obligasi dipengaruhi oleh faktor yang sama seperti SBI, IHSG, Kurs, ROA dan Leg 1 harga obligasi sehingga diketahui kenapa kedua obligasi syariah dan konvensional milik PT Bank Bukopin Tbk bergerak dengan arah yang bersamaan. Penelitian dilakukan atas data penelitian selama periode 30 bulan, mulai dari juli 2004 sampai dengan Desember 2006 menggunakan analisis regresi berganda.

Hasil penelitian memperlihatkan bahwa terdapat suatu faktor yang sama yang signifikan (pada alpha 5 %) mempengaruhi harga kedua jenis obligasi tersebut yaitu Kurs Rupiah terhadap Dollar AS. Perubahan harga obligasi dapat dijelaskan pengaruhnya sebesar 44,52% untuk obligasi syariah dan 47,34% untuk obligasi konvensional oleh faktor suku bunga SBI, IHSG, Kurs, ROA dan Leg 1 harga obligasi, sedangkan sisanya sebanyak 55,49% dan 52,66% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian.

2.7.7 Pengaruh Indeks Harga Saham Gabungan, Suku Bunga, Kurs dan Risiko terhadap Imbal Hasil Reksa Dana Syariah dan Konvensional Oleh Hendriyanto (2008)

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah variabel bebas yaitu IHSG, suku bunga, kurs dan risiko memberikan pengaruh terhadap imbal hasil reksa dana syariah dan konvensional. Metode yang digunakan adalah regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada reksa dana syariah, hanya variabel IHSG dan kurs saja yang memberikan pengaruh yang signifikan, artinya imbal hasil reksa dana syariah dalam penelitian ini dipengaruhi oleh IHSG dan kurs rupiah terhadap dollar Amerika. Sedangkan untuk reksa dana konvensional, variabel bebas IHSG dan suku bunga yang memberikan pengaruh yang signifikan.

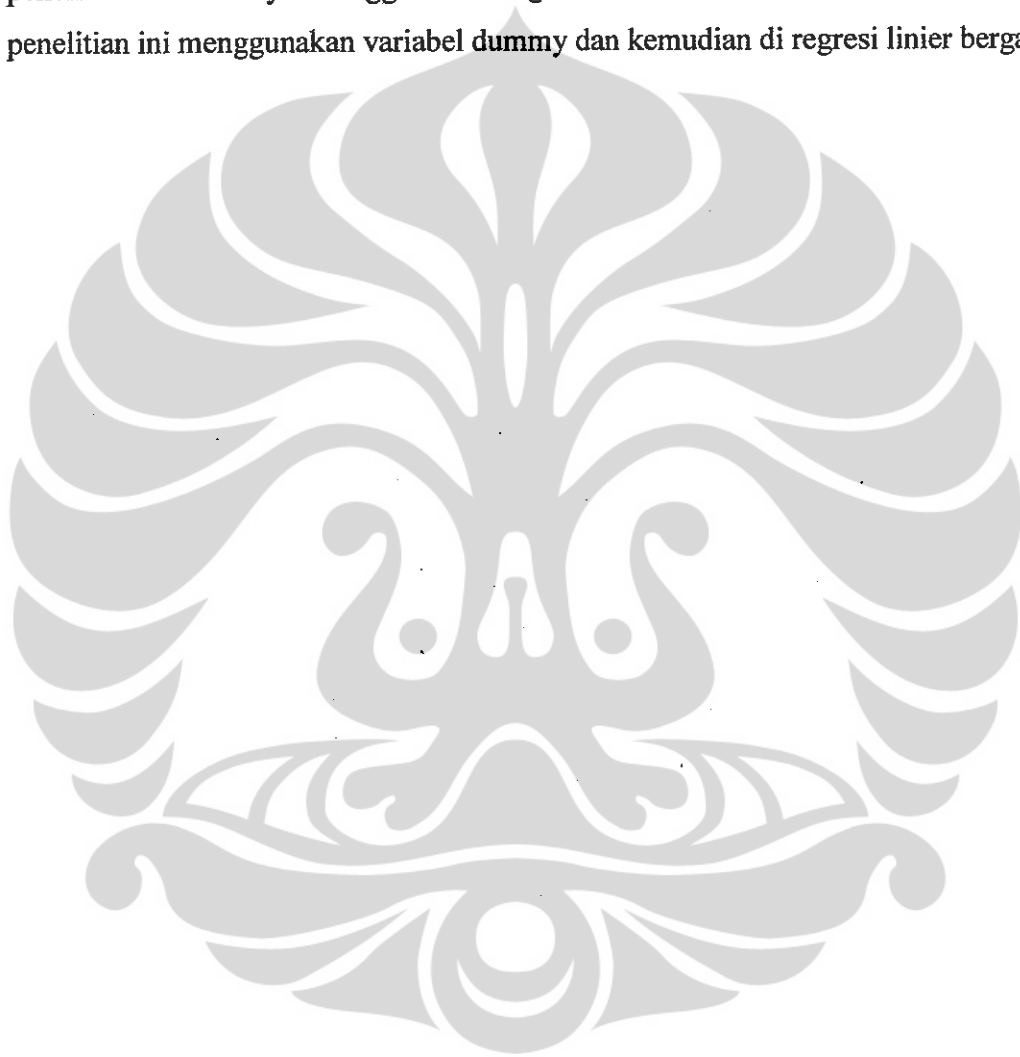
Untuk pengukuran risiko dengan metode *risk matrices*, didapatkan kesimpulan bahwa risiko penurunan imbal hasil reksa dana syariah ternyata memiliki risiko yang lebih rendah dibandingkan dengan reksa dana konvensional.

2.8 Perbedaan Penelitian Ini Dengan Penelitian Terdahulu

Hal yang paling membedakan dalam penelitian sekarang dibandingkan penelitian sebelumnya adalah pada objek penelitiannya. Pada penelitian sebelumnya objek yang digunakan adalah saham atau obligasi konvensional maupun syariah. Sedangkan pada penelitian sekarang objek yang digunakan adalah *unit link*. *Unit link* merupakan gabungan produk proteksi dan investasi reksa dana yang diinvestasikan dalam bentuk saham, obligasi, dan atau keduanya. Kemudian variabel makro ekonomi yang digunakan dalam penelitian ini menggabungkan beberapa variabel makro ekonomi

yang ada pada penelitian sebelumnya. Variabel makro yang digunakan adalah Kurs, Inflasi, SBI dan M2. Pengaruh variabel makro ekonomi tidak hanya dilihat pada unit link konvensional saja, tetapi juga pada unit link syariah.

Metode yang digunakan dalam penelitian ini juga berbeda. Apabila pada penelitian sebelumnya menggunakan regresi linier biasa dan ECM. Namun pada penelitian ini menggunakan variabel dummy dan kemudian di regresi linier berganda.



Tabel 2.1 Perbedaan Penelitian Ini dan Penelitian Terdahulu

Kategori	Muhammad Ardiyansyah (2003)	Ghozali Maskie dan Dian Satria (2004)	Verra Damayanti (2005)	Florentinus Nugro Hardianto (2005)	Reny Maharani (2005)	Amaridin Amir (2007)	Hendriyanto (2008)	Penelitian Ini
Analisis	Faktor-faktor ekonomi yang mempengaruhi tingkat imbal hasil rata-rata saham di BEJ	Analisis asosiasi kurs dan harga saham	Analisis hubungan variabel makro ekonomi terhadap indeks harga saham sektoral	Responsivitas harga saham properti terhadap dinamika ekonomi moneter di Indonesia	Hubungan kausalitas antara variabel makro dan harga saham syariah Jakarta Islamic Indeks (JII)	Pengaruh SBI, IHSG, Kurs, ROA dan Leg 1 Harga Obligasi terhadap harga obligasi konvensional dan syariah	Pengaruh IHSG, Suku Bunga, Kurs dan Risiko terhadap imbal hasil reksa dana syariah dan konvensional	Pengaruh Variabel Makro Ekonomi Terhadap Sensitivitas harga <i>unit link</i> konvensional dan syariah (studi komparatif pada PT Prudential Life Assurance)
Metode	<i>Cross sectional</i>	<i>Error Corection Model (ECM)</i>	Regresi Linier Berganda	<i>Error Corection Model (ECM)</i>	<i>Error Corection Model (ECM)</i>	Regresi Linier Berganda	Regresi Linier Berganda	Regresi linier berganda dummy Variabel
Variabel Dependen (Y)	Imbal hasil saham di BEJ	Pasar Saham	Harga Saham Sektoral	Harga Saham Properti	Harga Saham di JII	Harga Obligasi Konvensional dan Syariah	Imbal hasil Reksa dana konvensional dan syariah	<i>Unit link</i> konvensional dan Syariah

Tabel 2.1 (sambungan)

Variabel Independen (X)	SBI, Suku bunga deposito bank pemerintah, suku bunga kredit, suku bunga investasi, PDB, M2, Inflasi, pembelian bersih oleh investor asing, tingkat diskonto bank sentral amerika dan jepang, kurs Rp terhadap Yen Jepang, US Dollar, Indeks Nikkei, ideks Hangseng, Indeks Dow Jones, perkembangan harga emas dunia, perkembangan harga minyak dunia	Kurs dan Harga Saham	PDB, SBI, Kurs Rupiah terhadap harga indeks saham sektoral di BEJ	SBI, M2, Kurs Rp terhadap US Dollar, suku bunga Amerika Serikat	SEI 1 bulan, Kurs Rp terhadap US Dollar, dan M2 SBI, IHSG, Kurs, ROA, dan Leg 1 Harga Obligasi	IHSG, Suku Bunga, Kurs dan Risiko	SBI, Inflasi, Kurs dan M2
--------------------------------	--	----------------------	---	---	--	-----------------------------------	---------------------------

BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN

Pada Bab ini akan dipaparkan sejumlah hal yang berkaitan dengan langkah-langkah sistematis yang akan digunakan dalam menjawab pertanyaan penelitian. Langkah-langkah yang digunakan dalam menjawab pertanyaan penelitian tersebut disebut dengan metodologi penelitian. Agar maksud tersebut tercapai maka perlu pemilihan metodologi yang cermat dan hati-hati. Untuk itu diperlukan beberapa hal sebagai berikut ini yaitu metode penelitian, pemilihan sampel, cara pengumpulan data, mengolah data, dan menganalisis data. Untuk memudahkan pengolahan data tesis ini menggunakan software *SPSS* versi 16.0 dan *Eviews* versi 3.0.

3.1 Deskripsi Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif. Penelitian kuantitatif maksudnya penelitian ini menggunakan data kuantitatif sebagai objek yang akan diteliti, dimana data tersebut dapat diukur dengan mudah. Penelitian ini menggunakan pendekatan deskriptif-komparatif. Metode deskriptif adalah penelitian yang memberikan gambaran tentang objek/subjek penelitian (orang, lembaga dan lain-lain) pada saat sekarang berdasarkan fakta-fakta yang tampak (Zulnaidi, 2007). Sedangkan metode komparatif adalah penelitian yang bersifat membandingkan (Sugiyono 2004).

Secara deskriptif penelitian ini memberikan gambaran mengenai sensitivitas dari harga unit link syariah dan konvensional terhadap variabel-variabel makro ekonomi domestik dan faktor regional. Kemudian hasil sensitivitas kedua harga unit link tersebut terhadap variabel-variabel makro dibandingkan dan akan terlihat adanya perbedaan atau tidak antara kedua harga unit link tersebut. Dalam penelitian ini, harga unit link yang digunakan adalah harga unit link pada PT Prudential.

3.2 Data Penelitian

3.2.1 Sumber Data

Jenis data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data yang tidak diperoleh langsung dari sumber. Data harga unit link diperoleh dari PT

Prudential melalui *website* www.prudential.co.id. Data jumlah uang beredar (M2), Inflasi, dan SBI diperoleh dari Bank Indonesia melalui *website* www.bi.go.id dan kurs, index saham Dow Jones, Nikkei 225, dan Hangseng diperoleh dari finance.yahoo.com.

3.2.2 Periode Waktu dan Jumlah Data

Data yang diambil dalam penulisan merupakan data mingguan, periode waktu data yang dianalisis dalam penelitian ini adalah selama dua tahun lima bulan (Periode September 2007 s.d Desember 2009). Sehingga total data dari periode waktu penelitian berjumlah 224 data, sesuai dengan jumlah minggu dalam periode penelitian.

3.3 Definisi Operasional

3.3.1 Variabel Dependen

Variabel Independen yang digunakan adalah Harga Unit Link. Harga unit link adalah NAB (Nilai Aktiva Bersih) per unit dari setiap jenis unit link. Adapun dalam penelitian ini digunakan dua jenis unit link yaitu unit link syariah dan unit link konvensional. Dimana masing-masing unit link ini terbagi dalam beberapa jenis, yaitu :

1. Unit Link Konvensional

a. *Pru Link Rupiah Equity Fund (EF)*

menginvestasikan dana untuk memperoleh keuntungan investasi menengah dan jangka panjang melalui penempatan dana dalam kualitas Bursa Efek Jakarta (BEJ) saham perusahaan Indonesia yang terdaftar.

b. *Pru Link Rupiah Managed Fund (MF)*

investasi jangka panjang dana yang dirancang untuk memperoleh keuntungan investasi yang maksimal melalui penempatan dana dalam mata uang Rupiah melalui instrumen investasi seperti obligasi, saham dan instrumen pasar uang lainnya.

2. Unit Link Syariah

a. *Pru Link Rupiah Equity Fund Syariah (EF)*

investasi jangka panjang dana yang dirancang untuk memperoleh keuntungan investasi yang maksimal melalui penempatan dana dalam mata uang Rupiah melalui instrumen investasi seperti obligasi syariah dan saham syariah.

b. *Pru link Rupiah Manage Fund Syariah (MF)*

menginvestasikan dana untuk memperoleh keuntungan investasi menengah dan jangka panjang melalui penempatan dana dalam kualitas syariah dan saham yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ).

3.3.2 Variabel Independen

1. Inflasi (%)

peningkatan harga secara umum dalam suatu perekonomian yang berlangsung secara terus menerus dari waktu ke waktu. Inflasi dapat di hitung dengan menggunakan Indeks harga konsumen.

Perhitungannya adalah :
$$\text{Inflasi} = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

Di mana : P_0 = Harga barang/ jasa pada awal periode

P_1 = Harga barang/jasa pada akhir periode

2. SBI Rate (%)

Tingkat suku bunga yang ditetapkan oleh Bank Indonesia yang seringkali dijadikan acuan dalam menentukan suku bunga pinjaman atau suku bunga deposito. Dalam penelitian ini digunakan SBI 1 bulan.

3. *Kurs* (Rupiah)

Harga mata uang asing yang dinyatakan dalam mata uang domestik. Sehingga definisi nilai tukar mengacu pada harga relatif dimana nilai tukar seharusnya ditentukan oleh kekuatan permintaan dan penawaran relatif. Pada penelitian ini digunakan kurs rupiah terhadap USD.

3.4 Metode Analisis data

Pada bagian ini, peneliti akan melakukan pengolahan data untuk mendapatkan model yang terbaik. Adapun langkah yang dilakukan adalah sebagai berikut,

3.4.1 Pembentukan Model Regresi Variabel Dummy

Variabel Dummy disebut juga variabel indikator, biner, kategorik, boneka atau variabel dikotomi. Satu persamaan regresi dapat hanya menggunakan variabel kategorik sebagai variabel bebas lain yang numerik (Nachrowi dan Usman 2008). Dalam pengaplikasiannya, variabel dummy mempunyai banyak manfaat selain untuk menguantifikasikan data kualitatif, seperti jenis kelamin, kualitas produk, kepuasan pelayanan dan sebagainya, variabel dummy juga bermanfaat untuk membandingkan dua regresi.

