

**PERBEDAAN KINERJA PORTOFOLIO
BERDASARKAN STRATEGI PORTOFOLIO AKTIF DAN PASIF
PADA SAHAM LQ 45 DI BEJ**

Ni Putu Santi Suryantini

Jurusan Manajemen

Fakultas Ekonomi, Universitas Udayana, Denpasar

ABSTRAK

Berinvestasi di pasar modal pada dasarnya bertujuan untuk memperoleh *return*, tetapi investor harus menanggung risiko dari investasi yang ditanamkannya. Untuk mengatasi atau mengurangi risiko, investor perlu melakukan diversifikasi melalui pembentukan portofolio. Semakin besar *return* yang diharapkan, semakin besar pula risiko yang ditanggung investor, begitu juga sebaliknya. Penelitian ini dimaksudkan untuk mengetahui *return* dan risiko, baik dari strategi aktif maupun strategi pasif pada saham LQ 45 serta membandingkan *return* dan risiko dari kedua strategi, apakah berbeda secara signifikan. Penelitian ini dilakukan pada 9 saham LQ 45 yang muncul secara terus-menerus selama 16 periode untuk strategi aktif dan strategi pasif menggunakan indeks dari saham LQ 45 itu sendiri.

Setelah melalui tahapan-tahapan dalam proses pengukuran kinerja (*return* dan risiko), baik berdasarkan strategi aktif (menggunakan model CAPM) maupun pasif (menggunakan strategi mengikuti indeks) dengan menghitung *return* dan risiko tiap-tiap portofolio hasil yang didapat adalah sebagai berikut. *Return* dan risiko portofolio dari strategi aktif, yaitu *expected return* sebesar 1,7% dengan risiko yang diukur dengan varian portofolionya adalah sebesar 0,34%. Sebaliknya, dengan strategi pasif yang menggunakan strategi *indexing* diperoleh *expected return* sebesar 1.009% dengan risiko sebesar 0,25%.

Dari hasil analisis data didapatkan bahwa antara kedua strategi, baik *return* maupun risiko strategi aktif lebih besar dibandingkan dengan *return* dan risiko portofolio dengan strategi pasif. Di samping itu, *t* hitung antara kedua strategi menghasilkan *t* hitung yang tidak signifikan yang berarti bahwa tidak ada perbedaan antara kinerja strategi aktif dengan strategi pasif. Ini berarti walaupun besar *return* dan risiko dari kedua strategi berbeda, peningkatan *return* dan risiko dari tiap-tiap strategi adalah sama. Hal ini berarti bahwa semakin besar *return* yang diinginkan maka semakin besar risiko yang harus ditanggung investor.

Kata kunci: *return*, portofolio

**DIFFERENCE OF PORTFOLIO PERFORMANCE BASED ON ACTIVE
AND PASSIVE STRATEGY IN THE SHARE OF LQ45
AT JAKARTA STOCK EXCHANGE**

ABSTRACT

Making investment in the stock exchange basically aims to get return but investor must take the risk of the investment made. To overcome and lessen the risk, investor needs to make diversification through the formation of portfolio. The bigger the amount of return expected, the bigger the risk taken by the investor, the reverse is also true. This study is intended to know the return and risk from the active and passive strategy in the share of LQ45 and make the difference of return and risk of the two strategies whether they are different significantly. This study was conducted in 9 share of LQ45 that appeared continuously for 16 periods for active strategy, and passive strategy used index of the LQ45 share itself.

After passing all the stages in the process of performance assessment (return and risk) either based on active strategy (using CAPM model) or passive strategy (using strategy following the index). Hence the result which is return and risk portfolio from active strategy that is expected return equal to 1,7% with risk measured with variant portofolionya that is equal to 0,34%. While by passive strategy using strategy index to obtain;get Expected return equal to 1,009% with risk equal to 0,25%.

The finding show that between the two strategies, the return and risk of active strategy as a whole is bigger than that of the passive strategy. And t count between the two strategies produced insignificant t count meaning that there are differences inexistence between active strategy performance with passive strategy. This means big although return risk and from strategy second differ, but improvement return risk and from each strategy of equal and this burden ever greater of ever greater return the desired hence the risk which must is the responsibility of investor.

Key words: return, portofolio

1. PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pasar modal merupakan alternatif investasi jangka panjang dan sebagai media investasi bagi pemodal. Tiap-tiap pilihan investasi mempunyai tingkat keuntungan dan risiko yang berbeda-beda. Bahkan, tingkat keuntungan dan risiko antarsaham pun akan berbeda sekalipun dalam industri yang sama. Hal ini disebabkan oleh adanya perbedaan faktor internal (manajemen, pemasaran, keadaan keuangan, kualitas produk, dan kemampuan bersaing) dan eksternal (kebijakan pemerintah, poleksosbud hankam, pesaing, serta selera dan daya beli masyarakat).

Dengan diversifikasi saham tersebut diharapkan akan dapat memperkecil tingkat risiko. Diversifikasi dilakukan dengan cara portofolio saham.

Dalam pembentukan portofolio saham ada dua macam strategi yang dapat diterapkan oleh seorang investor, yaitu strategi aktif dan strategi pasif. Ada tiga strategi yang dapat dilakukan dalam penerapan strategi aktif, yaitu pemilihan saham, rotasi sektor, dan strategi momentum. Penelitian ini akan menggunakan strategi pemilihan saham melalui teori keseimbangan pasar, yaitu CAPM (*capital asset pricing model*) yang memprediksi keterkaitan antara *return* suatu saham dengan risikonya. Strategi pasif dapat diterapkan dengan dua macam strategi yang dapat dipilih investor, yaitu

strategi beli simpan dan strategi mengikuti indeks. Penelitian ini akan memakai strategi mengikuti indeks. Dengan strategi ini investor mengharapkan kinerja investasinya sudah merupakan duplikasi dari kinerja indeks pasar. Dengan demikian, investor hanya mengikuti pergerakan indeks pasar yang dalam penelitian ini menggunakan indeks LQ 45.

Objek penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan LQ 45 yang muncul terus-menerus selama 16 periode, yaitu dari tahun 1997 sampai dengan 2005 di PT Bursa Efek Jakarta, yang terdiri atas sembilan saham.

1.2 Perumusan masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah dikemukakan di atas, maka yang menjadi pokok permasalahan adalah sebagai berikut.

- (1) Berapakah kinerja dari pembentukan portofolio saham dengan menggunakan strategi aktif pada saham LQ 45 di BEJ ?
- (2) Berapakah kinerja dari pembentukan portofolio saham dengan menggunakan strategi pasif pada saham LQ 45 di BEJ ?
- (3) Apakah terdapat perbedaan yang signifikan kinerja portofolio yang menggunakan strategi aktif dan pasif pada saham LQ45 di BEJ ?

