

STRATEGI AKTIF PASIF DALAM OPTIMALISASI PORTOFOLIO SAHAM INDEKS LQ-45

Ibnu Khajar

Fakultas Ekonomi Universitas Islam Sultan Agung (Unissula) Semarang
Jl. Raya Kaligawe Km.4 Semarang, 50112.

Abstract

The objective of investors to invest their money in the stock exchange was to maximize return although they were subject to constraints, primarily risk. Return was the motivating force in the investment process. It was the reward for undertaking the investment. To overcome and lesson the risk, an investor needed to make diversification through the formation of portfolio. The aim of this research was to know the return and risk from the active and passive strategy in the stocks of LQ45, for 6 months periods, August 2009 until January 2010. The active strategy used the single index model and passive used the LQ45 share itself. The results of this research indicated that active strategy (single index model): return portfolio was 5.43% and risk was 4.03%. Passive strategy (following the index): return portfolio was 2% and risk was 3.5% and there was a linear relationship between an asset's risk and its required rate of return, the bigger the amount of return, the bigger the risk taken by investors or the reverse. The finding showed that between the two strategies, the return and risk of active strategy as a whole was bigger than that of the passive strategy.

Key words: active and passive strategy, risk, return, portfolio

Pasar modal di Indonesia telah berkembang dengan pesat dalam beberapa tahun terakhir. Perkembangan tersebut telah mendorong lahirnya profesi baru, salah satu di antaranya adalah investor saham. Pasar modal menawarkan perolehan keuntungan yang tinggi, namun dibalik itu telah menunggu pula peluang kerugian yang harus ditanggung oleh investor, *high risk high gain*. Tersedia beberapa strategi investasi untuk membentuk portofolio saham yang dapat digunakan investor di pasar modal, antara lain aktif dan pasif.

Teori investasi selalu menganjurkan untuk membentuk portofolio dalam berinvestasi saham. Investasi jangan hanya pada satu saham tetapi

pada beberapa saham dan industri sesuai pepatah "*don't put your eggs in one basket*", artinya investor harus melakukan diversifikasi. Portofolio merupakan kunci untuk manajemen risiko portofolio karena memungkinkan investor untuk meminimalkan risiko tanpa efek yang buruk atas keuntungan (Jones, 1996). Di BEI tersedia hampir 400 saham dari berbagai sektor industri yang dapat digunakan investor untuk membentuk portofolio. Permasalahan yang muncul adalah bagaimana memilih saham di antara sekian banyak saham yang nantinya akan mendatangkan *gain* bagi investor. Saham dari sektor industri apa yang sekiranya layak dibeli dan dimasukkan ke dalam portofolio.

Korespondensi dengan Penulis:

Ibnu Khajar: Telp. + 62 24 658 3584; Fax. +62 24 658 2455

E-mail: ibnukhajar@yahoo.com

Investor memilih dan menyeleksi saham untuk membentuk portofolio akan melalui dua tahap penting yaitu alokasi aset untuk investasi dan seleksi surat berharga (saham). Dana yang disediakan (alokasi aset) untuk berinvestasi biasanya sudah diputuskan sebelumnya, oleh karena itu yang menjadi fokus adalah keputusan untuk memilih saham yang akan dijadikan portofolio. Dua strategi yaitu aktif dan pasif dapat digunakan untuk memilih dan menyeleksi saham yang selanjutnya membentuk portofolio (Jones, 1996). Strategi pasif sangat terkait dengan hipotesis pasar efisien dan investor percaya bahwa harga saham saat ini merupakan estimasi terbaik atas nilai saham, oleh karena itu tidak akan memilih dan menyeleksi saham dan secara pasif hanya mengikuti pasar (indeks harga saham). Jika indeks naik berarti *gain* sebaliknya jika turun berarti *loss*. Beberapa strategi pasif seperti strategi beli simpan dan strategi mengikuti indeks. Penelitian ini akan mengikuti strategi indeks. Sebaliknya dalam strategi aktif investor akan secara aktif memilih dan menyeleksi saham. Beberapa strategi aktif seperti seleksi sekuritas, rotasi sektor dan momentum pasar. Penelitian ini akan mengikuti strategi seleksi sekuritas melalui *single index model*.