Dalam penelitian ini yang dilakukan oleh penulis ialah variabel dummy untuk membandingkan dua regresi. Dalam hal ini, penulis ingin melihat hubungan antara variabel terikat Harga unit link dengan variabel bebas Inflasi, SBI, Kurs, Penawaran Uang (M2), Dimana yang dibandingkan adalah variabel terikatnya yaitu harga unit link konvensional dan harga unit link syariah. Apakah hubungannya selalu sama antara unit link syariah dan konvensional atautkah ada kemungkinan berbeda antara unit link syariah dan konvensional. Untuk melihat hal tersebut, maka dibentuk dua model sebagai berikut :

1. Model harga unit link *equity fund*

$$Y_i = \alpha_i + \alpha_2 D_i + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \lambda_1 X_1 D_i + \lambda_2 X_2 D_i + \lambda_3 X_3 D_i + \lambda_4 X_4 D_i + \mu \quad (3.1)$$

D_i = 1; Harga Unit Link Equity Syariah
0; Harga Unit Link Equity Konvensional

Y_i = Harga Unit Link Equity Fund

X_1 = Inflasi

X_2 = Kurs

X_3 = SBI

X_4 = Penawaran Uang (M2)

α_2 = Parameter
 $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ = Parameter
 $\lambda_1, \lambda_2, \lambda_3, \lambda_4$ = Parameter
 μ = Error

2. Model harga unit link Managed Fund :

$$\begin{aligned}
 Y_i = & \alpha_i + \alpha_2 D_i + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \lambda_1 X_1 D_i + \lambda_2 X_2 D_i + \lambda_3 X_3 D_i \\
 & + \lambda_4 X_4 D_i + \mu
 \end{aligned}
 \tag{3.2}$$

$D_i = 1$; Harga Unit Link Managed Syariah
 0 ; Harga Unit Link Manage fund Konvensional
 Y_i = Harga Unit Link Manage Fund
 X_1 = Inflasi
 X_2 = Kurs
 X_3 = SBI
 X_4 = Penawaran Uang (M2)
 α_2 = Parameter
 $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ = Parameter
 $\lambda_1, \lambda_2, \lambda_3, \lambda_4$ = Parameter
 μ = Error

3.4.2 Uji Asumsi

3.4.2.1 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas diperlukan untuk mengetahui apakah adanya korelasi antar variabel. Apabila korelasi antar variabel sangat kuat maka akan mengganggu ketepatan model yang dibuat. Dalam praktiknya multikolinieritas tidak dapat dihindari, artinya sulit menemukan dua variabel yang tidak berkorelasi. Ada beberapa cara untuk mendeteksi multikolinieritas, salah satu caranya ialah dengan melihat nilai *VIF*. Kolinieritas dinyatakan tidak ada jika nilai *VIF* (*Variance Inflation Factor*)

mendekati angka 1 sebaliknya jika nilai *VIF* yang lebih dari 1 diartikan memiliki kolineritas.

Apabila data belum memenuhi uji multikolinieritas, maka langkah yang harus dilakukan adalah mentransformasikan data menjadi *standardized*. Mengubah data *standardized* adalah dengan memasukan rumus :

$$X_{\text{transformasi}} = \frac{X_n - \bar{X}_n}{\sigma X_n} \quad (3.3)$$

X = Variabel Independen

\bar{X}_n = Rata-rata per variabel independen

σX_n = Standar deviasi per variabel independen

3.4.2.2 Uji Heteroskedastis

Asumsi yang harus dipenuhi agar taksiran parameter dalam model regresi bersifat BLUE (*Best Linier Unbiased Estimation*) maka *var (ui)* harus sama dengan σ^2 (konstan) atau dengan kata lain, semua residual atau *error* mempunyai varian yang sama. Kondisi seperti itu disebut dengan homoskedastis. Sedangkan bila varian tidak konstan atau berubah-ubah disebut dengan heteroskedastis. Model regresi yang baik harus terhindar dari heteroskedastis (Nachrowi dan Usman, 2006).

Untuk mengetahui apakah suatu data bersifat heteroskedastis atau tidak perlu dilakukan pengujian. Pengujian heteroskedastis untuk penelitian ini menggunakan grafik plot antara prediksi variabel terikat (dependen) yaitu *ZPRED* dengan residualnya *SRESID* yang ada pada *software SPSS*. Deteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan cara melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik *scatterplot*. Jika tidak terdapat pola yang jelas artinya tidak terjadi heteroskedastisitas.

3.4.2.3 Uji Autokorelasi

Dalam regresi linier dengan menggunakan OLS (*ordinary least square*) asumsi lain yang harus dipenuhi agar taksiran parameter dalam model tersebut bersifat BLUE adalah tidak adanya korelasi antara variabel itu sendiri. Jadi autokorelasi adalah

adanya korelasi antara variabel itu sendiri, pada pengamatan yang berbeda waktu dan individu. Umumnya kasus autokorelasi banyak terjadi pada *time series* (Nachrowi dan Hardius, 2006).

Untuk mengetahui data terdapat autokorelasi dapat dilakukan uji Durbin Witson (uji d). Pengujian ini dapat dilakukan dengan SPSS dimana d sudah dihitung secara otomatis. Bila besar n dan k diketahui, d_L dan d_U dapat dicari melalui tabel. Kemudian dilakukan uji hipotesis berikut :

Bandingkan nilai d yang dihitung dengan nilai d_L dan d_U dari tabel dengan ketentuan berikut :

1. Bila $d < d_L$ maka tolak H_0 , berarti ada korelasi positif
2. Bila $d_L < d < d_U$ tidak terdapat kesimpulan apa-apa
3. Bila $d_L < d < 4 - d_U$ tidak tolak H_0 maupun H_1 artinya tidak ada korelasi positif maupun negatif
4. Bila $4 - d_U \leq d \leq 3 - d_L$, tidak terdapat kesimpulan
5. Bila $d > 4 - d_L$, Tolak H_0 , berarti terdapat korelasi negatif

Apabila nilai dw menunjukkan masih adanya autokorelasi, langkah selanjutnya kita bisa melakukan tes terhadap *error* dari persamaan masing-masing model. Jika *error* stasioner maka kita dapat menggunakan model tersebut.

3.4.3 Goodness of Fit (R^2)

Setelah melakukan uji hipotesis didapatkan dua model terbaik dari masing-masing variabel terikat. Namun dalam intepretasi data untuk diperoleh kesimpulan hanya diperlukan satu model, maka langkah yang dilakukan adalah pemilihan model terbaik dengan melihat nilai R^2 .

Ukuran *goodness of fit* mencerminkan seberapa besar variasi dari *regressand* (Y) dapat diterangkan oleh *regressor* (X). Bila $R^2 = 0$, artinya variasi dari Y tidak dapat diterangkan oleh X sama sekali. Sementara apabila $R^2 = 1$, artinya variasi dari Y, 100% dapat diterangkan oleh X. Dengan kata lain apabila $R^2 = 1$, maka semua titik

pengamatan berada pada garis Regresi. Dengan demikian, ukurannya *goodness of fit* dari suatu model ditentukan oleh R^2 yang nilainya antara nol dan satu.

3.4.4 Uji-t (*Testing Hypotesis Slope*)

Uji-t merupakan suatu pengujian yang bertujuan mendeteksi signifikansi variabel *independent* secara individual terhadap variabel *dependent* yang digunakan. Adapun langkah-langkah dalam uji ini adalah sebagai berikut :

1) Merumuskan Hipotesis

$H_0: \alpha_2 = 0$, artinya tidak ada pengaruh signifikan secara statistik antara variabel *independent* terhadap variabel *dependent*

$H_0: \alpha_2 \neq 0$, artinya ada pengaruh signifikan secara statistik antara variabel *independent* terhadap variabel *dependent*

2) Menentukan tingkat signifikansi, yang dalam penelitian ini digunakan tingkat signifikansi 5% dan *degree of freedom* (df) = n-k dalam menentukan t-tabel.

3) Menghitung t-hitung.

4) Menetapkan kriteria pengujian.

H_0 ditolak apabila : t-hit > t-tabel atau -t hit < -t-tabel

H_0 diterima apabila : t-hit < t-tabel atau -t hit > -t-tabel

5) Kesimpulan yang didasarkan pada hasil langkah keempat di atas.

3.4.5 Uji-F (*Testing Hypotesis the Whole Model*)

Uji-F merupakan suatu pengujian yang bertujuan mendeteksi signifikansi semua variabel *independent* secara bersama-sama terhadap variabel *dependent* yang digunakan. Adapun langkah-langkah dalam uji ini adalah sebagai berikut:

1) Merumuskan Hipotesis

$H_0: \alpha_2 = 0$, artinya secara bersama-sama variabel *independent* tidak berpengaruh signifikan secara statistik terhadap variabel *dependent*.

$H_1: \alpha_2 \neq 0$, artinya secara bersama-sama variabel *independent* berpengaruh signifikan secara statistik terhadap variabel *dependent*.

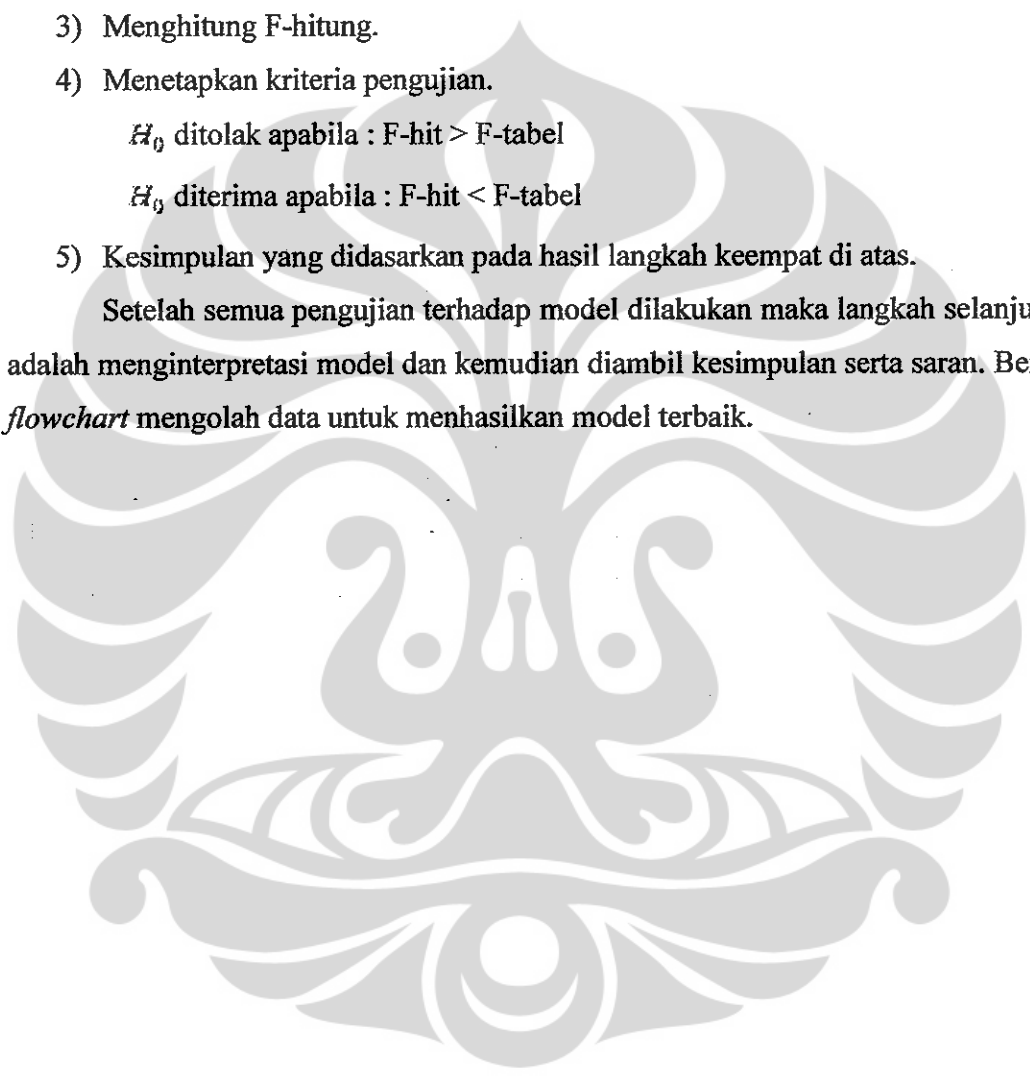
- 2) Menentukan tingkat signifikansi, yang dalam penelitian ini digunakan tingkat signifikansi 5% dan *degree of freedom* (df) = n-k dalam menentukan t-tabel.
- 3) Menghitung F-hitung.
- 4) Menetapkan kriteria pengujian.

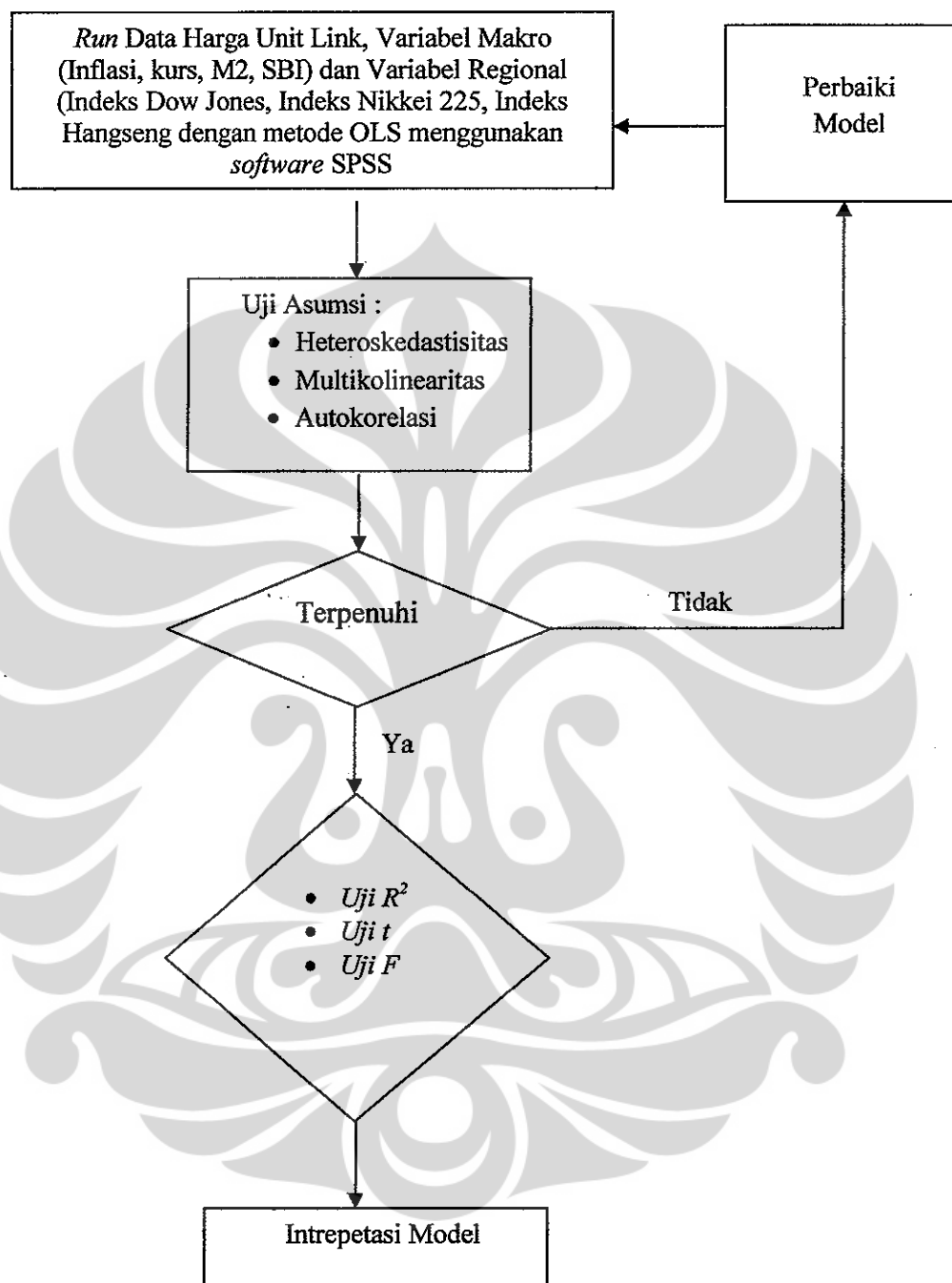
H_0 ditolak apabila : F-hit > F-tabel

H_0 diterima apabila : F-hit < F-tabel

- 5) Kesimpulan yang didasarkan pada hasil langkah keempat di atas.