1.3 Tujuan Penelitian

Adapun tujuan penelitian yang akan dilakukan terkait dengan pokok

permasalahan yang telah diuraikan di atas adalah sebagai berikut.

- (1) Untuk mengetahui dan menganalisis kinerja dari pembentukan portofolio saham dengan strategi aktif pada saham LQ 45 di BEJ.
- (2) Untuk mengetahui dan menganalisis kinerja dari pembentukan portofolio saham dengan strategi pasif pada saham LQ45 di BEJ.
- (3) Untuk mengetahui dan menganalisis perbedaan kinerja portofolio yang menggunakan strategi aktif dan pasif pada saham LQ 45 di BEJ.

1.4 Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan memberikan manfaat sebagai berikut.

- (1) Bagi khazanah ilmu pengetahuan
Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran dan pemahaman serta wawasan di bidang manajemen keuangan dan investasi, dan sebagai acuan bagi penelitian berikutnya.
- (2) Bagi penyelesaian operasional dan Kebijakan
Hasil penelitian ini diharapkan dapat sebagai informasi bagi investor dalam mengambil keputusan investasi, terutama investasi pada saham di pasar modal.

2. TINJAUAN PUSTAKA

2.3 Langkah-langkah Investasi

Dalam mengambil keputusan investasi, langkah-langkah yang perlu ditempuh adalah sebagai berikut :

- (1) Menentukan kebijakan investasi
Pada tahap awal pengambilan keputusan, investor perlu menetapkan tujuannya berinvestasi dan menentukan besarnya investasi yang akan ditanam. Mengingat adanya korelasi antara risiko dan keuntungan (*return*) yang diperoleh, maka investor tidak dapat mengatakan bahwa tujuan investasinya adalah mencari keuntungan yang sebesar-besarnya karena akan ada kerugian yang harus dihadapinya. Jadi, tujuan investasi harus dinyatakan, baik dalam keuntungan maupun risiko.
- (2) Analisis Sekuritas

Pada tahap ini akan diadakan analisis terhadap individual (sekelompok) sekuritas. Ada dua filosofi dalam melakukan analisis sekuritas, yaitu sebagai berikut.

- a. Pendapat pertama menyatakan bahwa sekuritas *mispriced* (harganya salah, mungkin terlalu tinggi, mungkin terlalu rendah) Dengan analisis ini akan dapat dideteksi sekuritas-sekuritas tersebut. Ada berbagai cara untuk melakukan analisis ini. Cara tersebut dikelompokkan menjadi dua, yaitu analisis teknikal dan analisis fundamental. Analisis teknikal menggunakan data (perubahan) harga pada masa yang lalu sebagai upaya memperkirakan harga sekuritas di masa yang akan datang.
- b. Pendapat kedua menyatakan bahwa pasar modal adalah efisien. Dengan demikian, peralihan sekuritas tidak didasarkan atas frekuensi risiko para pemodal (pemodal yang bersedia menanggung risiko tinggi akan memilih saham yang berisiko tinggi), pola kebutuhan kas (pemodal yang menginginkan penghasilan yang ajeg akan memilih saham yang membagikan dividen dengan stabil), dan sebagainya. Jadi, menurut pendapat ini keuntungan yang diperoleh pemodal sesuai dengan risiko yang ditanggung.

- (3) Pembentukan Portofolio
Portofolio berarti sekumpulan investasi. Tahap ini menyangkut identifikasi sekuritas mana saja yang akan dipilih untuk membentuk portofolio dan berapa proporsi dana yang akan ditanam pada tiap-tiap sekuritas tersebut. Adanya pemilihan sekuritas ini (dengan kata lain pemodal melakukan diversifikasi) dimaksudkan untuk meminimalkan risiko yang ditanggung. Pemilihan sekuritas ini akan dipengaruhi oleh preferensi risiko, pola kebutuhan kas, dan status pajak.
- (4) Melakukan Revisi Portofolio
Tahap ini merupakan pengurangan terhadap ketiga tahap sebelumnya

dengan maksud kalau diperlukan akan diadakan perubahan terhadap portofolio yang telah dimiliki. Jika portofolio yang dimiliki sekarang dirasakan tidak lagi optimal atau tidak sesuai dengan preferensi risiko pemodal, maka pemodal dapat melakukan perubahan terhadap sekuritas-sekuritas yang membentuk portofolio tersebut.

(5) Evaluasi Kinerja Portofolio

Dalam tahap ini pemodal mengadakan penilaian terhadap kinerja portofolionya, baik dalam aspek tingkat keuntungan yang diperoleh maupun risiko yang ditanggung. Tidak benar bahwa suatu portofolio yang memberikan keuntungan yang lebih tinggi mesti lebih baik daripada portofolio lainnya karena adanya faktor risiko yang perlu dimasukkan juga.

2.4 Pengertian Return

Return merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi dan *return* ekspektasi yang belum terjadi, tetapi diharapkan terjadi pada masa yang akan datang (*expected return*). Dalam pengukuran *return* realisasi banyak digunakan *return* total yang merupakan *return* keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode tertentu. Dalam *return* ini juga perhitungannya didasarkan pada data historis. *Return* realisasi ini dapat digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja perusahaan serta dapat sebagai dasar penentu *return* ekspektasi dan risiko pada masa yang akan datang.

Sebaliknya, *return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor pada masa yang akan datang. Jadi, perbedaan antara keduanya adalah *return* realisasi sifatnya sudah terjadi, sedangkan *return* ekspektasi sifatnya belum terjadi.

Jogianto (1998: 85) mengemukakan bahwa *return* sebagai hasil yang diperoleh dari investasi dapat berupa *return* realisasi dan *return* akspektasi.

(1) *Return* realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi dan dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi tersebut dapat berfungsi, baik sebagai salah satu pengukur kinerja

perusahaan maupun sebagai dasar penentuan *return* ekspaktasi dan risiko pada masa yang akan datang. Salah satu jenis pengukuran *return* realisasi yang sering digunakan adalah *return* total, yaitu *return* keseluruhan dari suatu investasi dalam suatu periode tertentu.

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$$

Keterangan:

R_t = *return* saham pada periode t

P_t = Harga saham pada periode t

P_{t-1} = harga saham pada periode t-1

D_t = Dividen (kas) pada periode t

(2) *Return* ekspektasi (*expected return*) adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh investor pada masa mendatang. Secara matematika *return* ekspektasi dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$E(R) = \sum_{i=1}^n (R_i \cdot p_i)$$

Keterangan:

$E(R)$ = Ekspektasi suatu sekuritas

R_i = *return* masa depan ke-i

P_i = probabilitas hasil masa depan ke-i

n = jumlah periode waktu observasi

Berbeda dengan Husnan (2001:51) yang menyebutkan bahwa *return* ekspektasi dengan probabilitas kejadian setiap periode yang sama dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$E(R_i) = \sum_{j=1}^n \frac{R_{ij}}{n}$$

Keterangan :

$E(R_i)$ = *Return* ekspektasi suatu aktiva atau sekuritas ke-i

R_{ij} = Hasil masa depan ke-j dari sekuritas i

n = Jumlah dari hasil masa depan.