Suryantini (2007) dalam penelitiannya tentang kinerja saham indeks LQ45 menyimpulkan bahwa strategi pasif lebih baik dibandingkan strategi aktif, meskipun secara statistik tidak ada perbedaan yang signifikan. Wiksuana (2009) juga tertarik menguji kinerja saham dengan strategi aktif pendekatan momentum pasar dan disimpulkan strategi aktif tidak terbukti lebih baik. Prince & Bacon (2009) meneliti *mutual fund* yang berisi saham-saham berkapitalisasi kecil yang mengalami pertumbuhan (strategi aktif) dengan *benchmark return* bebas risiko dan pasar (strategi pasif). Hasilnya menunjukkan tidak ada perbedaan kinerja di antara kedua strategi tersebut. Will (2009) menyatakan bahwa sebagian besar portofolio yang dikelola secara aktif mempunyai kinerja yang lebih bu-

ruk (*outperformed*) dibandingkan portofolio yang dikelola secara pasif (S&P).

Investor di pasar modal dihadapkan pada banyak sekali pilihan saham, pertanyaannya bagaimana mereka harus memilih dan menyeleksi saham untuk membentuk portofolio. Salah satu strategi investasi didasarkan pada konsep teori portofolio modern yang idenya adalah bahwa kombinasi aset mempunyai potensi memberikan *return* yang lebih baik dengan risiko yang lebih rendah dibandingkan dengan aset individual (Grover & Lavin, 2007). Dua strategi terkait dengan teori portofolio moderen yaitu strategi portofolio aktif dan pasif dapat membantu investor memilih saham untuk menyusun portofolio.

Salah satu yang mendorong investor menggunakan strategi pasif yaitu kepercayaan akan adanya pasar modal yang efisien. Harga pada pasar modal efisien sudah mencerminkan seluruh informasi yang relevan dan ada di pasar modal, sehingga sulit untuk mengalahkan pasar dan mendapatkan *abnormal return* secara konsisten pada horizon investasi tertentu. Hal ini disebabkan oleh dua hal yang diyakini terjadi pada pasar modal efisien, yaitu: (1) pasar modal tidak melakukan *mispricing*, dan (2) meskipun terjadi *mispricing*, para investor tidak bisa mengidentifikasi dan memanfaatkan untuk mendapatkan *abnormal return* secara konsisten.

Marcus (2005) menyatakan bahwa strategi pasif hanya bertujuan untuk membentuk portofolio sekuritas yang terdiversifikasi dengan baik tanpa berusaha untuk menemukan saham-saham yang *undervalue* atau *overvalue*. Strategi pasif secara teoritis dapat dijelaskan bahwa ada sebuah portofolio yang dapat memberikan return paling tinggi dalam pasar modal yang efisien. Portofolio tersebut diidentifikasi sebagai portofolio pasar. Walaupun sulit untuk menentukan portofolio pasar, secara teoritis portofolio pasar dapat dibentuk berdasarkan timbangan kapitalisasi portofolio dari semua aktiva berisiko. Penelitian ini menggunakan strategi pasif berupa indeks LQ-45.

Strategi Aktif Pasif dalam Optimalisasi Portofolio Saham Indeks LQ-45

Ibnu Khajar

Jones (1996) menyatakan paling tidak ada dua strategi portofolio pasif, yaitu *buy and hold strategy* dan *index funds*. Prince & Bacon (2009) dalam penelitiannya juga menggunakan indeks sebagai alternatif strategi pasif. Investor dengan *buy and hold strategy* akan membeli saham, kemudian mempertahankannya hingga beberapa waktu kemudian agar supaya tujuan investasi terpenuhi. Strategi indeks berarti investor akan membentuk portofolio dengan mengkopi sama persis dengan indeks tertentu. Misalnya di Bursa Efek Indonesia terdapat IHSG, LQ45, JII, dan sebagainya. Saham-saham yang akan dibeli investor komposisinya sama persis dengan indeks yang diikuti. Dengan cara ini, maka jika indeks mengalami kenaikan investor akan memperoleh *gain*, dan sebaliknya akan *loss*. Penelitian ini strategi portofolio pasif adalah mengikuti indeks LQ-45.

Diasumsikan dalam strategi aktif bahwa seluruh informasi masa lalu dan saat ini belum sepenuhnya dicerminkan dalam harga saham. Harga saham saat ini kemungkinan mengalami *undervalued* (dinilai di bawah harga sebenarnya), *fairly valued* (dinilai dengan wajar), dan *overvalued* (dinilai lebih tinggi dari harga sebenarnya). Investor dengan berbagai informasi dan *skill* yang dimiliki akan secara aktif memilih saham yang layak dijadikan portofolio. Pengikut strategi ini dianggap mempunyai beberapa kelebihan dibandingkan investor lain. Di antaranya meliputi skill analisis, informasi superior dan kemampuan tertentu yang investor lain tidak mampu melakukannya. Terdapat banyak strategi, tiga yang utama: seleksi saham, rotasi sektor dan momen pasar (Jones, 1996).