Setelah semua pengujian terhadap model dilakukan maka langkah selanjutnya adalah menginterpretasi model dan kemudian diambil kesimpulan serta saran. Berikut *flowchart* mengolah data untuk menghasilkan model terbaik.





Gambar 3.1 *Flowchart* Mencari Model Terbaik

BAB 4
ANALISIS DAN PEMBAHASAN
PENGARUH VARIABEL MAKRO EKONOMI TERHADAP UNIT LINK
SYARIAH DAN KONVENSIONAL
(Studi Komparatif Pada PT Prudential Life Assurance)

4.1 Tahap Dalam Penyelesaian Masalah Untuk Variabel Terikat *Equity Fund*

4.1.1 Uji Multikolinearitas

Tahapan yang pertama yang harus dilakukan dalam penelitian ini adalah melakukan uji asumsi. Uji asumsi yang pertama dilakukan adalah uji multikolinearitas. Uji multikolinearitas diperlukan untuk mengetahui apakah adanya korelasi antar variabel. Apabila korelasi antar variabel sangat kuat maka akan mengganggu ketepatan model yang dibuat. Di bawah ini adalah Tabel 4.1 yang merupakan output regresi berganda pada variabel terikat *Equity Fund*.

Tabel 4.1 Multikolinieritas Pada Variabel Terikat *Equity Fund*

Coefficients ^a							
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	25390.47	692.566		36.661	0.000		
Kurs	-0.923	0.048	-0.312	-19.16	0.000	0.242	4.129
SBI	-894.28	46.618	-0.304	-19.183	0.000	0.256	3.911
M2	-0.002	0.000	-0.109	-5.954	0.000	0.19	5.256
Dummy	-21435.6	979.436	-3.859	-21.886	0.000	0.002	484.795
Inflasi	204.575	64.536	0.046	3.17	0.002	0.307	3.258
Kurs_d	0.801	0.068	1.446	11.757	0.000	0.004	235.992
SBI_d	749.079	65.928	1.086	11.362	0.000	0.007	142.483
M2_d	0.001	0.000	0.444	3.35	0.001	0.004	273.925
inflasi_d	-142.952	91.268	-0.028	-1.566	0.119	0.207	4.82

Sumber: Hasil pengolahan data SPSS 16.0

Dari tabel diatas terlihat bahwa nilai VIF untuk variabel dummy, Kurs_d, SBI_d dan M2_d adalah lebih dari 8 sehingga masuk dalam nilai yang tinggi berarti dalam model terdapat masalah multikolinearitas. Untuk mengatasi permasalahan tersebut, salah satu variabel akan dikeluarkan dari model dan akan dilakukan regresi ulang dengan program SPSS.

Namun setelah mengeluarkan satu variabel bebas yaitu inflasi dari model belum memberikan model yang baik dan nilai VIF masih tinggi, sehingga langkah yang diambil adalah mentransformasikan semua variabel menjadi bentuk standardized dengan memasukan sesuai rumus (lihat bab 3 pada rumus 3.3). Kemudian setelah memasuki rumus tersebut data diolah kembali menggunakan program SPSS. Hasil yang diperoleh adalah sebagai berikut:

Tabel 4.2 Multikolinieritas Setelah Transformasi Pada Variabel Terikat *Equity Fund*

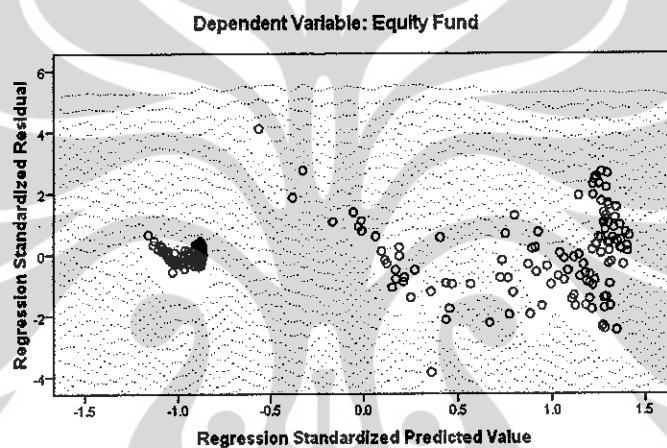
Coefficients ^a							
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)							
Trkurs	6170.358	31.464		196.108	0.000		
TrSBI	-869.473	45.381	-0.312	-19.16	0.000	0.242	4.129
TrM2	-842.476	43.918	-0.304	-19.183	0.000	0.256	3.911
Trkurs_d	-304.851	51.199	-0.109	-5.954	0.000	0.19	5.256
TrSBI_d	754.542	64.178	0.191	11.757	0.000	0.242	4.129
TrM2_d	705.686	62.109	0.18	11.362	0.000	0.256	3.911
Trinflasii	242.549	72.407	0.062	3.35	0.001	0.19	5.256
trinflasij_d	127.781	40.31	0.046	3.17	0.002	0.307	3.258
dummy	-89.29	57.007	-0.023	-1.566	0.119	0.307	3.258
	-5170.66	44.497	-0.931	116.203	0.000	0.999	1.001

Sumber: Hasil pengolahan data SPSS 16.0

Hasil yang diperoleh setelah data ditransformasi yang terlihat pada Tabel 4.2 diatas menunjukkan nilai VIF yang baik. Semua variabel memiliki nilai VIF dibawah 6 berarti dengan tingkat keyakinan 95% tidak terdapat multikolinieritas dalam model regresi.

4.1.2 Heteroskedastisitas

Langkah selanjutnya adalah melakukan uji heteroskedastis untuk menguji model bersifat BLUE. Heteroskedastisitas pada model dengan variabel terikat *Equity Fund* dapat terlihat pada grafik plot berikut ini :



Gambar 4.1 Scatterplot Pada Variabel Terikat *Equity Fund*

Sumber: Hasil pengolahan data SPSS 16.0

Terlihat dari Gambar 4.1 diatas tidak terdapat pola atau acak. Sehingga dapat diartikan bahwa pada model dengan variabel terikat *equity fund* telah terhindar dari heteroskedastisitas.

4.1.3 Autokorelasi

Setelah melakukan uji heteroskedastis langkah selanjutnya adalah menguji apakah terdapat otokorelasi berdasarkan statistik DW yang disajikan pada tabel model *summary* pada output SPSS. Berikut statistik DW yang dihasilkan :

Tabel 4.3 Hasil Statistik DW Pada *Equity Fund*

Model Summary ^b										
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	.992 ^a	0.985	0.984	347.4257	0.985	1706.6	9	234	0	0.495

Sumber: Hasil pengolahan data SPSS 16.0

Dari kedua Tabel 4.3 diatas nilai statistik DW menunjukkan nilai 0.495 artinya nilai tersebut dibawa nilai batas bawah (nilai $DW < d_L$). Artinya terdapat korelasi positif. Meskipun residual mempunyai korelasi positif, apabila nilai error stasioner. Maka langkah selanjutnya adalah menguji stasioneritas daripada error pada masing-masing model. Berikut hasil pengolahannya :

Tabel 4.4 Hasil Uji Stasioneritas Error Pada Variabel Terikat *Equity Fund*

ADF Test Statistic	-5.356444	1% Critical Value*	-3.4592
		5% Critical Value	-2.8737
		10% Critical Value	-2.5732

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Sumber: Hasil pengolahan data EVIEW 3.0

Dari Tabel 4.4 diatas menunjukkan nilai | ADF statistik | > | CV | pada $\alpha = 5\%$. Hal ini berarti tolak H_0 dan nilai *error* telah stasioner. Sehingga model dapat digunakan.

4.1.4 Koefisien Determinasi

Dalam penelitian ini menghasilkan koefisien determinasi sebagai berikut:

Tabel 4.5 Koefisien Determinasi Pada Variabel Terikat *Equity Fund*

Model Summary ^b	
R	R Square
.992 ^a	0.985

Sumber: Hasil pengolahan data SPSS 16.0

Dari Tabel 4.5 diatas terlihat bahwa koefisien determinasi (R-square) sebesar 0.985. Hal ini menunjukkan bahwa variasi variabel bebas yakni kurs, sbi, m2 dan inflasi secara bersama-sama mampu menerangkan variabel terikat yaitu *equity fund* sebesar 98.5% dan sisanya 1.5% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dijelaskan dalam model.

4.1.5 Uji t

Setelah melakukan uji koefisien regresi secara keseluruhan, langkah selanjutnya adalah menghitung koefisien regresi secara individu. Hasil uji-t untuk variabel terikat *equity fund* terlihat pada tabel berikut :

Tabel 4.6 Uji-t Pada Variabel Terikat *Equity Fund*

Model	B	T	Sig.
1 (Constant)	6170.358	196.11	0.000
Trkurs	-869.473	-19.16	0.000
TrSBI	-842.476	-19.183	0.000
TrM2	-304.851	-5.954	0.000
Trkurs_d	754.542	11.757	0.000
TrSBI_d	705.686	11.362	0.000
TrM2_d	242.549	3.35	0.001
Trinflasii	127.781	3.17	0.002
trinflasii_d	-89.29	-1.566	0.119
Dummy	-5170.655	-116.2	0.000

Sumber: Hasil pengolahan data SPSS 16.0

- a. Konstanta (C) memiliki nilai 6170.358 yang berarti semakin besar intercep makin besar pula nilai *equity fund* (dengan asumsi variabel bebas lainnya tetap). C memiliki nilai sig = 0.000 atau dibawah 0.05 berarti tolak H_0 artinya dengan tingkat keyakinan 95%, intercep secara individu signifikan secara statistik.

- b. Variabel kurs (TrKurs) memiliki slope sebesar -869.473 yang berarti kenaikan kurs 1 poin akan menurunkan Equity Fund sebesar 869.473 poin. TrKurs memiliki nilai $\text{sig} = 0.000$ atau di atas 0.05 yang berarti terima H_0 artinya dengan tingkat keyakinan 95% , slope Trkurs secara statistik signifikan atau terdapat korelasi antara kurs dengan *equity fund* pada tingkat $\alpha 5\%$.
- c. Variabel SBI (TrSBI) memiliki slope sebesar -842.476 yang berarti kenaikan SBI 1 poin akan menurunkan *equity fund* sebesar 842.476 poin. TrSBI memiliki nilai $\text{sig} = 0.000$ atau di atas 0.05 yang berarti terima H_0 artinya dengan tingkat keyakinan 95% , slope TrSBI secara statistik signifikan atau terdapat korelasi antara SBI dengan *equity fund* pada tingkat $\alpha 5\%$.
- d. Variabel Inflasi (TrInflasi) memiliki slope sebesar 127.781 yang berarti kenaikan inflasi 1 poin akan menurunkan *equity fund* sebesar 127.781 poin. TrInflasi memiliki nilai $\text{sig} = 0.002$ atau di atas 0.05 yang berarti terima H_0 artinya dengan tingkat keyakinan 95% , slope TrInflasi secara statistik signifikan atau terdapat korelasi antara inflasi dengan *equity fund* pada tingkat $\alpha 5\%$.
- e. Variabel M2 (TrM2) memiliki slope sebesar 242.549 yang berarti kenaikan M2 1 poin akan menurunkan *equity fund* sebesar 127.781 poin. TrM2 memiliki nilai $\text{sig} = 0.000$ atau di atas 0.05 yang berarti terima H_0 artinya dengan tingkat keyakinan 95% , slope TrM2 secara statistik signifikan atau terdapat korelasi antara inflasi dengan *equity fund* pada tingkat $\alpha 5\%$.
- f. Variabel dummy memiliki slope -5170.66 dengan $\text{sig} = 0.000$ atau dibawah 0.05 yang berarti tolak H_0 artinya dengan tingkat keyakinan 95% slope dummy secara statistik signifikan atau terdapat perbedaan antara *equity fund* syariah dan konvensional pada $\alpha 5\%$.
- g. Variabel dummy kurs (TrKurs_d) memiliki slope 754.542 dengan $\text{sig} = 0.000$ atau dibawah 0.05 yang berarti tolak H_0 artinya dengan tingkat keyakinan 95% slope dummy kurs secara statistik signifikan atau terdapat perbedaan antara *equity fund* syariah dan konvensional pada $\alpha 5\%$.

- h. Variabel dummy SBI (TrSBI_d) memiliki slope 705.686 dengan sig = 0.000 atau dibawah 0.05 yang berarti tolak H_0 artinya dengan tingkat keyakinan 95% slope dummy sbi secara statistik signifikan atau terdapat perbedaan antara *equity fund* syariah dan konvensional pada α 5%.
- i. Variabel dummy inflasi (Trinflasi_d) memiliki slope - 89.29 dengan sig = 0.119 atau dibawah 0.05 yang berarti terima H_0 artinya dengan tingkat keyakinan 95% slope dummy inflasi secara statistik tidak signifikan atau terdapat perbedaan antara *equity fund* syariah dan konvensional pada α 5%.
- j. Variabel dummy M2 (TrM2_d) memiliki slope - 304.851 dengan sig = 0.001 atau dibawah 0.05 yang berarti terima H_0 artinya dengan tingkat keyakinan 95% slope dummy inflasi secara statistik tidak signifikan atau terdapat perbedaan antara *equity fund* syariah dan konvensional pada α 5%.

4.1.6 Uji F

Pada model dengan variabel terikat *equity fund* didapat memiliki nilai probabilitas (F statistic) = 0.000 atau lebih kecil dari 0.05 yang berarti H_0 ditolak artinya dengan tingkat keyakinan sebesar 95%, variabel bebas (Kurs, SBI, Inflasi, dan M2) secara statistik signifikan dan dapat menjelaskan variabel *equity fund*.