Return portofolio saham merupakan rata-rata tertimbang dari *return* tiap-tiap saham yang termasuk di dalamnya. Oleh karena itu, *expected return* portofolio merupakan rata-rata tertimbang dari *expected return* saham yang ada di dalamnya. Hal ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$R_p = \sum X_i R_i$$

Keterangan :

R_p = *Expected return* portofolio

X_i = Proporsi saham i

R_i = Rata-rata *return* saham i

2.5 Pengertian Risiko

Risiko merupakan penyimpangan tingkat keuntungan yang diperoleh dari nilai yang diharapkan oleh seorang investor. Markowitz seperti yang dikutip oleh Sunariyah menyatakan bahwa risiko yang diharapkan tergantung pada keanekaragaman kemungkinan hasil yang diharapkan. Sunariyah (2000:184) menggunakan *standar deviasi* untuk menyatakan besar risiko yang diharapkan. Hal ini diformulasikan sebagai berikut :

$$\hat{\sigma} = P [r - E(r)]^2$$

Keterangan :

$\hat{\sigma}$ = *Standar deviasi*

P = Probabilitas kejadian dari setiap hasil yang diharapkan

R = Kemungkinan tingkat hasil

E(r) = Hasil yang diharapkan

Jones (1998: 162) menyebutkan bahwa risiko adalah kemungkinan terjadinya perbedaan antara *return* yang sesungguhnya dengan *return* yang diharapkan.

Pada prinsipnya risiko dapat dikelompokkan menjadi dua bagian, yaitu sebagai berikut.

(1) Risiko tidak sistematis (*Unsystematic Risk*)

Merupakan risiko yang terkait dengan suatu saham tertentu yang umumnya dapat dihindari (*avoidable*) atau diperkecil melalui diversifikasi (*diversifiable*).

2) Risiko sistematis (*Systematic Risk*)

Merupakan risiko pasar yang bersifat umum dan berlaku bagi semua saham dalam pasar modal yang bersangkutan. Risiko ini tidak mungkin dapat dihindari oleh investor melalui diversifikasi sekalipun.

Selain dua bagian risiko tersebut, ternyata sikap investor terhadap menghadapi risiko yang muncul dapat

dibedakan menjadi tiga yaitu sebagai berikut.

- (1) *Risk Averse* adalah sikap seorang investor yang akan memilih investasi yang memiliki risiko yang lebih rendah dengan tingkat *return* yang diharapkan sama besar.
- (2) *Risk Neutral* adalah sikap seorang investor yang akan memilih investasi yang tingkat *return*-nya sesuai dengan risiko yang dihadapi.
- (3) *Risk Seeker* adalah sikap seorang investor yang akan memilih investasi yang memiliki risiko investasi yang lebih tinggi dengan tingkat *return* yang diharapkan sama besar.

Adapun rumus penggunaan beta dengan menggunakan teknik regresi menurut Jogiyanto adalah :

$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

Keterangan :

β_i = Beta saham i

σ_{im} = *Covarian return* saham i dan *return* pasar

σ_m^2 = *Varian* pasar

2.6 Pengertian Portofolio

Investasi akan menimbulkan risiko. Untuk meminimalkan risiko, investor dapat membentuk portofolio.

Dalam pembentukan portofolio, investor selalu menginginkan *return* yang maksimal dengan risiko yang tertentu atau mencari risiko yang rendah dengan *return* tertentu.

Tandelilin (2001 : 74) menyatakan bahwa untuk membentuk portofolio efisien haruslah berpegang pada asumsi tentang bagaimana perilaku investor dalam pembuatan keputusan investasi yang diambilnya.

Pembentukan portofolio juga memerlukan adanya perhitungan *return* dan risiko portofolio. *Return* realisasi dan *return* ekspektasi dari portofolio merupakan rata-rata tertimbang *return* dari *return-return* seluruh sekuritas tunggal. Akan tetapi, risiko portofolio tidak harus sama dengan rata-rata tertimbang risiko-risiko dari seluruh sekuritas tunggal.

2.7 Strategi Portofolio

Strategi investasi umumnya ada dua macam, yaitu strategi aktif (*active strategy*) dan strategi pasif (*passive strategy*). Seperti yang dijelaskan oleh Tandelilin (2001:199) ada dua strategi yang dapat dilakukan investor dalam pembentukan portofolio, yaitu sebagai berikut.

- (1) Strategi pasif : merupakan tindakan investor yang cenderung pasif dalam berinvestasi dalam saham dan hanya mendasarkan pergerakan sahamnya pada pergerakan indeks pasar. Strategi pasif mendasarkan diri pada asumsi bahwa (a) pasar modal tidak melakukan *mispricing*, dan (b) meskipun terjadi *mispricing*, para pemodal berpendapat bahwa mereka tidak bisa mengidentifikasi dan memanfaatkannya. Tujuan dari strategi pasif ini adalah memperoleh *return* portofolio sebesar *return* indeks pasar dengan menekankan seminimal mungkin risiko dan biaya investasi yang harus dikeluarkan. Ada dua macam strategi pasif yaitu sebagai berikut.
 - a. Strategi beli dan simpan maksudnya adalah investor melakukan pembelian sejumlah saham dan tetap memegangnya untuk beberapa waktu tertentu. Tujuan dilakukannya strategi ini adalah untuk menghindari biaya transaksi dan biaya tambahan lainnya yang biasanya terlalu tinggi.
 - b. Strategi mengikuti indeks merupakan strategi yang digambarkan sebagai pembelian instrumen reksadana atau dana pensiun oleh investor. Dalam hal ini investor berharap bahwa kinerja investasinya pada kumpulan saham dalam instrumen reksadana sudah merupakan duplikasi dari kinerja indeks pasar. Dengan kata lain investor berharap memperoleh *return* yang sebanding dengan *return* pasar.
- (2) Strategi aktif : merupakan tindakan investor secara aktif dalam melakukan pemilihan dan jual beli saham, mencari informasi, mengikuti waktu dan pergerakan harga saham serta berbagai

tindakan aktif lainnya untuk mendapatkan *return* abnormal.

Tujuan strategi aktif ini adalah mendapatkan *return* portofolio saham yang melebihi *return* portofolio saham yang diperoleh dari strategi pasif. Ada tiga strategi yang biasa dipakai investor dalam menjalankan strategi aktif portofolio saham.

- a. Pemilihan saham maksudnya adalah para investor secara aktif melakukan analisis pemilihan saham-saham terbaik, yaitu saham yang memberikan hubungan tingkat *return* dan risiko yang terbaik dibandingkan dengan alternatif lainnya. Analisis ini mendasarkan pada pendekatan analisis fundamental guna mengetahui prospek saham tersebut pada masa datang.
- b. Rotasi sektor, maksudnya investor dapat melakukan strategi ini dengan dua cara, yaitu sebagai berikut.
 - (a) Melakukan investasi pada saham-saham yang bergerak pada sektor tertentu untuk mengantisipasi perubahan siklus ekonomi di kemudian hari.
 - (b) Melakukan modifikasi atau perubahan terhadap bobot portofolio saham-saham pada sektor industri yang berbeda-beda.
 - (c) Strategi momentum harga menyatakan bahwa pada waktu-waktu tertentu harga pasar saham akan merefleksikan pergerakan *earning* ataupun pertumbuhan perusahaan. Dalam hal ini investor akan mencari waktu yang tepat, pada saat perubahan harga yang terjadi bisa memberikan tingkat keuntungan bagi investor melalui tindakan menjual atau membeli saham.

Cahyono (2002: 219) berpendapat bahwa dalam dunia nyata tidak ada pasar yang efisien sempurna. Salah satu sebabnya adalah karena adanya partisipasi pemodal ritel yang dalam berinvestasi sering melibatkan emosi, terpengaruh suasana, dan lain-lain.

2.8 Indexing

Strategi pasif menurut Boddie, Kane, dan Marcus (1996:183) sebenarnya adalah suatu strategi portofolio yang ditempuh dengan mencari keamanan (rasa aman), baik secara langsung maupun tidak langsung sehingga investor penganut strategi ini diumpamakan seperti orang yang naif. Bentuk penerapan strategi investasi pasif adalah dengan membuat suatu portofolio berdasarkan suatu indeks yang falid dan disebut sebagai *indexing*.

Jones (2001:294) menyatakan bahwa *indexing* merupakan pendekatan investasi yang mencoba untuk menyamai imbal hasil investasi dari sebuah portofolio pembandingan tertentu atau dalam hal ini adalah indeks harga saham. Manajer investasi yang menerapkan cara ini pada dasarnya bertujuan untuk memiripkan kinerja portofolio yang dimiliki dengan kinerja indeks dengan cara memegang seluruh sekuritas yang ada di dalam indeks. Tidak ada usaha untuk mengotak-atik anggota portofolio dalam rangka mengalahkan kinerja indeks.

Strategi investasi pasif telah dilakukan oleh Jon C. Bogle melalui Vanguard Group dengan membentuk *index fund* yang salah satunya diberi nama Vanguard Index 500 yang telah membawa Vanguard ke posisi kedua terbesar sebagai perusahaan reksadana di Amerika (Forsyth, 1997).

2.9 Capital Asset Pricing Model

Bentuk standar dari CAPM pertama kali dikembangkan secara terpisah oleh Sharpe, Lintner, dan Mossin.

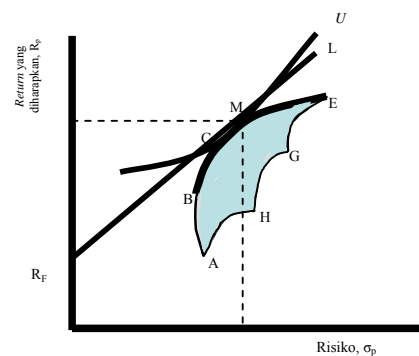
Dalam keadaan ekuilibrium semua aktiva berisiko harus berada di portofolio pasar karena semua investor akan memegang portofolio ini. Akan tetapi, dalam praktiknya tidak memungkinkan untuk memasukkan semua aktiva yang ada di pasar ke dalam portofolio pasar. Untuk itu, portofolio pasar dapat diwakili oleh portofolio yang berisi sekuritas-sekuritas di dalam satu pasar saja (IHSG) atau diwakili oleh sebagian sekuritas di dalam satu pasar, misalnya diwakili oleh indeks LQ 45.

Dalam teori portofolio, risiko didefinisikan sebagai deviasi standar dari tingkat keuntungan. Akan tetapi, penggunaan deviasi standar tersebut tidak dapat diterapkan untuk saham-saham

individual. Untuk itu, dikembangkan suatu model dengan menggunakan dasar teori portofolio, yang disebut *capital asset pricing model*.

Dalam pasar yang seimbang, seperti yang diungkapkan oleh Tandelilin (2001:91) investor tidak akan bisa memperoleh *return* abnormal (*return* ekstra) dari harga yang terbentuk, termasuk bagi investor yang melakukan perdagangan spekulatif. Oleh karena itu, kondisi tersebut akan mendorong semua investor untuk memilih portofolio pasar yang terdiri atas semua aset berisiko yang ada. Portofolio tersebut akan berada pada garis permukaan efisien (*efficient frontier*) dan sekaligus merupakan portofolio optimal. Hal ini terlihat pada Gambar 1 dibawah ini :

Gambar 1
Garis Pasar Modal



Sumber : Tandelilin (2001:92)

Titik M pada Gambar 1 di atas merupakan titik persinggungan antara garis yang ditarik dari R_f (tingkat *return* bebas risiko) dengan *efficient frontier* yang terdiri atas aset-aset berisiko. Titik M merupakan titik yang memiliki sudut tangen tertinggi dibandingkan dengan titik-titik lainnya di sepanjang garis *efficient frontier* sehingga jika garis R_f -L (yang merupakan garis CML) dihubungkan dengan garis *efficient frontier*, maka titik persinggungan berada pada titik M yang merupakan portofolio optimal. Jadi, titik M terdiri atas portofolio pasar yang merupakan gabungan aset berisiko saja. Karena titik M terdiri atas semua aset berisiko, maka pada CAPM portofolio pasar adalah portofolio aset berisiko yang optimal. Karena portofolio

pasar terdiri atas semua aset berisiko, maka portofolio tersebut merupakan portofolio yang sudah terdiversifikasi dengan baik. Dengan demikian, risiko portofolio pasar akan terdiri atas risiko sistematis saja.

Dalam konsep CAPM tingkat risiko sekuritas diukur dengan beta (β). Untuk mengetahui sumbangan suatu sekuritas terhadap risiko suatu portofolio yang didiversifikasi secara baik, perlu diketahui risiko pasarnya. Oleh karena itu, perlu diukur tingkat kepekaan sekuritas terhadap perubahan pasar (β).

Pengukuran koefisien Beta (β)

Beta merupakan suatu pengukuran volatilitas return suatu sekuritas atau *return* portofolio terhadap *return* pasar. Dengan demikian, beta merupakan pengukuran risiko sistematis dari suatu portofolio atau suatu sekuritas. Untuk menghitung beta portofolio, maka beta tiap-tiap sekuritas harus diketahui terlebih dahulu karena beta suatu portofolio merupakan rata-rata tertimbang dari beta tiap-tiap sekuritas.