4.1.7 Interpretasi Model

Setelah melakukan beragam pengujian terhadap model, akhirnya diperoleh model yang terbaik untuk variabel terikat *equity fund*. Sebelum dilakukan interpretasi atas model dikeluarkan variabel-variabel yang tidak signifikan dari model persamaan. Dari model hanya satu variabel yang tidak signifikan yaitu variabel dummy inflasi (trinflasi_d). Namun karena dalam penelitian ini menggunakan variabel dummy interaksi oleh karena itu tidak hanya variabel dummy inflasi yang dikeluarkan tetapi variabel bebas inflasi (TrInflasi) juga dikeluarkan walaupun signifikan. Maka model persamaan yang dapat digunakan adalah sebagai berikut :

$$\text{Equity Fund} = 6170.358 - 5170.66D - 869.473\text{TrKurs} - 842.476\text{TrSBI} - 304.851\text{TrM2} + 754.542\text{Trkurs}_d + 705.686\text{TrSBI}_d + 242.549\text{TrM2}_d \quad (4.1)$$

Untuk mengetahui perbedaan antara *equity fund* syariah dan konvensional, langkah selanjutnya adalah memasukan variabel dummy. Untuk *equity fund* syariah adalah 1 dan *equity fund* konvensional adalah 0. Maka model persamaan menjadi :

Equity Fund Syariah

$$\text{Equity Fund} = 999.698 - 114.931\text{Trkurs} - 136.79\text{TrSbi} - 62.302\text{TrM2} \quad (4.2)$$

Equity Fund Konvensional

$$\text{Equity Fund} = 6170.358 - 869.473\text{TrKurs} - 842.476\text{TrSBI} - 304.851\text{TrM2} \quad (4.3)$$

Berdasarkan persamaan 4.2 dan 4.3 diatas, maka dapat ditrepretasikan bahwa setiap peningkatan Rp 1 kurs maka akan menurunkan harga *equity fund* syariah sebesar Rp 114.931 dan pada *equity fund* konvensional sebesar Rp 869.473. Kemudian setiap peningkatan 1 persen SBI maka akan menurunkan harga *equity fund* syariah sebesar Rp 136.79 dan pada *equity fund* konvensional sebesar Rp 842.476. Kemudian setiap peningkatan 1 persen M2 maka akan menurunkan harga *equity fund* syariah sebesar Rp 62.302 dan pada *equity fund* konvensional sebesar Rp 304.851. Untuk variabel yang tidak signifikan yaitu inflasi berarti secara statistik pengaruhnya terhadap harga *equity fund* syariah maupun konvensional adalah sama.

4.2 Tahap Dalam Penyelesaian Masalah Untuk Variabel Terikat

Managed Fund

4.2.1 Uji Multikolinearitas

Uji asumsi yang pertama dilakukan adalah uji multikolinearitas. Uji multikolinearitas diperlukan untuk mengetahui apakah adanya korelasi antar variabel. Apabila korelasi antar variabel sangat kuat maka akan mengganggu ketepatan model yang dibuat. Dibawah ini adalah Tabel 4.7 yang merupakan output regresi berganda pada variabel terikat *managed fund*.

Tabel 4.7 Multikolinieritas Pada Variabel Terikat *Managed Fund*

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	8452.668	216.704		39.006	0.000		
Kurs (X2)	-0.264	0.015	-0.162	17.499	0.000	0.242	4.129
SBI (X3)	-342.511	14.587	-0.211	23.481	0.000	0.256	3.911
M2 (X4)	0.001	0	0.063	6.006	0.000	0.19	5.256
Dummy	-6128.54	306.465	-2.005	19.997	0.000	0.002	484.8
Inflasi	-47.931	20.193	-0.02	-2.374	0.018	0.307	3.258
Kurs_d	0.185	0.021	0.606	8.66	0.000	0.004	235.99
SBI_d	248.258	20.629	0.654	12.034	0.000	0.007	142.48
M2_d	0	0	-0.232	-3.072	0.002	0.004	273.93
inflasi d	73.99	28.558	0.026	2.591	0.010	0.207	4.82

Sumber: Hasil pengolahan data SPSS 16.0

Dari tabel diatas terlihat bahwa nilai VIF untuk variabel dummy, Kurs_d, SBI_d dan M2_d adalah lebih dari 8 sehingga masuk dalam nilai yang tinggi berarti dalam model terdapat masalah multikolinearitas. Untuk mengatasi permasalahan tersebut, salah satu variabel akan dikeluarkan dari model dan akan dilakukan regresi ulang dengan program SPSS.

Namun setelah mengeluarkan satu variabel bebas yaitu inflasi dari model belum memberikan model yang baik dan nilai VIF masih tinggi, sehingga langkah yang diambil adalah mentransformasikan semua variabel menjadi bentuk *standardized* dengan memasukan sesuai rumus (lihat bab 3 pada rumus 3.3). Kemudian setelah memasuki rumus tersebut data diolah kembali menggunakan program *SPSS*. Hasil yang diperoleh adalah sebagai berikut:

Tabel 4.8 Multikolinieritas Setelah Transformasi Pada Variabel Terikat

*Managed Fund*Coefficients^a

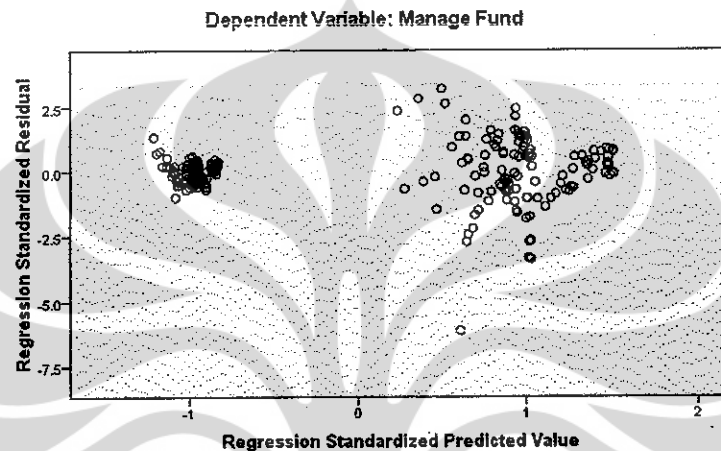
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta	T		Tolerance	VIF
1 (Constant)							
Trkurs	4047.98	9.845		411.167	0.0000		
TrSBI	-248.478	14.2	-0.162	-17.499	0.0000	0.242	4.129
TrM2	-322.67	13.742	-0.211	-23.481	0.0000	0.256	3.911
Trkurs_d	96.218	16.02	0.063	6.006	0.0000	0.19	5.256
TrSBI_d	173.912	20.081	0.08	8.66	0.0000	0.242	4.129
TrM2_d	233.877	19.434	0.108	12.034	0.0000	0.256	3.911
Trinflasii	-69.596	22.656	-0.032	-3.072	0.0020	0.19	5.256
trinflasii_d	-29.939	12.613	-0.02	-2.374	0.0180	0.307	3.258
Dummy	46.215	17.838	0.021	2.591	0.0100	0.307	3.258
	-2975.91	13.923	-0.974	-213.739	0.0000	0.999	1.001

Sumber: Hasil pengolahan data *SPSS 16.0*

Hasil yang diperoleh setelah data ditransformasi yang terlihat pada Tabel 4.8 diatas menunjukkan nilai VIF yang baik. Semua variabel memiliki nilai VIF dibawah 6 berarti dengan tingkat keyakinan 95% tidak terdapat multikolinieritas dalam model regresi.

4.2.2 Heteroskedastisitas

Langkah selanjutnya adalah melakukan uji heteroskedastis untuk menguji model bersifat BLUE. Heteroskedastitas pada model dengan variabel terikat *managed fund* dapat terlihat pada grafik plot berikut ini :



Gambar 4.2 Scatterplot Pada Variabel Terikat *Managed Fund*

Sumber: Hasil pengolahan data SPSS 16.0

Terlihat dari Gambar 4.2 diatas tidak terdapat pola atau acak. Sehingga dapat diartikan bahwa pada model dengan variabel terikat *managed fund* telah terhindar dari heteroskedastisitas.

4.2.3 Autokorelasi

Setelah melakukan uji heteroskedastis langkah selanjutnya adalah menguji apakah terdapat otokorelasi berdasarkan statistik DW yang disajikan pada tabel model summary pada output spss. Berikut statistik DW yang dihasilkan :

Tabel 4.9 Hasil Statistik DW Pada *Managed Fund*

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	.998 ^a	0.995	0.995	108.7095	0.995	5332.573	9	234	0	0.537

Sumber: Hasil pengolahan data SPSS 16.0

Dari kedua Tabel 4.9 diatas nilai statistik DW menunjukkan nilai 0.593 artinya nilai tersebut dibawa nilai batas bawah (nilai $DW < d_L$). Artinya terdapat korelasi positif. Meskipun residual mempunyai korelasi positif, apabila nilai error stasioner. Maka langkah selanjutnya adalah menguji stasioneritas *error* pada masing-masing model. Berikut hasil pengolahannya :

Tabel 4.10 Hasil Uji Stasioneritas Error Pada Variabel Terikat *Managed Fund*

ADF Test Statistic	-6.111573	1% Critical Value*	-3.4592
		5% Critical Value	-2.8737
		10% Critical Value	-2.5732

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Sumber: Hasil pengolahan data *EVIEW 3.0*

Dari Tabel 4.10 diatas menunjukkan nilai $|ADF\ statistik| > |CV|$ pada $\alpha = 5\%$. Hal ini berarti tolak H_0 dan nilai *error* telah stasioner. Sehingga model dapat digunakan.

4.2.4 Koefisien Determinasi

Dalam penelitian ini menghasilkan koefisien determinasi sebagai berikut:

Tabel 4.11 Koefisien Determinasi Pada Variabel Terikat *Managed Fund*

R	R Square
.998 ^a	0.995

Sumber: Hasil pengolahan data *SPSS 16.0*

Dari Tabel 4.11 diatas terlihat bahwa koefisien determinasi (R-square) sebesar 0.985. Hal ini menunjukkan bahwa variasi variabel bebas yakni kurs, *sbi*, *m2* dan inflasi secara bersama-sama mampu menerangkan variabel terikat yaitu *equity fund* sebesar 98.5% dan sisanya 1.5% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dijelaskan dalam model.

4.2.5 Uji t

Setelah melakukan uji koefisien regresi secara keseluruhan, langkah selanjutnya adalah menghitung koefisien regresi secara individu. Hasil uji-t untuk variabel terikat *managed fund* terlihat pada tabel berikut :

Tabel 4.12 Uji-t Pada Variabel Terikat *Managed Fund*

Model	B	T	Sig.
1 (Constant)	4047.98	411.167	0.0000
Trkurs	-248.478	-17.499	0.0000
TrSBI	-322.67	-23.481	0.0000
TrM2	96.218	6.006	0.0000
Trkurs_d	173.912	8.66	0.0000
TrSBI_d	233.877	12.034	0.0000
TrM2_d	-69.596	-3.072	0.0020
Trinflasii	-29.939	-2.374	0.0180
trinflasii_d	46.215	2.591	0.0100
dummy	-2975.91	-213.739	0.0000

Sumber: Hasil pengolahan data SPSS 16.0

- a. Konstanta (C) memiliki nilai 4047.98 yang berarti semakin besar intercept makin besar pula nilai *managed fund* (dengan asumsi variabel bebas lainnya tetap). C memiliki nilai sig = 0.000 atau dibawah 0.05 berarti tolak H_0 artinya dengan tingkat keyakinan 95%, intercep secara individu signifikan secara statistik.
- b. Variabel kurs (TrKurs) memiliki slope sebesar $- 248.478$ yang berarti kenaikan kurs 1 poin akan menurunkan *managed fund* sebesar 248.478 poin. TrKurs memiliki nilai sig = 0.000 atau diatas 0.05 yang berarti terima H_0 artinya dengan tingkat keyakinan 95%, slope Trkurs secara statistik signifikan atau terdapat korelasi antara kurs dengan *equity fund* pada tingkat α 5%.
- c. Variabel SBI (TrSBI) memiliki slope sebesar $- 322.67$ yang berarti kenaikan SBI 1 poin akan menurunkan *managed fund* sebesar 322.67 poin. TrSBI

- memiliki nilai $\text{sig} = 0.000$ atau diatas 0.05 yang berarti terima H_0 artinya dengan tingkat keyakinan 95% , slope TrSBI secara statistik signifikan atau terdapat korelasi antara SBI dengan *managed fund* pada tingkat $\alpha 5\%$.
- d. Variabel Inflasi (TrInflasi) memiliki slope sebesar -29.939 yang berarti kenaikan inflasi 1 poin akan menurunkan *managed fund* sebesar 29.939 poin. TrInflasi memiliki nilai $\text{sig} = 0.018$ atau diatas 0.05 yang berarti terima H_0 artinya dengan tingkat keyakinan 95% , slope TrInflasi secara statistik signifikan atau terdapat korelasi antara inflasi dengan *managed fund* pada tingkat $\alpha 5\%$.
- e. Variabel M2 (TrM2) memiliki slope sebesar 96.219 yang berarti kenaikan M2 1 poin akan menurunkan *managed fund* sebesar 96.219 poin. TrM2 memiliki nilai $\text{sig} = 0.002$ atau diatas 0.05 yang berarti terima H_0 artinya dengan tingkat keyakinan 95% , slope TrM2 secara statistik signifikan atau terdapat korelasi antara inflasi dengan *managed fund* pada tingkat $\alpha 5\%$.
- f. Variabel dummy memiliki slope -2975.908 dengan $\text{sig} = 0.000$ atau dibawah 0.05 yang berarti tolak H_0 artinya dengan tingkat keyakinan 95% slope dummy secara statistik signifikan atau terdapat perbedaan antara *managed fund* syariah dan konvensional pada $\alpha 5\%$.
- g. Variabel dummy kurs (TrKurs_d) memiliki slope 173.912 dengan $\text{sig} = 0.000$ atau dibawah 0.05 yang berarti tolak H_0 artinya dengan tingkat keyakinan 95% slope dummy kurs secara statistik signifikan atau terdapat perbedaan antara *managed fund* syariah dan konvensional pada $\alpha 5\%$.
- h. Variabel dummy SBI (TrSBI_d) memiliki slope 233.877 dengan $\text{sig} = 0.000$ atau dibawah 0.05 yang berarti tolak H_0 artinya dengan tingkat keyakinan 95% slope dummy sbi secara statistik signifikan atau terdapat perbedaan antara *managed fund* syariah dan konvensional pada $\alpha 5\%$.
- i. Variabel dummy inflasi (Trinflasi_d) memiliki slope 46.215 dengan $\text{sig} = 0.119$ atau dibawah 0.05 yang berarti terima H_0 artinya dengan tingkat keyakinan 95% slope dummy inflasi secara statistik tidak signifikan atau terdapat perbedaan antara *equity fund* syariah dan konvensional pada $\alpha 5\%$.

- j. Variabel dummy M2 (TrM2_d) memiliki slope - 304.851 dengan sig = 0.001 atau dibawah 0.05 yang berarti terima H_0 artinya dengan tingkat keyakinan 95% slope dummy inflasi secara statistic tidak signifikan atau terdapat perbedaan antara *equity fund* syariah dan konvensional pada α 5%.

4.2.6 Uji F

Pada model dengan variabel terikat *managed fund* didapat memiliki nilai probability (F statistic) = 0.000 atau lebih kecil dari 0.05 yang berarti H_0 ditolak artinya dengan tingkat keyakinan sebesar 95%, variabel bebas (Kurs, SBI, Inflasi, dan M2) secara statistik signifikan dan dapat menjelaskan variabel *managed fund*.