Beta suatu sekuritas merupakan kovarian *return* antara sekuritas ke-*i* dengan *return* pasar dibagi dengan varian *return* pasar.

$$\beta_i = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma^2_M}$$

Keterangan:

σ_{im} = kovarian antara *return* sekuritas *i* dengan *return* pasar

σ^2_m = varian *return* pasar

atau dapat diuraikan sebagai berikut :

$$\beta_i = \frac{\sum_{t=1}^n (R_{it} - \bar{R}_{it})(R_{mt} - \bar{R}_{mt})}{\sum_{t=1}^n (R_{mt} - \bar{R}_{mt})^2}$$

Menurut Eny P & Suad Husnan, seperti yang dikutip oleh Husnan & Suwardi (1998:10), beta tahun lalu mempunyai korelasi positif yang cukup tinggi dengan beta tahun ini sehingga beta tahun lalu dapat digunakan sebagai estimator beta tahun ini. Jika beta sebagai ukuran risiko investasi khususnya risiko sistematis, maka beta tahun lalu merupakan indikator *return* saham tahun ini.

2.10 Penilaian Kinerja Portofolio

Dalam penilaian kinerja portofolio, Husnan (2000: 465) menjelaskan bahwa dalam penilaian diperlukan variabel-variabel yang relevan seperti tingkat keuntungan dan risiko. Penilaian terhadap kinerja portofolio merupakan langkah investor dalam mengevaluasi kinerja portofolionya. Pada tahap ini kinerja portofolio akan dibandingkan dengan kinerja portofolio lainnya melalui proses *benchmarking*. Dalam hal ini kinerja portofolio dari strategi aktif akan dibandingkan dengan kinerja portofolio dari strategi pasif. Evaluasi kinerja portofolio ini diharapkan akan menjawab sejauh manakah portofolio yang telah dibentuk mampu memberikan kinerja yang memuaskan investor.

Penilaian kinerja portofolio saham dapat dilakukan dengan mempertimbangkan variabel *return* saja atau melibatkan variabel risiko. Penilaian kinerja portofolio dengan melibatkan variabel risiko akan memberikan informasi yang lebih mendalam tentang sejauh mana suatu *return* yang dihasilkan oleh portofolio dikaitkan dengan tingkat risiko untuk mencapai *return* tersebut.

Risk Adjusted Return didasarkan pada gabungan antara *return* dan risiko. Tandelilin (2001:198) menyebutkan bahwa ada tiga ukuran yang dapat digunakan dalam mengevaluasi kinerja portofolio dengan menggunakan *risk adjusted return*, yaitu sebagai berikut.

- a. Indeks Sharpe yang mengukur kinerja portofolio dengan total risiko sebagai indikatornya. Indeks ini didasarkan perhitungannya pada konsep garis pasar modal (*capital market line*) sebagai patok duga, yaitu dengan cara membagi premi risiko portofolio dengan standar deviasinya.

$$\hat{S}_p = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\sigma_{TR}}$$

Keterangan:

\hat{S}_p = indeks Sharpe

\bar{R}_p = *return* rata-rata portofolio selama jangka waktu pengukuran

\bar{R}_f = *return* rata-rata aset bebas risiko selama jangka waktu pengukuran

σ_{TR} = standar deviasi portofolio selama jangka waktu pengukuran

Dalam teori portofolio, standar deviasi merupakan risiko total yang merupakan penjumlahan dari risiko pasar (*systematic risk*) dengan risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*). Dengan memperhitungkan risiko, makin tinggi nilai pengukuran Sharpe, makin baik kinerja portofolio.

- b. Indeks Treynor yang mengukur kinerja portofolio dengan risiko sistematisnya (beta) sebagai indikator. Indeks ini melihat kinerja portofolio dengan cara menghubungkan tingkat *return* portofolio dengan besarnya risiko dari portofolio tersebut.

$$T_p = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\beta_p}$$

Keterangan:

T_p = indeks Treynor

\bar{R}_p = *return* rata-rata portofolio selama jangka waktu pengukuran

\bar{R}_f = *return* rata-rata aset bebas risiko selama jangka waktu pengukuran

β_p = risiko sistematis dari portofolio selama jangka waktu pengukuran

Dengan mempertimbangkan risiko sistematis, makin tinggi nilai pengukuran Treynor, makin baik kinerja portofolio.

- c. Indeks Jensen yang mengukur kinerja portofolio dengan risiko sistematisnya (beta) sebagai indikator. Indeks ini menunjukkan perbedaan antara tingkat *return* aktual yang diperoleh portofolio dengan tingkat *return* yang diharapkan jika portofolio tersebut berada pada garis pasar modal. (CML).

$$\hat{J}_p - R_f = \alpha_p + [R_f + (R_m - R_f) \beta_p]$$

Keterangan:

\hat{J}_p = *return* portofolio selama jangka waktu pengukuran t /indeks Jensen

A_p = *excess performance* portofolio selama jangka waktu pengukuran

R_f = *return* bebas risiko selama jangka waktu pengukuran

R_m = *return* pasar selama jangka waktu pengukuran

β_p = Risiko sistematis selama jangka waktu pengukuran

Makin tinggi nilai α positif, makin baik kinerjanya.

2.11 Hipotesis

Berdasarkan kajian pustaka, penelitian sebelumnya, dan kerangka proses berpikir maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

Terdapat perbedaan yang signifikan *return* dan risiko antara pembentukan portofolio dengan strategi aktif dan dengan strategi pasif.

3. METODE PENELITIAN

3.1 Identifikasi Variabel

Berdasarkan hipotesis yang dikemukakan, maka variabel-variabel yang akan dianalisis adalah *return* saham, *return* indeks, *varian* saham, *varians* indeks, *return* pasar, *varians* pasar, risiko sistematis (beta), risiko tidak sistematis, *return* aset bebas risiko.

3.2 Definisi Operasional

Definisi operasional merupakan penjelasan dan pengertian teoretis variabel untuk dapat diamati dan diukur. Dalam penelitian ini definisi operasional yang dimaksud adalah sebagai berikut.

- (1) *Return* saham dan *return* indeks merupakan tingkat keuntungan yang diperoleh dari investasi. Dalam penelitian ini *return* saham merupakan *return* saham-saham sampel LQ 45. *Return* dalam penelitian ini dapat diperoleh dengan menggunakan rumus:

$$\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

P_t adalah harga saham pada periode t yaitu dari Januari 2005 sampai dengan

Desember 2005 yang dihitung secara bulanan, sedangkan P_{t-1} merupakan harga saham pada periode t-1, yaitu dari Desember 2004 sampai dengan November 2005 yang dihitung secara bulanan.

- (2) *Return* indeks merupakan *return* dari indeks LQ 45 yang diukur dalam persentase (%). *Return* dalam penelitian ini dapat diperoleh dengan menggunakan rumus:

$$\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

P_t adalah harga indeks pada periode t yaitu dari Januari 2005 sampai dengan Desember 2005 yang dihitung secara bulanan, sedangkan P_{t-1} merupakan harga indeks pada periode t-1, yaitu dari Desember 2004 sampai dengan November 2005 yang dihitung secara bulanan.

- (3) *Varian* saham merupakan penyimpangan tingkat pengembalian pada penyimpangan rata-rata pengembalian saham yang diukur dengan persentase (%). *Varian* saham (σ^2) merupakan kuadrat dari standar deviasi saham (σ).
- (4) *Varian* indeks merupakan penyimpangan tingkat pengembalian pada penyimpangan rata-rata pengembalian indeks yang diukur dengan persentase (%). *Varian* indeks (σ^2) merupakan kuadrat dari standar deviasi indeks (σ).
- (5) *Return* pasar adalah tingkat pengembalian yang diperoleh dari investasi pada saham yang ada di bursa, yang tercermin dari indeks IHSG untuk periode semesteran yang diukur dengan persentase (%).
- (6) *Varian* pasar merupakan tingkat penyimpangan pasar terhadap penyimpangan rata-rata pengembalian saham pasar pada periode tertentu. *Varian* pasar diukur dengan persentase (%). *Varian* pasar (σ^2) merupakan kuadrat dari standar deviasi pasar (σ).
- (7) Risiko sistematis adalah risiko yang melekat pada investasi dan tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi. Risiko ini lebih dikenal sebagai risiko unik dan merupakan risiko yang

berkaitan dengan keadaan bursa secara keseluruhan yang terjadi karena faktor makro seperti inflasi, politik, stabilitas nasional, dan pergantian kepemimpinan nasional. Dalam penelitian ini risiko sistematis ditunjukkan oleh parameter beta yang merupakan rasio antara kovarian *return* saham terhadap *return* pasar.

- (8) Risiko Tidak Sistematis

Merupakan risiko yang melekat pada investasi tertentu karena kondisi yang khas dari perusahaan itu sendiri dan risiko ini lebih dikenal dengan risiko pasar. Risiko ini dapat dihilangkan atau dikurangi dengan cara diversifikasi. Dalam penelitian ini risiko tidak sistematis dicerminkan dengan *varian* dari kesalahan residu saham pada periode tertentu dengan rata-rata kesalahan residu selama periode pengamatan.

- (8) *Return* bebas risiko

Merupakan tingkat pengembalian yang diperoleh dari aktiva bebas risiko. Dalam penelitian ini yang digunakan sebagai tingkat bunga bebas risiko adalah tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) yang diterbitkan oleh Bank Indonesia periode bulanan dengan ukuran persentase (%).

3.3 Prosedur Penentuan Sampel

Sampel dalam penelitian ini adalah saham-saham yang terus-menerus muncul dalam kelompok LQ 45 di Bursa Efek Jakarta selama kurun waktu 16 periode, yaitu dari tahun 1997 sampai dengan tahun 2005 yang terdiri atas 9 saham.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh saham yang termasuk dalam kelompok LQ 45 dari tahun 1997 sampai dengan 2005.

3.4 Prosedur Pengumpulan Data

Prosedur pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode observasi nonperilaku, yaitu pengumpulan data dari dokumen dan catatan seperti nilai indeks LQ 45 melalui *closing price*, indeks IHSG melalui *closing price*, harga saham LQ 45 melalui *closing price*, serta tingkat suku bunga SBI dalam

bulanan periode Januari sampai dengan Desember 2005.

3.5 Teknik Analisis Data

Penelitian ini menggunakan variabel-variabel yang harus dianalisis dengan teknik analisis kuantitatif. Pengolahan data kuantitatif ini dibantu dengan program komputer, yaitu program SPSS versi 11.5 serta program *Microsoft Excel*. Selanjutnya teknik analisis yang digunakan adalah teknik analisis kualitatif, yaitu memahami, menaksirkan, dan menjelaskan hasil yang diperoleh dalam analisis kuantitatif penelitian ini.

3.5.1 Menghitung Return dan Risiko Saham dari Strategi Aktif dengan Model CAPM

- (1) Menghitung *return* saham (R_{it}) selama periode pengamatan menggunakan formulasi

$$R_{it} = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

Keterangan :

R_{it} = *Return* saham i periode ke-t

P_t = Harga saham/indeks periode ke-t

P_{t-1} = Harga saham/indeks periode ke-t-1

- (2) Menghitung *return* pasar indeks IHSG (R_{mt}) selama periode pengamatan dengan formulasi:

$$R_{mt} = \frac{(I_t - I_{t-1})}{I_{t-1}}$$

Keterangan :

R_{mt} = *Return* pasar periode ke-t

I_t = Indeks IHSG periode ke-t

I_{t-1} = Indeks IHSG periode ke-t-1

- (3) Menghitung Beta saham (β_i)

$$\beta_i = \frac{\sum_{t=1}^n (R_{it} - E(R_{it})) \cdot (R_{mt} - E(R_{mt}))}{\sum_{t=1}^n (R_{mt} - E(R_{mt}))^2}$$

Keterangan :

β_i = Beta saham i risiko sistematis

R_{it} = *Return* saham i periode ke-t

$E(R_{it})$ = *Expected return* saham i pada periode ke-t

R_{mt} = *Return* pasar periode ke-t

- (4) Menghitung *return* bebas risiko dengan membagi suku bunga SBI dengan 12 (bulanan).
- (5) Pembentukan portofolio dengan metode CAPM :
- Sampel diurutkan berdasarkan beta, yaitu dari beta tertinggi sampai dengan beta terendah.
 - Sampel dibagi dalam beberapa anggota portofolio berdasarkan besar beta, yaitu beta kecil ($\beta < 1$), beta sedang ($\beta = 1$), dan beta tinggi ($\beta > 1$) dengan interval :

$$\frac{\text{beta tertinggi} - \text{beta terendah}}{\text{jumlah kelompok}}$$

- Membentuk beberapa portofolio berdasarkan interval tersebut sehingga didapat anggota portofolio untuk tiap kelompok portofolio.
- Menghitung *expected return* portofolio dan varian portofolio :

$$E(R_p) = \frac{\sum E(R_i)}{n}$$

$$\sigma^2 = \sum [E(R_i) - E(R_p)]^2 (w_i)$$

Keterangan :