4.2.7 Interpretasi Model

Setelah melakukan beragam pengujian terhadap model, akhirnya diperoleh model yang terbaik untuk variabel terikat *managed fund*. Sebelum dilakukan intrepretasi atas model dikeluarkan variabel - variabel yang tidak signifikan dari model persamaan. Pada variabel terikat *managed fund* semua variabel bebas signifikan sehingga tidak ada yang harus dikeluarkan dalam model. Maka model persamaan yang dapat digunakan adalah sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \text{Managed Fund} &= 4047.98 - 2975.909D - 248.478\text{TrKurs} - 322.67\text{TrSBI} + \\ &96.218\text{TrM2} - 29.939\text{TrInflasi} + 173.912\text{Trkurs}_d + \\ &233.877\text{TrSBI}_d - 69.569\text{TrM2}_d + 46.215\text{TrInflasi}_d \end{aligned} \quad (4.4)$$

Untuk mengetahui perbedaan antara *managed fund* syariah dan konvensional, langkah selanjutnya adalah memasukan variabel dummy. Untuk *managed fund* syariah adalah 1 dan *managed fund* konvensional adalah 0. Maka model persamaan menjadi :

Managed Fund Syariah

$$\text{Managed Fund} = 1072.071 - 74.566\text{Trkurs} - 88.793\text{TrSbi} + 26.649\text{TrM2} + 16.276 \text{ TrInflasi} \quad (4.5)$$

Managed Fund Konvensional

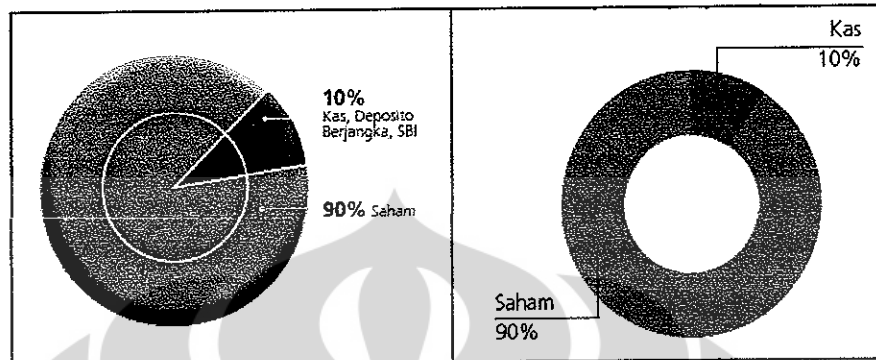
$$\text{Managed Fund} = 4047.98 - 248.478\text{TrKurs} - 322.67\text{TrSBI} + 96.218\text{TrM2} - 29.939 \text{ TrInflasi} \quad (4.6)$$

Berdasarkan persamaan 4.5 dan 4.6 diatas, maka dapat ditrepretasikan bahwa setiap peningkatan Rp 1 kurs maka akan menurunkan harga *managed fund* syariah sebesar Rp 74.566 dan pada *managed fund* konvensional sebesar Rp 248.478. Kemudian setiap peningkatan 1 persen SBI maka akan menurunkan harga *managed fund* syariah sebesar Rp 88.793 dan pada *managed fund* konvensional sebesar Rp 322.67. Kemudian setiap peningkatan 1 persen M2 maka akan meningkatkan harga *managed fund* syariah sebesar Rp 26.649 dan pada *managed fund* konvensional sebesar Rp 96.218. Kemudian setiap peningkatan 1 persen Inflasi maka akan meningkatkan harga *managed fund* syariah sebesar Rp 16.276 dan menurunkan harga *managed fund* konvensional sebesar Rp 29.939.

4.3 Analisis Pengaruh Variabel Makro terhadap *Equity Fund*

Pada hasil persamaan yang ditunjukkan diatas, untuk masing-masing variabel bebas (kurs, sbi dan indeks Hangseng) *equity fund* syariah memiliki nilai slope lebih rendah dibandingkan *equity fund* konvensional. Hal ini menandakan bahwa harga *equity fund* syariah masih merespon perubahan yang terjadi pada variabel makro (kurs, sbi, m2 dan inflasi. Sebab pasar saham syariah masih bagian terkecil dari aktivitas perekonomian yang berbasis sistem bunga atau sistem ekonomi konvensional.

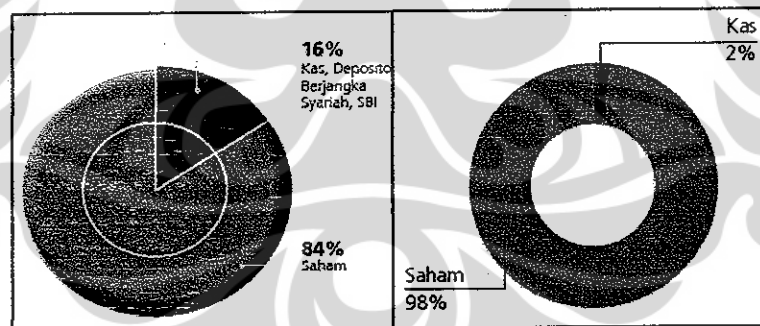
Dilihat dari jenis investasinya *equity fund* merupakan investasi yang memaksimalkan pada saham di BEI (Bursa Efek Indonesia). Seperti yang terlihat dari gambar berikut ini.



Gambar 4.3 Lokasi Asset *Equity Fund* per 31 desember 2008 dan 2009

Sumber: Laporan kinerja tahunan Unit Link Prudential

Dari gambar diatas terlihat investasi *equity fund* konvensional pada tahun 2008 dan 2009 sebesar 90 persen pada saham dan sisanya 10 persen pada kas, deposito berjangka dan sbi. Sedangkan pada komposisi investasi pada *equity fund* syariah terlihat pada gambar dibawah ini.



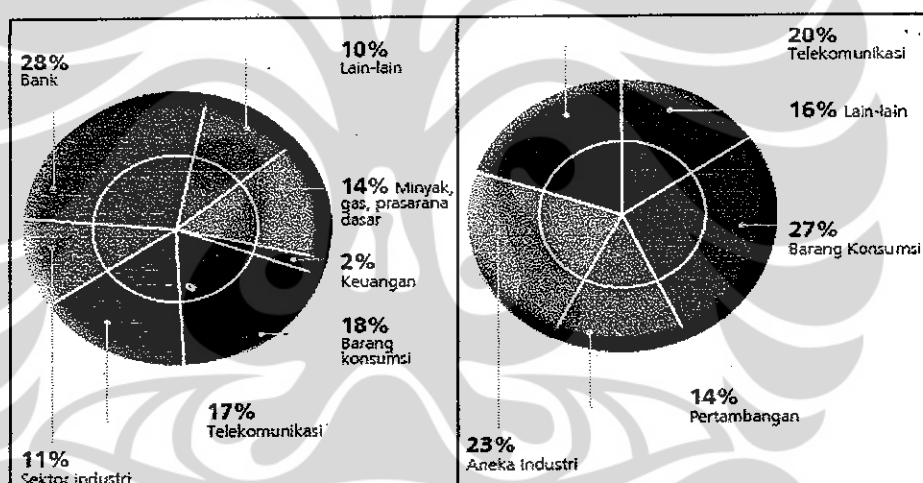
Gambar 4.4 Lokasi Asset *Equity Fund* Syariah per 31 desember 2008 dan 2009

Sumber: Laporan kinerja tahunan Unit Link Prudential

Terlihat komposisi saham pada *equity fund* syariah pada tahun 2008 sebesar 84 persen meningkat menjadi 98 persen. Sedangkan komposisi kas, Deposito berjangka syariah dan sbi turun dari 16 persen menjadi 2 persen. Hal ini terjadi

karena ada ekspektasi pada tahun 2009 harga indeks JII menguat berdasarkan pada kuartal pertama tahun 2009 pasar saham telah menguat secara signifikan.

Perbedaan pengaruh ekonomi makro terhadap *equity fund* syariah dan *equity fund* konvensional terlihat pada koefisien regresi model. Koefisien sbi pada *equity fund* syariah 136.79 dan *equity fund* konvensional 842.476 mengalami perbedaan yang sangat jauh. Namun perbedaan ini bukan hanya disebabkan oleh faktor harga *equity fund* syariah yang masih rendah tetapi karna komposisi investasi yang berbeda terlihat pada gambar 4.3 dan gambar 4.4. Dari penjelasan kedua gambar diatas, terlihat sebab besarnya nilai slope sbi pada *equity fund* konvensional ialah karena komposisi investasi di sbi nya lebih besar. Kemudian dari sisi alokasi sektoral yang terlihat pada gambar dibawah ini



Gambar 4.5 Lokasi Sektoral Equity Fund Konvensional dan Equity Fund Syariah

Sumber: Laporan kinerja tahunan Unit Link Prudential

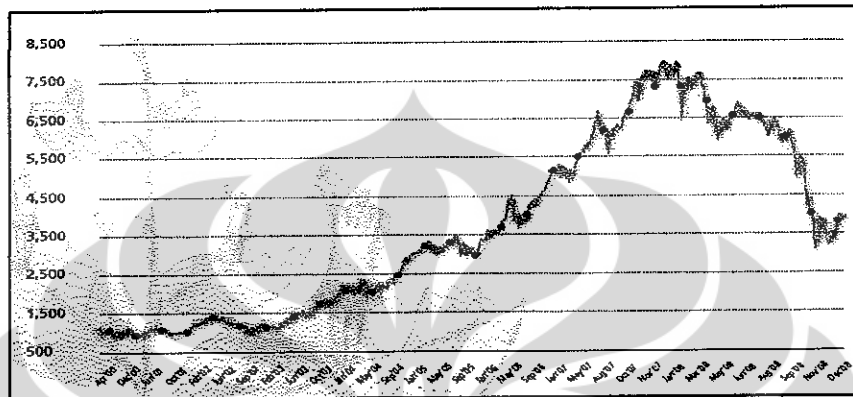
Terlihat bahwa pada *equity fund* konvensional 30 persen investasi pada sektor keuangan dimana terdiri dari 28 persen perbankan dan 2 persen sektor keuangan lainnya. Hal ini menandakan *equity fund* konvensional lebih rentan terhadap pengaruh naik atau turunnya SBI. Periode pada penelitian adalah dari bulan September 2007 s.d Desember 2009 dimana terjadi periode krisis pada sepanjang tahun 2008 hingga masa pemulihan pada tahun 2009. Pada tahun 2008 harga saham

di beberapa sektor mulai menurun ditambah meningkatnya suku bunga berdampak melemahnya indeks sektor keuangan dan perbankan, kondisi membaik pada kuartal I tahun 2009 dimana terjadinya penurunan suku bunga SBI. Namun peluang untuk memperoleh keuntungan dari penanaman saham pada bank cenderung menurun terlihat dari perkembangan PER beberapa bank pada tahun 2009 yang makin menyempit.

Hal yang sama terjadi pada koefisien kurs. Kurs memberikan dampak yang berbeda terhadap kedua jenis *equity fund*. Pada *equity fund syariah* kurs memiliki koefisien yang lebih kecil dibandingkan koefisien *equity fund konvensional*. Perbedaan ini disebabkan karena alokasi sektoral saham pada *equity fund konvensional* lebih besar pada sektor keuangan. Dimana dampak krisis yang terjadi merambah ke semua sektoral, namun dampak terberat dialami pada sektor keuangan dan sektor konstruksi. Lebih lanjut dampak yang berbeda pada kurs secara umum disebabkan oleh dampak dari inflasi terjadi. Sementara inflasi sendiri pengaruhnya terhadap *equity fund konvensional* maupun *equity syariah* adalah sama. Kurs menjadi salah satu pertimbangan dalam keputusan investasi investor selain nilai kenaikan harga-harga saham itu sendiri. Lonjakan harga minyak dan komoditas pada tahun 2008 mengakibatkan tingkat inflasi dibulan maret menjadi 8.17%. Pada akhirnya menyebabkan kenaikan harga BBM didalam negeri pada bulan mei 2008 hingga sebesar rata-rata 30 persen.

Laju inflasi hingga juni 2008 mencapai 11.9 persen (yoy) dan nilai tukar rupiah hingga juli 2008 dapat terjaga dalam kisaran Rp 9000 – Rp 9200 per dolar AS. Nilai kurs yang semakin tinggi membuat para perusahaan yang mengimpor bahan bakunya dari luar negeri mengalami kenaikan biaya produksi sehingga hal ini berakibat pada dividen yang diberikan kepada pemegang saham. Kondisi ini menyebabkan pada kuartal pertama tahun 2008 bursa saham mendapat tekanan yang sangat kuat. Ditambah lagi pada bulan juli, Freddie Mac dan Fannie Mac – lembaga keuangan milik pemerintah AS dengan spesialisasi pembiayaan perumahan- ambruk. Peristiwa ini menandai imbas negatif dari subprime mortgage yang telah menghantam lembaga keuangan di AS. Krisis keuangan di AS menjelma menjadi krisis keuangan

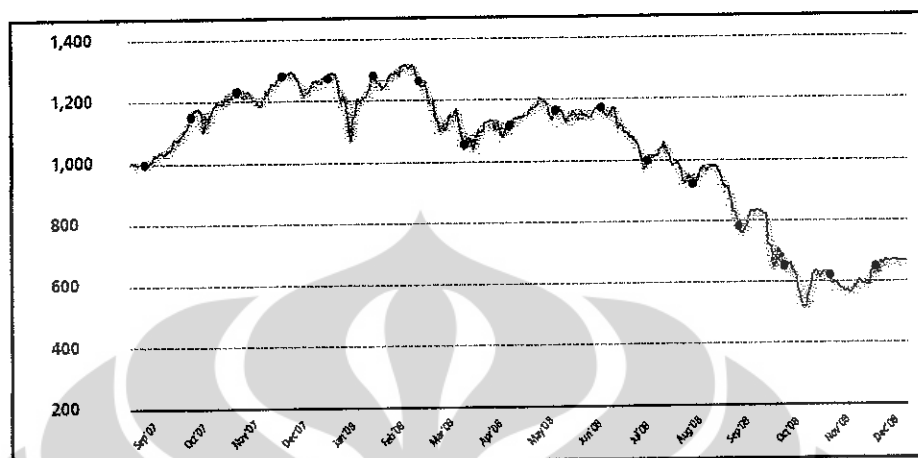
dan ekonomi dunia. September 2008 merupakan puncak meledaknya krisis keuangan akibatnya IHSG merosot dibawah level 2000. Sehingga menyebabkan turunnya harga Equity Fund konvensional seperti yang ditunjukkan pada gambar berikut.



Gambar 4.6 Pertumbuhan Harga Equity Fund Konvensional

Sumber: Laporan kinerja tahunan Unit Link Prudential 2008

Hal yang sama dialami oleh JII, nilainya juga turun drastis akibat dari harga minyak dunia menurun tajam sebelum sempat mencapai nilai tertinggi di USD 145 per barel hingga akhirnya tercatat berada dibawah USD 40 per barel pada akhir tahun akibat dari ekspektasi penurunan permintaan minyak dunia karena krisis keuangan dan ekonomi global. Penurunan harga komoditas lainnya menyusul, termasuk komoditas pertanian. Harga saham pertambangan dan agribisnis juga menurun tajam. Hal ini berakibat ramainya aksi jual yang dilakukan para investor. Namun, saham pada infrastruktur dan konsumsi relatif mampu menahan turunnya nilai JII lebih dalam. Saham disektor semen berhasil mencatatkan pergerakan harga yang positif sementara daya beli masyarakat juga masih relatif terjaga dengan baik meskipun ada tekanan inflasi dan resesi ekonomi dunia. Hal ini memberikan dukungan positif bagi pergerakan harga saham di sektor konsumsi, terutama saham – saham perusahaan dengan merek – merek kuat yang masih tinggi permintaannya di masyarakat. Pertumbuhan equity fund syariah ditunjukkan pada grafik berikut



Gambar 4.7 Pertumbuhan Harga Equity Fund Syariah

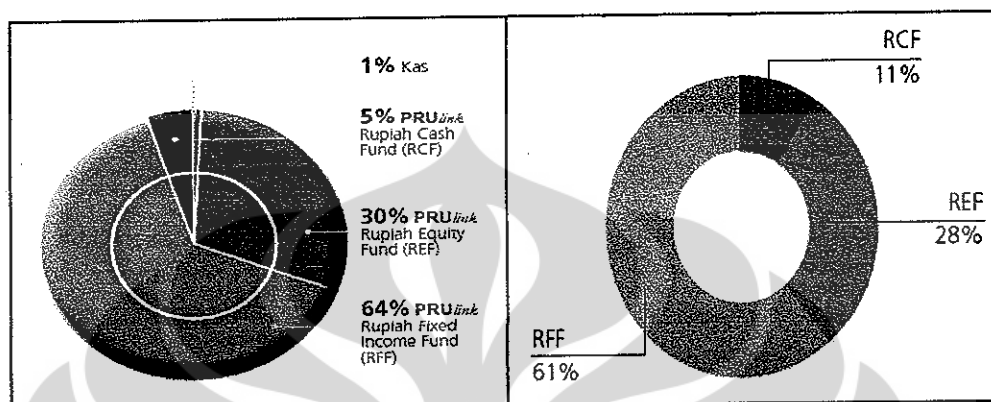
Sumber: Laporan kinerja tahunan Unit Link Prudential 2008

Penurunan harga saham pada IHSI dan JII ini menjelaskan nilai koefisien slope M2 pada *equity fund* syariah dan konvensional. Dimana semakin bertambah jumlah M2 maka akan menyebabkan berkurangnya harga *equity fund* syariah dan konvensional yang pada akhirnya menurunkan harga saham tersebut. Hal ini terjadi karena adanya pengalihan investasi oleh para investor yang disebabkan meningkatnya inflasi dan suku bunga pada periode penelitian. Para investor mencari lahan yang lebih aman dalam menginvestasikan dananya seperti pada deposito berjangka atau tabungan dimana risiko yang lebih kecil namun memiliki *return* yang besar.