$E(R_p)$ = *Expected return* portofolio

$E(R_i)$ = *Expected return* saham

n = Jumlah saham

σ^2 = Varian portofolio dimana

σ = $\sqrt{\sigma^2}$

3.5.2 Menghitung Return dan Risiko Saham dari Strategi Pasif dengan Indexing

- (1) Menghitung *return* indeks (R_{it}) selama periode pengamatan menggunakan formulasi :

$$R_{it} = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

Keterangan :

R_{it} = *Return* indeks periode ke-t

P_t = Harga saham / indeks periode ke-t

P_{t-1} = Harga saham/indeks periode ke-1

- (2) Menghitung *Return* pasar indeks IHSG (R_{mt}) selama periode pengamatan dengan formulasi:

$$R_{mt} = \frac{(I_t - I_{t-1})}{I_{t-1}}$$

Keterangan :

R_{mt} = *Return* pasar periode ke-t

I_t = Indeks IHSG periode ke-t

I_{t-1} = Indeks IHSG periode ke-t-1

- (3) Menghitung varian indeks selama periode pengamatan dengan formulasi :

$$\sigma_i^2 = \frac{\sum [R_i - E(R_i)]^2}{t}$$

Keterangan :

σ_i^2 = Varian indeks dgn $\sigma_i = \sqrt{\sigma_i^2}$

R_i = *Return* indeks

$E(R_i)$ = *Expected Return* indeks

t = Jumlah periode (kurun waktu)

3.5.3 Analisis Perbandingan Kinerja Portofolio

Dalam menganalisis kinerja portofolio strategi aktif dan strategi pasif digunakan *risk adjusted return* sebagai patok duga dalam perbandingan kinerja portofolio, yaitu dengan metode Sharpe, Metode Treynor, dan metode Jensen.

a. Pengukuran Sharpe menggunakan formulasi Sharpe

Dalam teori portofolio, standar deviasi merupakan risiko total yang merupakan penjumlahan dari risiko pasar (*systematic risk*) dengan risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*). Dengan memperhitungkan risiko, makin tinggi nilai pengukuran Sharpe, makin baik kinerja portofolio.

b. Penggunaan metode Treynor mempunyai formulasi Treynor

Dengan mempertimbangkan risiko sistematis, makin tinggi nilai pengukuran Treynor, makin baik kinerja portofolio.

c. Penggunaan metode Jensen mempunyai formulasi Jensen

Makin tinggi nilai α positif, makin baik kinerjanya. Dalam menganalisis perbandingan kinerja portofolio dapat dilakukan dengan uji beda dua rata-rata untuk data independen karena hendak diuji

ada tidaknya perbedaan tiap-tiap kinerja dari portofolio, baik portofolio yang dibentuk dengan strategi aktif maupun dengan strategi pasif. Adapun tahapannya adalah sebagai berikut.

(a) Rumusan hipotesis

$H_0 : \mu_1 - \mu_2 = 0$ (tidak ada perbedaan nyata antara kinerja portofolio strategi aktif dengan strategi pasif)

$H_1 : \mu_1 - \mu_2 \neq 0$ (ada perbedaan nyata antara kinerja portofolio strategi aktif dengan strategi pasif)

Uji dua sisi

(b) α yang digunakan sebesar 5% dengan derajat kebebasan $df = n_1 + n_2 - 2$

(c) Menentukan t hitung dengan bantuan pengolahan data melalui komputer (program SPSS 11,5 for windows)

(d) Kriteria pengujian

Tolak H_0 : bila $t_{hitung} > t_{tabel}$ atau $t_{hitung} < -t_{tabel}$

Terima H_0 : bila $-t_{tabel} \leq t_{hitung} \leq t_{tabel}$

(e) Menarik simpulan dari hasil yang diperoleh.

4. PEMBAHASAN

4.1 Pembentukan Portofolio dengan Strategi Aktif (CAPM)

(1) Tahap pertama

Tahap pertama adalah menghitung *expected return* dan risiko portofolio

Expected return merupakan *return* yang diharapkan dari seorang investor yang melakukan investasi dalam kondisi yang tidak pasti. Selain menghitung tingkat keuntungan yang diharapkan seorang investor juga harus mempertimbangkan besar risiko saham tersebut. Pembentukan saham ini dimaksudkan untuk mengurangi risiko yang harus dihadapi oleh seorang investor.

Tabel 1 memperlihatkan tingkat pengembalian saham yang diharapkan dari tiap-tiap saham berkisar antara 7,7% sampai dengan -1,15%. Adapun tingkat pengembalian yang negatif berarti bahwa saham tersebut tidak selalu diincar oleh investor, tetapi tergantung pada situasi dan kondisi perekonomian dan keadaan perusahaan itu sendiri. Sebaliknya, beta berkisar antara 1,845 sampai dengan 0,536.

(2) Tahap kedua

Setelah *expected return* dan standar deviasi tiap-tiap saham dihitung, langkah selanjutnya adalah menghitung *expected return* dan *varian* portofolio. Dalam investasi portofolio pada saham LQ 45 ini investor diasumsikan berinvestasi secara merata, artinya proporsi tiap-tiap saham sama besar. Dengan jumlah sampel sebanyak 9, maka proporsi investasi portofolio adalah 1/9 sehingga *expected return* dan *varian* portofolio dapat dilihat pada Tabel 1.

Dari Tabel 1 terlihat bahwa dengan besar proporsi investasi yang sama besar, maka akan menghasilkan *expected return* sebesar 1,7% dengan varian sebesar 0,34%.

4.2 Pembentukan Portofolio dengan Strategi Pasif (Mengikuti Indeks)

Pembentukan portofolio dengan strategi mengikuti pasar dapat dilakukan dengan membentuk portofolio yang mirip dengan indeks pasar (misal membentuk portofolio yang komposisinya mirip dengan indeks LQ 45). Cara ini sering disebut sebagai *index fund*. *Index fund* yang dibentuk mungkin dibuat sama dengan indeks pasar yang terdiri atas saham-saham yang paling aktif diperdagangkan (di BEJ disebut dengan indeks L Q45).

Tabel 2 menunjukkan bahwa *expected return* dengan menggunakan strategi pasif, yaitu mengikuti indeks mendapatkan *expected return* sebesar 1% dengan *varians* sebesar 0,2%.

Dengan membandingkan hasil yang didapat dari strategi aktif, maka strategi pasif menghasilkan *expected return* yang lebih kecil dan *varian* atau risiko yang lebih kecil. Hal ini sepadan dengan pengorbanan dari strategi aktif dalam mencari informasi dibandingkan dengan strategi pasif yang hanya mengikuti indeks.

4.3 Perbedaan Kinerja Portofolio

Perbandingan kinerja antara strategi aktif dan pasif dihitung dengan menggunakan metode *risk adjusted return*, yaitu metode Sharpe, metode Treynor, dan metode Jensen.