4.4 Analisis Pengaruh Variabel Makro Terhadap *Managed Fund*

Managed fund syariah merupakan investasi pada saham, obligasi, dan instrumen pasar uang. Oleh karena itu terlihat dari variabel yang berpengaruh adalah kurs, sbi, inflasi dan m2. Terdapat perbedaan yang cukup besar nilai koefisien masing-masing variabel bebas pada *managed fund* syariah lebih kecil dibandingkan *managed fund* konvensional. Hal ini menandakan *managed fund* syariah masih merespon perubahan yang terjadi pada variabel makro (kurs, sbi, inflasi dan m2).

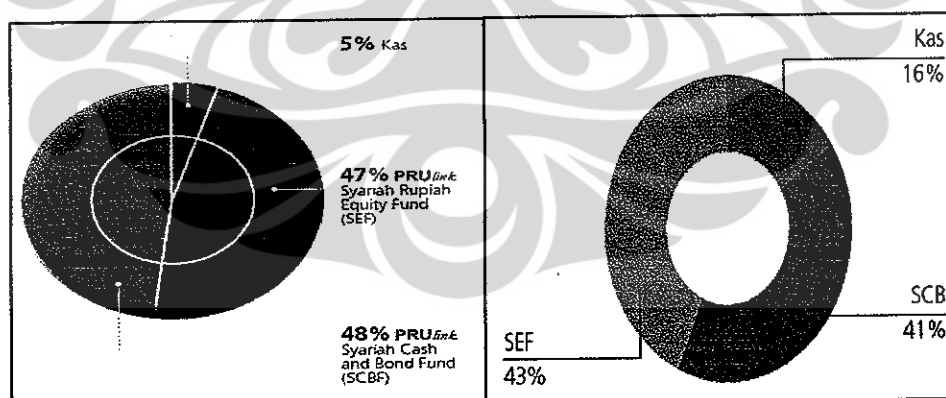
Komposisi investasi pada *managed fund* konvensional dapat dilihat dari gambar berikut ini.



Gambar 4.8 Lokasi Asset *Managed Fund* per 31 desember 2008 dan 2009

Sumber: Laporan kinerja tahunan Unit Link Prudential

Investasi pada RFF (*Rupiah Fixed Fund*) menurun sebesar 3 persen dari tahun 2008, penurunan yang sama dialami REF (*Rupiah Equity Fund*) sebesar 2 persen sedangkan pada RCF (*Rupiah Cash Fund*) meningkat sebesar 6 persen. Sedangkan pada *managed fund* syariah terlihat pada gambar berikut ini.

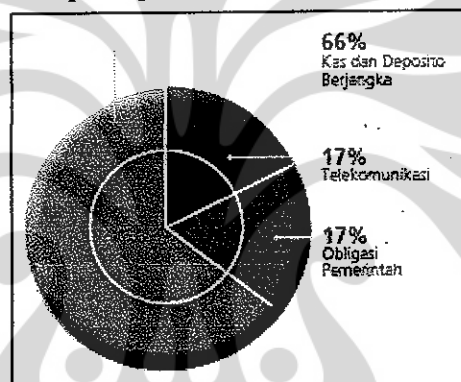


Gambar 4.9 Lokasi Asset *Managed Fund* Syariah per 31 desember 2008 dan 2009

Sumber: Laporan kinerja tahunan Unit Link Prudential

Komposisi terjadi perubahan besar pada kas yang naik sebesar 11 persen, pada SCBF (*Syariah Cash and Bond Fund*) turun sebesar 6 persen dan pada SEF(*Syariah Equity Fund*) sebesar 5 persen.

Dilihat dari komposisi masing *managed fund*, terlihat hubungannya dengan nilai koefisien yang didapatkan dari hasil regresi. Perbedaan yang besar terjadi pada variabel inflasi dimana pada *managed fund* konvensional ketika inflasi bertambah maka harga *managed fund* konvensional akan menurun sebaliknya terjadi pada *managed fund* syariah dimana memiliki nilai slope positif. Hal ini disebabkan oleh komposisi SCBF pada *managed fund* syariah yang 66 % nya pada kas dan deposito berjangka. Seperti yang terlihat pada gambar dibawah ini:



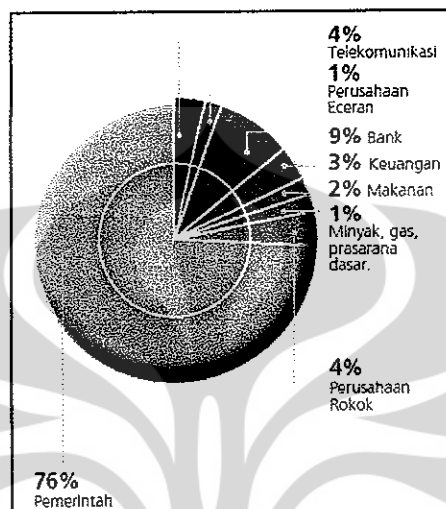
Gambar 4.10 Alokasi Sektoral *Syariah Cash and Bond Fund* (SCBF)

Sumber: Laporan kinerja tahunan Unit Link Prudential

Pada saat inflasi meningkat maka akan meningkatkan suku bunga domestik sehingga menyebabkan meningkatnya suku bunga deposito. Dengan begitu investasi pada deposito akan bertambah karena risikonya lebih aman dibandingkan berinvestasi pada obligasi.

Lebih lanjut hubungan ini menjelaskan perbedaan pada koefisien slope pada SBI. Ketika tingkat bunga berkurang pengaruh terbesar adalah pada *managed fund* konvensional. Hal ini disebabkan alokasi sektoral pada RFF (*Rupiah Fixed Fund*) yang merupakan investasi pada obligasi dan pendapatan tetap lainnya. Terlihat pada gambar dibawah ini 76 persen adalah obligasi pada pemerintah, pada komposisi ini lah perbedaan itu terletak. Ketika SBI meningkat maka harga pasar obligasi akan

menurun akibat para investor lebih memilih investasi pada deposito, karena suku bunga deposito obligasi berlawanan dengan suku bunga deposito.



Gambar 4.11 Alokasi *Sektoral Rupiah Fixed Fund (RFF)*

Sumber: Laporan kinerja tahunan Unit Link Prudential

Serupa dengan *equity fund*, kurs pada *managed fund* juga mengalami perbedaan yang cukup besar. Kurs yang terapresiasi ataupun terdepresiasi akan berpengaruh semua sektor industri maupun keuangan. Pada *managed fund* konvensional alokasi sektoral banyak pada industri keuangan seperti bank dibandingkan dengan alokasi pada *managed fund* syariah yang banyak pada sektor riil. Sehingga implikasi perubahan kurs akan menyebabkan perubahan yang besar pada *managed fund* konvensional.

Peningkatan pada jumlah uang beredar (M2) akan mengakibatkan meningkatnya investasi. Dengan meningkatnya uang beredar maka masyarakat akan banyak alternatif investasi yang dilakukan. Reksa dana merupakan salah satu alternatif investasi masyarakat selain saham dan obligasi. Sehingga dikala jumlah uang beredar meningkat, maka *manage fund* konvensional yang komposisinya lebih variatif akan meningkat lebih besar dibandingkan dengan *managed fund* syariah.

4.5 Perbedaan Pengaruh Variabel Makro terhadap *Equity Fund* dan *Managed Fund*

Perbedaan yang paling mendasar dari *equity fund* dan *managed fund* adalah lokasi aset investasinya. Lokasi aset investasi pada *equity fund* adalah pada saham sedangkan pada *managed fund* adalah pada saham, obligasi, dan pasar uang.

Kemudian perbedaan yang selanjutnya dapat terlihat pada masing-masing modelnya. Perbedaan tersebut ialah pada nilai slope pada masing-masing model seperti yang terlihat pada persamaan 4.2, 4.3, 4.5 dan 4.6. Perbedaan nilai slope untuk *equity fund* syariah dan konvensional lebih besar dibandingkan dengan perbedaan slope pada *managed fund* syariah dan konvensional. Hal ini terjadi karena perbedaan harga pada *equity fund* syariah dan konvensional yang sangat besar. Sehingga pengaruh atas perubahan variabel makro terhadap *equity fund* menjadi lebih besar dibandingkan dengan *managed fund*.

BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Setelah melakukan pengujian perbedaan sensitivitas variabel makro terhadap *unit link* syariah yaitu *equity fund* syariah dan *managed fund* syariah dengan *unit link* konvensional yaitu *equity fund* konvensional dan *managed fund* konvensional, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut :

1. Variabel makro yang menunjukan pengaruh pada *equity fund* konvensional adalah SBI, Kurs, dan Inflasi. Sedangkan pada *managed fund* konvensional adalah SBI, Kurs, M2 dan Inflasi.
2. Variabel makro yang menunjukan pengaruh pada *equity fund* syariah adalah SBI, Kurs, dan M2. Sedangkan pada *managed fund* syariah adalah SBI, Kurs, M2 dan Inflasi.
3. Terdapat perbedaan pengaruh pada variabel SBI, Kurs dan M2 terhadap *equity fund* konvensional dengan *equity fund* syariah. Kemudian juga terdapat perbedaan pengaruh pada variabel SBI, Kurs, M2 dan Inflasi terhadap *managed fund* syariah dengan *managed fund* konvensional. Sedangkan, pada variabel Inflasi memberikan dampak yang sama pada *equity fund* syariah maupun *equity fund* konvensional.

5.2 Saran

Sebagai penutup dari tesis ini, penulis berupaya untuk mengajukan beberapa saran yang ditujukan bagi para pelaku pasar atau investor dalam menjalankan kegiatan investasi dipasar modal, serta saran bagi para peneliti dan akademisi dengan maksud untuk meningkatkan penelitian di bidang investasi.

1. Bagi para investor, *unit link* syariah merupakan investasi yang risikonya lebih kecil dibandingkan *unit link* konvensional dilihat dari sensitivitasnya terhadap variabel makro. Hal ini disebabkan komposisi investasi pada unit link syariah (terlihat pada *equity fund* syariah) lebih besar pada sektor rill dibandingkan pada sektor keuangan.

2. Bagi peneliti selanjutnya, peneliti menyarankan agar menambah periode waktu yang lebih panjang serta variabel pengujian yang lebih banyak dan metode yang berbeda untuk memberikan hasil penelitian yang lebih akurat.



DAFTAR PUSTAKA

Al-Qur'an Terjemahan dan Hadist Bukhori Muslim.

Amir, Amaridin (2007). "Pengaruh SBI, IHSG, Kurs, ROA dan Leg 1 Harga Obligasi Terhadap Harga Obligasi Konvensional dan Syariah". *Karya Akhir Program Pascasarjana Program Studi Timur Tengah dan Islam Universitas Indonesia*. Jakarta.

Ardiansyah, Muhammad (2003). "Faktor - Faktor Ekonomi Yang Mempengaruhi Tingkat Imbal Hasil Rata - Rata Saham di BEJ". *Karya Akhir Program Pascasarjana Fakultas Ilmu Sosial dan Politik Universitas Indonesia*. Jakarta.

Ascarya (2002). *Instrumen - Instrumen Pengendalian Moneter*. Jakarta : Pusat Pendidikan dan studi kebankesentralan (PPSK) Bank Indonesia.

Case, Karl E. dan Fair Ray C (2006). *Prinsip - Prinsip Ekonomi Jilid 2*. Jakarta: Penerbit Erlangga.

Damayanti, Verra (2005). "Analisis Hubungan Variabel Makro Ekonomi Terhadap Indeks Harga saham Sektoral di BEJ". *Karya Akhir Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*. Jakarta.

Hamzah, Ardi dan Robiatul, Auliyah. 2006. *Analisa Karakteristik Perusahaan, Industri Dan Ekonomi Makro Terhadap Return dan Beta Saham Syariah Di Bursa Efek Jakarta*. Padang: Simposium Nasional Akuntansi 9.

Hardianto, Florentinus Nugro (2005). "Responsivitas Harga Saham Properti Terhadap Dinamika Ekonomi Moneter Di Indonesia: Pendekatan Error Correction Model (ECM)". *Jurnal Ekonomi Pembangunan*. Yogyakarta.

Haymans Manurung, Adler. Wilson, RL Tobing dan Pananda, Pasaribu. 2009. *Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap IHSG*. Jakarta.

Hendriyanto (2008). "Pengaruh Indeks Harga Saham Gabungan, Suku Bunga, Kurs dan Risiko Terhadap Imbal Hasil Reksa Dana Syariah dan Konvensional". *Karya Akhir Program Pascasarjana Kajian Timur Tengah Dan Islam Universitas Indonesia*. Jakarta.

- Huda, Nurul. Dan Mustafa, Edwin, Nasution. 2007. *Investasi Pada Pasar Modal Syariah*. Jakarta: kencana.
- Huda, Nurul. Riza, Handi. Nasution, Mustafa Edwin dan Wiliasih, Ranti (2008). *Ekonomi Makro Islam*. Jakarta: Prenada Media Group.
- Ismanto, Kuart (2009). *Asuransi Syariah Tinjauan Asas-Asas Hukum Islam*. Jakarta: Pustaka Pelajar.
- Maharani, Reny (2005). "Hubungan Kausalitas Antara Variabel Makro Dan Harga Saham Syariah Jakarta Islamic Index (JII). *Karya Akhir Program Pascasarjana Kajian Timur Tengah Dan Islam Universitas Indonesia*. Jakarta.
- Manurung, Adler, Haymans. 2008. *Reksa Dana Investasi*. Jakarta: Kompas.
- Nachrowi, Djalal, Nachrowi dan Usman, Hardius (2006). *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Jakarta : Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- _____ (2008). *Penggunaan Teknik Ekonometri*. Jakarta : PT Raja Grafindo Persada.
- Nasution, Mustafa, Edwin dan Hardius. Usman. 2008. *Proses Penelitian Kuantitatif*. Jakarta: Lembaga Penerbit Ekonomi Universitas Indonesia.
- Pratomo, Eko Priyo dan Nugraha, Ubaidillah (2005). *Reksa Dana Solusi Perencanaan Investasi di Era Modern*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Pieloor, Freddy, CFP (2009). *Jangan Beli Unit Link Bila Anda Tidak Paham Benar*. Jakarta: PT elex Media komputindo.
- Pru Sales Academy (2008). *Materi Pru Fast Start*. Jakarta: PT Prudential Life Assurance.
- Purba, Radiks (1995). *Memahami Asuransi di Indonesia*. Jakarta: Lembaga PPM dan PT Pustaka Binaman
- Rahardja, Prathama dan Manurung, Mandala (2008). *Pengantar Ilmu ekonomi Edisi Ketiga*. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas ekonomi Universitas Indonesia.

- Rochma, Malia. (2008). *Prospek Asuransi Jiwa Di Indonesia*. Jakarta.
- Satria, Dias dan Ghozali, Maskie. (2008). *Analisis Asosiasi Kurs dan Harga Saham Pendekatan Error Corection Model*. Jakarta.
- Sendra, Ketut (2004). *Konsep dan Penerapan Asuransi Jiwa Unit Unit Link*. Jakarta: Penerbit PPM.
- Shape, William F. dkk. 1995. *Investasi*. (Edisi Bahasa Indonesia), Vol. I. Jakarta: Prenhallindo.
- Suma. M.Amin 2006. *Asuransi Syariah dan asuransi Konvensional*. Jakarta: Kholam Publishing.
- Zubaidah, Siti. 2008. *Analisis Pengaruh Tingkat Inflasi, Perubahan Nilai Kurs Terhadap beta Saham Syariah Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Jakarta Islamic Indeks (JII)*. Malang.

Publikasi Elektronik

- Kajian Stabilitas Keuangan No.10. Maret 2008.
<http://www.bi.go.id/NR/rdonlyres/87C829CA-31B9-4A6F-BF00-9247B179A725/7793/KSKNo10Maret2009.zip>
- Kajian Stabilitas Keuangan No.11. September 2008.
http://www.bi.go.id/NR/rdonlyres/50144B2F-8BF9-48CC-9753-CD5CF9BCC701/14952/KSK_11_0908.zip
- Kajian Stabilitas Keuangan No.13. September 2009.
http://www.bi.go.id/web/id/Publikasi/Perbankan+dan+Stabilitas+Keuangan/Kajian+Stabilitas+Keuangan/ksk_130909.htm
- Laporan Kinerja Unit Link PT Prudential, Desember 2008.
<http://www.prudential.co.id/pruweb/?mn=customer&smn=report>
- Prulink Newsletter*. Kuartal I. 2008.
www.prudential.co.id/pruweb/newsletter/prulink_newsletter_q1_2008.pdf
- Prulink Newsletter*. Kuartal II. 2008.
www.prudential.co.id/pruweb/newsletter/prulink_newsletter_q2_2008.pdf

Prulink Newsletter. Kuartal III. 2008.

www.prudential.co.id/pruweb/newsletter/prulink_newsletter_q3_2008.pdf

Prulink Newsletter. Kuartal I. 2009.

www.prudential.co.id/pruweb/newsletter/prulink_newsletter_q1_2009.pdf

Prulink Newsletter. Kuartal II. 2009.

www.prudential.co.id/pruweb/newsletter/prulink_newsletter_q2_2009.pdf

Prulink Newsletter. Kuartal III. 2009.

www.prudential.co.id/pruweb/newsletter/prulink_newsletter_q3_2009.pdf



Data Equity Fund Sebelum Transformasi

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	inflasi_d, SBI (X3), Kurs (X2), M2_d, inflasi, M2 (X4), SBI_d, Kurs_d, dummy ^a		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Equity Fund

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	Durbin-Watson
1	.992 ^a	.985	.984	347.42565	.985	1706.574	9	234	.000	.495

a. Predictors: (Constant), inflasi_d, SBI (X3), Kurs (X2), M2_d, inflasi, M2 (X4), SBI_d, Kurs_d, dummy

b. Dependent Variable: Equity Fund

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1					
Regression	1.854E9	9	2.060E8	1.707E3	.000 ^a
Residual	2.824E7	234	120704.581		
Total	1.882E9	243			

a. Predictors: (Constant), inflasi_d, SBI (X3), Kurs (X2), M2_d, inflasi, M2 (X4), SBI_d, Kurs_d, dummy

b. Dependent Variable: Equity Fund

Model	Coefficients ^a								
	Unstandardized Coefficients		Std. Error	Standardized Coefficients		t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error		Beta				Tolerance	VIF
1									
(Constant)	25390.469	692.566			36.661	.000			
Kurs (X2)	-.923	.048	-.312		-19.160	.000	.242		4.129
SBI (X3)	-894.280	46.618	-.304		-19.183	.000	.256		3.911
M2 (X4)	-.002	.000	-.109		-5.954	.000	.190		5.256
Dummy	-21435.595	979.436	-3.859		-21.886	.000	.002		484.795
Inflasi	204.575	64.536	.046		3.170	.002	.307		3.258
Kurs_d	.801	.068	1.446		11.757	.000	.004		235.992
SBI_d	749.079	65.928	1.086		11.362	.000	.007		142.483
M2_d	.001	.000	.444		3.350	.001	.004		273.925
inflasi_d	-142.952	91.268	-.028		-1.566	.119	.207		4.820

a. Dependent Variable: Equity Fund

Coefficient Correlations^a

Model	inflasi_d	SBI (X3)	Kurs (X2)	M2_d	inflasi	M2 (X4)	SBI_d	Kurs_d	dummy
1	inflasi_d	1.000							
	SBI (X3)	.054	1.000						
	Kurs (X2)	-.495	1.000						
	M2_d	-.272	1.000						
	inflasi	.202	.362	1.000					
	M2 (X4)	-.707	.385	-.143	1.000				
	SBI_d	-.143	.661	-.707	.202	1.000			
	Kurs_d	-.076	-.707	.350	.054	1.000			
	dummy	.385	.481	.048	-.756	.306	1.000		
		-.433						1.000	
Covariances	inflasi_d	8.330E3	230.116	-.198	-.4.165E3	-.004	-460.231	2.396	-3.869E4
	SBI (X3)	230.116	2.173E3	-.111	-230.116	.009	-2.173E3	1.111	2.198E4
	Kurs (X2)	-1.198	-1.111	.002	1.198	-7.060E-6	1.111	-.002	2.267
	M2_d	.007	-.009	7.060E-6	1.638E-7	-.004	.018	-1.412E-5	-.300
	inflasi	-4.165E3	-230.116	1.198	4.165E3	.004	230.116	-1.198	1.934E4
	M2 (X4)	-.004	.009	-7.060E-6	-8.191E-8	.004	-0.009	7.060E-6	.150
	SBI_d	-460.231	-2.173E3	1.111	230.116	-.009	4.347E3	-2.223	-4.395E4
	Kurs_d	2.396	1.111	-.002	-1.198	-1.198	-2.223	.005	-4.534
	dummy	-3.869E4	2.198E4	2.267	-.300	1.934E4	-4.395E4	-4.534	9.593E5

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimensi	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions													
				(Constant)	Kurs (X2)	SBI (X3)	M2 (X4)	dummy	inflasi	Kurs_d	SBI_d	M2_d	inflasi_d				
1	1	7.693	1.000	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	
	2	1.320	2.414	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.01	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.01
	3	.807	3.087	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.08	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.08
	4	.138	7.454	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.49	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.49
	5	.027	16.785	.00	.00	.04	.01	.00	.00	.01	.00	.00	.00	.00	.04	.01	.01
	6	.006	37.036	.02	.13	.01	.01	.02	.00	.04	.13	.00	.00	.00	.01	.01	.04
	7	.005	40.522	.00	.00	.23	.07	.00	.00	.09	.00	.00	.00	.23	.07	.07	.09
	8	.002	58.697	.13	.01	.10	.12	.13	.00	.01	.01	.13	.01	.10	.12	.10	.01
	9	.001	89.413	.11	.78	.06	.06	.11	.06	.21	.78	.11	.06	.06	.06	.06	.21
	10	.000	141.708	.75	.07	.56	.72	.75	.72	.07	.07	.75	.72	.56	.72	.72	.07

a. Dependent Variable: Equity Fund

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	382.1988	7.4932E3	3.5822E3	2762.11931	244
Residual	-1.33889E3	1.42562E3	.00000	340.93114	244
Std. Predicted Value	-1.159	1.416	.000	1.000	244
Std. Residual	-3.854	4.103	.000	.981	244

Data Managed Fund Sebelum Transformasi

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	inflasi_d, SBI (X3), Kurs (X2), M2_d, inflasi, M2 (X4), SBI_d, Kurs_d, dummy ^a		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Manage Fund

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	Durbin-Watson
1	.998 ^a	.995	.995	108.70951	.995	5332.573	9	234	.000	.537

a. Predictors: (Constant), inflasi_d, SBI (X3), Kurs (X2), M2_d, inflasi, M2 (X4), SBI_d, Kurs_d, dummy

b. Dependent Variable: Manage Fund

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	5.672E8	9	6.302E7	5.333E3	.000 ^a
Regression					
Residual	2765355.337	234	11817.758		
Total	5.699E8	243			

a. Predictors: (Constant), inflasi_d, SBI (X3), Kurs (X2), M2_d, inflasi, M2 (X4), SBI_d, Kurs_d, dummy

b. Dependent Variable: Manage Fund

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Std. Error	Standardized Coefficients		t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error		Beta	VIF			Tolerance	
1									
	(Constant)	8452.668	216.704			39.006	.000		
	Kurs (X2)	-.264	.015	-.162		-17.499	.000	.242	4.129
	SBI (X3)	-342.511	14.587	-.211		-23.481	.000	.256	3.911
	M2 (X4)	.001	.000	.063		6.006	.000	.190	5.256
	dummy	-6128.542	306.465	-2.005		-19.997	.000	.002	484.795
	inflasi	-47.931	20.193	-.020		-2.374	.018	.307	3.258
	Kurs_d	.185	.021	.606		8.660	.000	.004	235.992
	SBI_d	248.258	20.629	.654		12.034	.000	.007	142.483
	M2_d	.000	.000	-.232		-3.072	.002	.004	273.925
	inflasi_d	73.990	28.558	.026		2.591	.010	.207	4.820

a. Dependent Variable: Manage Fund

Coefficient Correlations^a

Model	inflasi_d	SBI (X3)	Kurs (X2)	M2_d	inflasi	M2 (X4)	SBI_d	Kurs_d	dummy
1	inflasi_d	.054	-.272	.202	-.707	-.143	-.076	.385	-.433
	SBI (X3)	1.000	-.495	-.468	-.076	.661	-.707	.350	.481
	Kurs (X2)	-.272	1.000	.362	.385	-.512	.350	-.707	.048
	M2_d	.202	.362	1.000	-.143	-.707	.661	-.512	-.756
	inflasi	-.707	-.076	.385	1.000	.202	.054	-.272	.306
	M2 (X4)	-.143	.661	-.512	-.707	1.000	-.468	.362	.534
	SBI_d	-.076	-.707	.350	.661	-.468	1.000	-.495	-.681
	Kurs_d	.385	.350	-.707	-.512	.202	-.495	1.000	-.068
	dummy	-.433	.481	.048	-.756	.306	-.681	-.068	1.000
	Covariances	inflasi_d	815.646	-.117	.001	-407.773	.000	-45.060	.235
SBI (X3)		22.530	212.776	.000	-22.530	.001	-212.776	.109	2.152E3
Kurs (X2)		-.117	.000	6.913E-7	.117	-6.913E-7	.109	.000	.222
M2_d		.001	6.913E-7	1.604E-8	.000	-8.020E-9	.002	-1.383E-6	-.029
inflasi		-407.773	-22.530	.000	407.773	.000	22.530	-.117	1.894E3
M2 (X4)		.000	.001	-8.020E-9	.000	8.020E-9	.000	6.913E-7	.015
SBI_d		-45.060	-212.776	.109	22.530	.000	425.552	-.218	-4.303E3
Kurs_d		.235	.109	.000	-.117	-1.383E-6	-.218	.000	-.444
dummy		-3.788E3	2.152E3	.222	1.894E3	.015	-4.303E3	-.444	9.392E4

a. Dependent Variable: Manage Fund

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimensi	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions																	
				(Constant)	Kurs (X2)	SBI (X3)	M2 (X4)	dummy	inflasi	Kurs_d	SBI_d	M2_d	inflasi_d								
1	1	7.693	1.000	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	
	2	1.320	2.414	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.01
	3	.807	3.087	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.08
	4	.138	7.454	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.49
	5	.027	16.785	.00	.00	.00	.00	.04	.01	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.01
	6	.006	37.036	.02	.13	.01	.01	.01	.01	.02	.04	.04	.04	.04	.04	.04	.01	.01	.01	.01	.04
	7	.005	40.522	.00	.00	.23	.07	.00	.00	.00	.09	.09	.09	.09	.09	.09	.23	.23	.23	.23	.09
	8	.002	58.697	.13	.01	.10	.12	.13	.13	.13	.12	.12	.13	.13	.13	.13	.10	.10	.10	.10	.12
	9	.001	89.413	.11	.78	.06	.06	.06	.06	.11	.06	.06	.11	.11	.11	.06	.06	.06	.06	.06	.21
	10	.000	141.708	.75	.07	.56	.72	.75	.75	.75	.72	.72	.75	.75	.75	.72	.56	.56	.56	.56	.72

a. Dependent Variable: Manage Fund

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	716.8171	4.8730E3	2.5610E3	1527.75628	244
Residual	-6.66306E2	3.45466E2	.00000	106.67738	244
Std. Predicted Value	-1.207	1.513	.000	1.000	244
Std. Residual	-6.129	3.178	.000	.981	244

a. Dependent Variable: Manage Fund

Data Equity Fund Setelah Transformasi

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	dummy, trinflasi_d, TrSBI, Trkurs, TrM2_d, TrSBI_d, Trinflasi, Trkurs_d, TrM2 ^a		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Equity Fund