Hasil perhitungan dengan menggunakan metode Sharpe, metode Treynor, dan metode Jensen terlihat pada

Tabel 3 yang menunjukkan bahwa pada tahun 2005 jika dilihat dari metode pengukuran Sharpe, terlihat bahwa semua saham LQ 45 berada di atas kinerja indeks. Untuk metode treynor, ternyata ASII, INDF, KLBF, LPBN dan TLKM berada di atas kinerja indeks. Jika dilihat dari metode Jensen, hanya saham INDF, KLBF, LPBN, dan TLKM yang berada di atas kinerja indeks. Perbedaan peringkat ini terjadi karena suatu perusahaan dipengaruhi oleh risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Di samping itu, pengaruh tiap-tiap risiko tersebut terhadap tiap-tiap perusahaan juga akan berbeda-beda.

4.4 Hasil Analisis Data

Pengujian hipotesis ini menggunakan analisis beda dua rata-rata. Pengolahan data untuk mendukung pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan program SPSS 11.5 for windows. Adapun hasil pengujian dengan metode Sharpe dapat dilihat dalam Tabel 5.

Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 4 diperoleh t hitung yang tidak signifikan pada level α 5%. Hal ini berarti bahwa terdapat perbedaan, tetapi tidak signifikan antara kinerja portofolio strategi aktif dengan kinerja portofolio strategi pasif. Artinya memang *return* dan risiko total, baik risiko sistematis maupun tidak sistematis yang diperoleh besarnya berbeda, tetapi peningkatan perolehan *return* dan risiko yang ditanggung adalah sama.

Hasil pengujian dengan metode Treynor pada Tabel 4.5 memperlihatkan t hitung yang tidak signifikan pada level α 5%. Ini berarti bahwa terdapat perbedaan, tetapi tidak signifikan antara kinerja portofolio strategi aktif dengan kinerja portofolio strategi pasif. Artinya *return* dan risiko sistematis yang disimbolkan dengan beta yang diperoleh besarnya berbeda, tetapi peningkatan perolehan *return* dan risiko sistematis yang ditanggung adalah sama.

Dari hasil pengujian dengan metode Jensen pada Tabel 6 diperoleh t hitung sebesar 1,053 dengan signifikansi 0,308. Ini berarti bahwa terdapat perbedaan, tetapi tidak signifikan antara kinerja portofolio strategi aktif dengan kinerja portofolio pasif. Artinya memang *return* dan risiko

yang diperoleh besarnya berbeda, tetapi peningkatan perolehan *return* dan risiko yang ditanggung adalah sama.

Dari ketiga perhitungan penilaian kinerja portofolio, hasil uji beda dua rata-rata menunjukkan perbedaan yang tidak signifikan antara kinerja portofolio strategi aktif dan kinerja portofolio strategi pasif. Hal ini berarti mendukung hipotesis penelitian.

5. SIMPULAN DAN SARAN

5.1 Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan analisis statistik yang dikemukakan pada bab sebelumnya, maka dapat disimpulkan sebagai berikut.

- (1) Berdasarkan strategi aktif, diperoleh *expected return* portofolio sebesar 1.7 % dengan risiko sebesar 0,34 %.
- (2) Berdasarkan strategi pasif, yaitu mengikuti indeks LQ 45 diperoleh *expected return* sebesar 1,0% dengan varian (risiko) portofolio sebesar 0,25%.
- (3) a. *Return* dan risiko portofolio strategi aktif lebih besar daripada *return* dan risiko indeks yang dikarenakan oleh pengorbanan dan risiko yang dihadapi dari strategi aktif lebih besar jika dibandingkan dengan strategi pasif.
- b. Berdasarkan hasil analisis statistik dengan metode Sharpe, metode Treynor, dan metode Jensen diperoleh *t* hitung yang tidak signifikan. Hal ini berarti bahwa terdapat perbedaan yang tidak signifikan antara kinerja portofolio strategi aktif dengan kinerja portofolio strategi pasif. Artinya antara *return* dan risiko yang diperoleh dari strategi aktif dan pasif besarnya berbeda tetapi peningkatan perolehan *return* dan risiko yang ditanggung adalah sama.

5.2 Saran

Berdasarkan hasil analisis dan simpulan dapat dikemukakan beberapa saran sebagai berikut.

- (1) Perbedaan kinerja portofolio dari kedua strategi berdasarkan penilaian dari

ketiga metode tersebut dapat menjadi pilihan investor yang disesuaikan dengan keinginan investor itu sendiri.

- (2) Hasil penilaian kinerja di atas juga membuktikan bahwa semakin besar tingkat pengembalian yang diinginkan investor, maka akan semakin besar pula risiko yang harus ditanggung investor sehingga pemilihan investasi juga berpulang pada sifat dan keberanian investor. *Return* yang besar akan mengakibatkan penanggung risiko yang besar pula, begitu pula sebaliknya.

DAFTAR PUSTAKA

- Anoraga Panji dan Pakarti Piji. 2001. *Pengantar Pasar Modal*
- Bank Indonesia. 2005. *Sertifikat Bank Indonesia*. www.bi.go.id
- Bodie, Kane, dan Marcus. 1996. *Investments*. Edisi ketiga. United States of America : The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Darmadji dan Fakhruddin. 2001. *Pasar Modal di Indonesia (Pendekatan Tanya Jawab)*. Edisi Pertama. Jakarta: Penerbit Salemba Empat.
- Fabozzi Frank J. 2000. *Manajemen Investasi*. Edisi Pertama. Jakarta : Salemba Empat.
- Hariato Farid dan Sudomo Siswanto. 2001. "Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia". Jakarta: *Sinar Harapan*.
- Husnan Suad. 2001. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Ketiga. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Husnan Suad & Hermanto Suwardi B. 1998. *CAPM & Strategi Portofolio, Kajian Kondisi Pasar di BEJ 1997*. Jakarta: Usahawan.
- Jogiyanto. 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Kedua. Yogyakarta: BPFE.
- Jones Charles P. 2002. *Investments Analysis and Management*. Edisi Kedelapan. United State of America: John Wiley & Sons, Inc.
- _____. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kedua. Yogyakarta: BPFE.
- Koetin G.A. 1997. "Pasar Modal Indonesia Refrospeksi Lima Tahun Swastanisasi BEJ". Jakarta: *Sinar Harapan*.

- Riyanto Bambang. 1998. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi Keempat. Yogyakarta: BPFE.
- Sartono Agus. 2001. *Manajemen Keuangan*. Edisi Ketiga. Yogyakarta: BPFE.
- _____. 1999. *Manajemen Keuangan*. Edisi Ketiga. Yogyakarta: BPFE.
- Sunariyah. 2000. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Edisi Kedua. Yogyakarta: YKPN.
- Tandelilin Eduardus. 2001. *Analisis dan Manajemen Portofolio*. Edisi Pertama. Yogyakarta: BPFE.
- _____. www.yahoo.com