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				Durbin-Watson	
					R Square Change	F Change	df1	df2		Sig. F Change
1	.992 ^a	.985	.984	347.42565	.985	1706.574	9	234	.000	.495

a. Predictors: (Constant), dummy, trinflasi_d, TrSBI, Trkurs, TrM2_d, TrSBI_d, Trinflasi, Trkurs_d, TrM2

b. Dependent Variable: Equity Fund

ANOVA^p

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	1.854E9	9	2.060E8	1.707E3	.000 ^a
Residual	2.824E7	234	120704.581		
Total	1.882E9	243			

a. Predictors: (Constant), dummy, trinfilasii_d, TrSBI, Trkurs, TrM2_d, TrSBI_d, Trinfilasii, Trkurs_d, TrM2

b. Dependent Variable: Equity Fund



Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Std. Error	Standardized Coefficients		t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error		Beta				Tolerance	VIF
1									
(Constant)	6170.358	31.464			196.108	.000			
Trkurs	-869.473	45.381		-.312	-19.160	.000	.242	4.129	
TrSBI	-842.476	43.918		-.304	-19.183	.000	.256	3.911	
TrM2	-304.851	51.199		-.109	-5.954	.000	.190	5.256	
Trkurs_d	754.542	64.178		.191	11.757	.000	.242	4.129	
TrSBI_d	705.686	62.109		.180	11.362	.000	.256	3.911	
TrM2_d	242.549	72.407		.062	3.350	.001	.190	5.256	
Trinflasii	127.781	40.310		.046	3.170	.002	.307	3.258	
trinflasii_d	-89.290	57.007		-.023	-1.566	.119	.307	3.258	
dummy	-5170.655	44.497		-.931	-116.203	.000	.999	1.001	

a. Dependent Variable: Equity Fund

Coefficient Correlations^a

Model	Correlations	dummy	trinflasii_d	TrSBI	Trkurs	TrM2_d	TrSBI_d	Trinflasii	Trkurs_d	TrM2
1	dummy	1.000	-.005	.012	-.009	-.025	-.016	.004	.013	.017
	trinflasii_d	-.005	1.000	.054	-.272	.202	-.076	-.707	.385	-.143
	TrSBI	.012	.054	1.000	-.495	-.468	-.707	-.076	.350	.661
	Trkurs	-.009	-.272	-.495	1.000	.362	.360	.385	-.707	-.512
	TrM2_d	-.025	.202	-.468	.362	1.000	.661	-.143	-.512	-.707
	TrSBI_d	-.016	-.076	-.707	.350	.661	1.000	.054	-.495	-.468
	Trinflasii	.004	-.707	-.076	.385	-.143	.054	1.000	-.272	.202
	Trkurs_d	.013	.385	-.707	-.707	-.512	-.495	-.272	1.000	.362
	TrM2	.017	-.143	.661	-.512	-.707	-.468	.202	.362	1.000
	Covariances									
	dummy	1.980E3	-12.694	22.612	-18.081	-79.702	-45.224	6.347	36.161	39.851
	trinflasii_d	-12.694	3249.854	135.408	-704.473	835.002	-270.816	-1.625E3	1.409E3	-417.501
	TrSBI	22.612	135.408	1.929E3	-985.827	-1.487E3	-1.929E3	-135.408	985.827	1.487E3
	Trkurs	-18.081	-704.473	-985.827	2.059E3	1.189E3	985.827	704.473	-2.059E3	-1.189E3
	TrM2_d	-79.702	835.002	-1.487E3	1.189E3	5.243E3	2.975E3	-417.501	-2.379E3	-2.621E3
	TrSBI_d	-45.224	-270.816	-1.929E3	985.827	2.975E3	3.858E3	135.408	-1.972E3	-1.487E3
	Trinflasii	6.347	-1624.927	-135.408	704.473	-417.501	135.408	1.625E3	-704.473	417.501
	Trkurs_d	36.161	1408.946	985.827	-2.059E3	-2.379E3	-1.972E3	-704.473	4.119E3	1.189E3
	TrM2	39.851	-417.501	1.487E3	-1.189E3	-2.621E3	-1.487E3	417.501	1.189E3	2.621E3

a. Dependent Variable: Equity Fund

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimensi	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions											
				(Constant)	Trkurs	TrSBI	TrM2	Trkurs_d	TrSBI_d	TrM2_d	Trinflasi	trinflasi_d	dummy		
1	1	3.694	1.000	.00	.01	.00	.01	.01	.00	.01	.01	.01	.01	.00	.00
	2	2.007	1.357	.00	.02	.04	.00	.02	.04	.00	.00	.00	.00	.00	.00
	3	1.707	1.471	.15	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.15
	4	.767	2.194	.00	.03	.00	.02	.03	.00	.00	.02	.02	.13	.00	.00
	5	.634	2.414	.00	.04	.02	.05	.04	.02	.02	.05	.07	.07	.00	.00
	6	.360	3.203	.00	.09	.10	.12	.09	.10	.10	.12	.00	.00	.00	.00
	7	.344	3.275	.00	.10	.22	.01	.10	.22	.22	.01	.03	.03	.00	.00
	8	.293	3.551	.85	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.85
	9	.132	5.297	.00	.19	.00	.11	.19	.00	.00	.11	.75	.75	.00	.00
	10	.062	7.732	.00	.51	.61	.68	.51	.61	.68	.68	.01	.01	.00	.00

a. Dependent Variable: Equity Fund

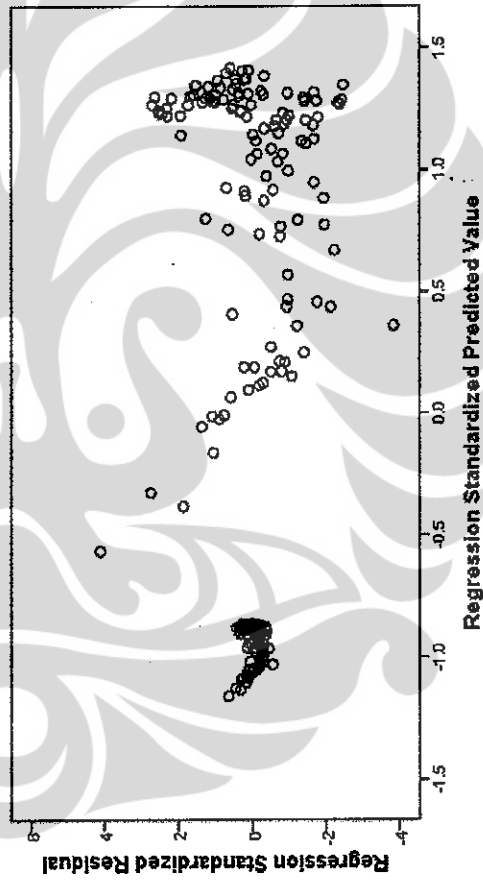
Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	382.1988	7.4932E3	3.5822E3	2762.11991	244
Residual	-1.33889E3	1.42562E3	.00000	340.93114	244
Std. Predicted Value	-1.159	1.416	.000	1.000	244
Std. Residual	-3.854	4.103	.000	.981	244

a. Dependent Variable: Equity Fund

Charts

Scatterplot



Data Managed Fund Setelah Transformasi

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	dummy, trinflasii_d, TrSBI, Trkurs, TrM2_d, TrSBI_d, Trinflasii, Trkurs_d, TrM2 ^a		.Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Manage Fund

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				Durbin-Watson	
					R Square Change	F Change	df1	df2		Sig. F Change
1	.998 ^a	.995	.995	108.70951	.995	5332.573	9	234	.000	.537

a. Predictors: (Constant), dummy, trinflasii_d, TrSBI, Trkurs, TrM2_d, TrSBI_d, Trinflasii, Trkurs_d, TrM2

b. Dependent Variable: Manage Fund

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	5.672E8	9	6.302E7	5.333E3	.000 ^a
Regression	2765355.337	234	11817.758		
Residual					
Total	5.699E8	243			

a. Predictors: (Constant), dummy, trinflasi_d, TrSBI, Trkurs, TrM2_d, TrSBI_d, Trinflasi, Trkurs_d, TrM2

b. Dependent Variable: Manage Fund

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Std. Error	Standardized Coefficients		t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error		Beta				Tolerance	VIF
1									
(Constant)	4047.980	9.845			411.167	.000			
Trkurs	-248.478	14.200		-.162	-17.499	.000	.242	4.129	
TrSBI	-322.670	13.742		-.211	-23.481	.000	.256	3.911	
TrM2	96.218	16.020		.063	6.006	.000	.190	5.256	
Trkurs_d	173.912	20.081		.080	8.660	.000	.242	4.129	
TrSBI_d	233.877	19.434		.108	12.034	.000	.256	3.911	
TrM2_d	-69.596	22.656		-.032	-3.072	.002	.190	5.256	
Trinflasii	-29.939	12.613		-.020	-2.374	.018	.307	3.258	
trinflasii_d	46.215	17.838		.021	2.591	.010	.307	3.258	
dummy	-2975.908	13.923		-.974	-213.739	.000	.999	1.001	

a. Dependent Variable: Manage Fund

Coefficient Correlations^a

Model		dummy	trinflasii_d	TrSBI	Trkurs	TrM2_d	TrSBI_d	Trinflasii	Trkurs_d	TrM2
1	Correlations									
	dummy	1.000	-.005	.012	-.009	-.025	-.016	.004	.013	.017
	trinflasii_d	-.005	1.000	.054	-.272	.202	-.076	-.707	.385	-.143
	TrSBI	.012	.054	1.000	-.495	-.468	-.707	-.076	.350	.661
	Trkurs	-.009	-.272	-.495	1.000	.362	.350	.385	-.707	-.512
	TrM2_d	-.025	.202	-.468	.362	1.000	.661	-.143	-.512	-.707
	TrSBI_d	-.016	-.076	-.707	.350	.661	1.000	.054	-.495	-.468
	Trinflasii	.004	-.076	-.076	.385	-.143	.054	1.000	-.272	.202
	Trkurs_d	.013	.385	.350	-.707	-.512	-.495	-.272	1.000	.362
TrM2	-.017	-.143	.661	-.512	-.707	-.468	.202	.362	1.000	
Covariances	dummy	193.852	-1.243	2.214	-1.770	-7.803	-4.428	.621	3.540	3.902
	trinflasii_d	-1.243	318.182	13.257	-68.972	81.752	-26.515	-159.091	137.945	-40.876
	TrSBI	2.214	13.257	188.839	-96.519	-145.625	-188.839	-13.257	96.519	145.625
	Trkurs	-1.770	-68.972	-96.519	201.629	116.441	96.519	68.972	-201.629	-116.441
	TrM2_d	-7.803	81.752	-145.625	116.441	513.295	291.249	-40.876	-232.882	-256.648
	TrSBI_d	-4.428	-26.515	-188.839	96.519	291.249	377.677	13.257	-193.038	-145.625
	Trinflasii	.621	-159.091	-13.257	68.972	-40.876	13.257	159.091	-68.972	40.876
	Trkurs_d	3.540	137.945	96.519	-201.629	-232.882	-193.038	-68.972	403.259	116.441
	TrM2	3.902	-40.876	145.625	-116.441	-256.648	-145.625	40.876	116.441	256.648

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimensi	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions												
				(Constant)	Trkurs	TrSBI	TrM2	Trkurs_d	TrSBI_d	TrM2_d	Trinflasi	trinflasi_d	dummy			
	1	3.694	1.000	.00	.01	.00	.01	.01	.00	.01	.00	.01	.01	.00	.00	.00
	2	2.007	1.357	.00	.02	.04	.00	.02	.04	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00
	3	1.707	1.471	.15	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.15	.00
	4	.767	2.194	.00	.03	.00	.02	.03	.00	.00	.02	.02	.13	.13	.00	.00
	5	.634	2.414	.00	.04	.02	.05	.04	.02	.02	.05	.07	.07	.07	.00	.00
	6	.360	3.203	.00	.09	.10	.12	.09	.10	.10	.12	.00	.00	.00	.00	.00
	7	.344	3.275	.00	.10	.22	.01	.10	.22	.22	.01	.03	.03	.03	.00	.00
	8	.293	3.551	.85	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.85	.00
	9	.132	5.297	.00	.19	.00	.11	.19	.00	.00	.11	.75	.75	.75	.00	.00
	10	.062	7.732	.00	.51	.61	.68	.51	.61	.61	.68	.01	.01	.01	.00	.00

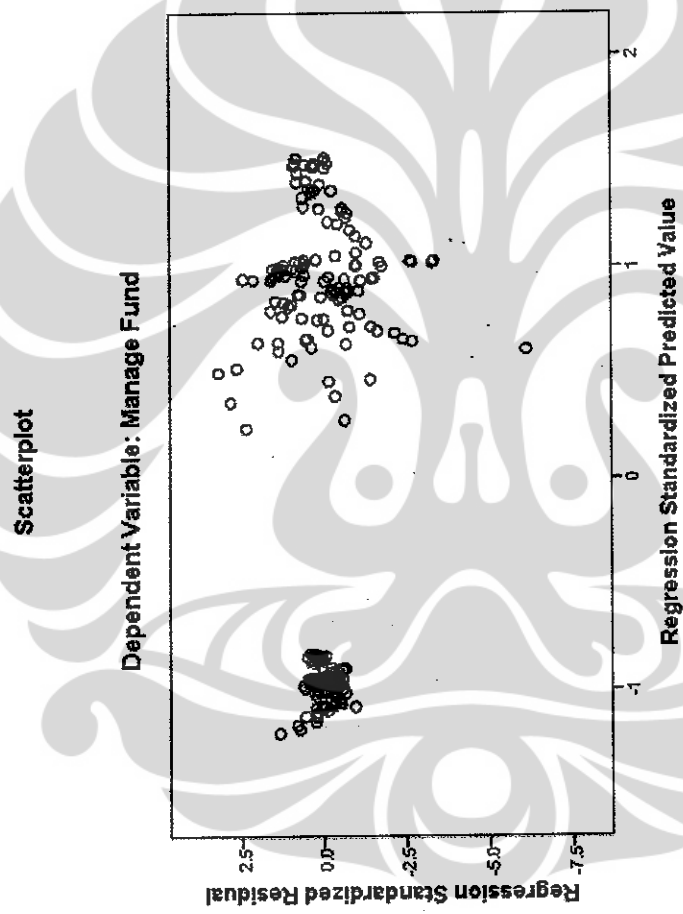
a. Dependent Variable: Manage Fund

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	716.8171	4.8730E3	2.5610E3	1527.75628	244
Residual	-6.66306E2	3.45466E2	.00000	106.67738	244
Std. Predicted Value	-1.207	1.513	.000	1.000	244
Std. Residual	-6.129	3.178	.000	.981	244

a. Dependent Variable: Manage Fund

Charts



Uji Stationer Pada Error Model Equity Fund

ADF Test Statistic	-5.356444	1% Critical Value*	-3.4592
		5% Critical Value	-2.8737
		10% Critical Value	-2.5732

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(ERRORF)

Method: Least Squares

Date: 06/24/10 Time: 11:34

Sample(adjusted): 9/08/2008 5/04/2009

Included observations: 239 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ERRORF(-1)	-0.266602	0.049772	-5.356444	0.0000
D(ERRORF(-1))	-0.118788	0.069077	-1.719652	0.0868
D(ERRORF(-2))	0.018408	0.069074	0.266500	0.7901
D(ERRORF(-3))	0.157018	0.067326	2.332193	0.0205
D(ERRORF(-4))	0.230693	0.063423	3.637361	0.0003
C	3.912254	14.29890	0.273605	0.7846
R-squared	0.200663	Mean dependent var	2.830212	
Adjusted R-squared	0.183510	S.D. dependent var	244.5186	
S.E. of regression	220.9468	Akaike info criterion	13.65851	
Sum squared resid	11374476	Schwarz criterion	13.74578	
Log likelihood	-1626.191	F-statistic	11.69631	
Durbin-Watson stat	2.002699	Prob(F-statistic)	0.000000	

Uji Stasioner Pada Error Model Managed Fund

ADF Test Statistic	-6.111573	1% Critical Value*	-3.4592
		5% Critical Value	-2.8737
		10% Critical Value	-2.5732

*Mackinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(ERRORMF)

Method: Least Squares

Date: 06/24/10 Time: 11:37

Sample(adjusted): 9/08/2008 5/04/2009

Included observations: 239 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ERRORMF(-1)	-0.319161	0.052222	-6.111573	0.0000
D(ERRORMF(-1))	-0.083385	0.068590	-1.215715	0.2253
D(ERRORMF(-2))	0.082353	0.068414	1.203736	0.2299
D(ERRORMF(-3))	0.215427	0.066877	3.221261	0.0015
D(ERRORMF(-4))	0.266666	0.063060	4.228753	0.0000
C	0.189297	4.548794	0.041615	0.9668
R-squared	0.222926	Mean dependent var		0.056978
Adjusted R-squared	0.206251	S.D. dependent var		78.92865
S.E. of regression	70.31960	Akaike info criterion		11.36876
Sum squared resid	1152149.	Schwarz criterion		11.45604
Log likelihood	-1352.567	F-statistic		13.36855
Durbin-Watson stat	1.994309	Prob(F-statistic)		0.000000