Bentuk strategi aktif yang paling tradisional sekaligus populer adalah seleksi saham individual yang diidentifikasi menawarkan karakteristik *return-risk* terbaik. Saham dipilih berdasarkan analisis sekuritas fundamental dan analisis teknikal. Analisis teknikal adalah sebuah metode untuk memperkirakan harga saham dengan mengamati perubahan harga tersebut di waktu yang lalu. Ada tiga hal yang mendasari analisis ini, yaitu: (1) harga saham

mencerminkan informasi yang relevan, (2) informasi tersebut ditunjukkan oleh perubahan harga di waktu lalu, dan (3) karenanya perubahan harga efek di masa mendatang akan mempunyai pola tertentu dan pola tersebut akan berulang. Setidaknya ada beberapa teori terkait dengan analisis teknikal: *dow theory*, *elliott wave theory*, *moving averages*, *relative strength* dan *resistance or support levels* (Marcus, 2005).

Analisis fundamental disebut juga *share price forecasting model*, yaitu sebuah metode untuk memilih saham berdasarkan faktor-faktor fundamental perusahaan. Ada dua gaya dalam analisis fundamental yaitu gaya atas-bawah dan gaya bawah-atas. Gaya atas-bawah dimulai dari analisis terhadap kondisi makro ekonomi, industri, dan akhirnya analisis terhadap kondisi spesifik perusahaan. Sebaliknya gaya bawah-atas lebih menekankan pada analisis saham secara individual. Analisis fundamental adalah pada dasarnya berusaha untuk menjadikan *present value* seluruh seluruh penerimaan yang akan diterima oleh *stockholder* dari setiap lembar saham. Jika nilai tersebut melebihi harga saham, analisis fundamental merekomendasikan untuk membeli saham bersangkutan. Penelitian ini fokus pada strategi seleksi saham individual dengan pendekatan model indeks tunggal.

William Sharpe, pendukung dan pengikut Markowitz telah mengembangkan model indeks tunggal yang menghubungkan *return* untuk setiap sekuritas dengan *return* indeks. *Return* indeks yang dimaksud biasanya merupakan indeks pasar dari suatu bursa (Jones, 2007). Model indeks tunggal dinyatakan dalam persamaan berikut:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_M + e_i$$

Model indeks tunggal dapat digunakan untuk menyelesaikan masalah portofolio secara langsung. *Expected return* dan risiko portofolio dirumuskan kembali berdasarkan indeks pasar. Tidak diperlukan lagi estimasi input sebagaimana model Markowitz, kita dapat secara langsung mengesti-

masi *expected return* dan *risk portfolio* berdasarkan hubungan-hubungan yang ada pada model indeks tunggal.

Permasalahan dalam penelitian adalah bagaimanakah perbandingan kinerja portofolio saham indeks LQ45 dengan strategi aktif dan pasif. Strategi mana yang layak digunakan investor sehingga tujuan utama untuk kehidupan yang layak di masa yang akan datang dapat dicapai. Penelitian ini bertujuan untuk mengukur kinerja portofolio saham dengan menggunakan strategi aktif pada saham LQ45, untuk mengukur kinerja portofolio saham dengan menggunakan strategi pasif pada saham LQ45 dan untuk membandingkan hubungan antara risiko dan tingkat pengembalian portofolio pada strategi aktif dan pasif. Obyek penelitian adalah seluruh saham yang tergabung dalam indeks saham LQ45 yaitu periode bulan Agustus 2009 sampai dengan Januari 2010.

METODE

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan yang go publik di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan saham-sahamnya tergabung dalam indeks LQ45 periode Agustus 2009 sampai dengan Januari 2010. Teknik sampling digunakan metode sensus, sehingga seluruh saham yang tergabung dalam indeks LQ45 dalam periode tersebut dijadikan sampel penelitian.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui kinerja portofolio baik berdasarkan strategi aktif maupun pasif. Ukuran kinerja portofolio meliputi dua aspek yaitu risiko dan *return* portofolio dan inilah dua variabel yang akan dianalisis dalam penelitian baik berdasarkan strategi aktif maupun pasif.

Penelitian ini menggunakan indeks LQ45 sebagai perwujudan dari portofolio yang optimal. Strategi pembentukan portofolio optimal adalah secara pasif dengan mengikuti dan mengacu pada indeks LQ-45.

Penelitian ini menggunakan metode indeks tunggal dalam pembentukan portofolio optimal secara aktif. Metode tersebut dapat digunakan untuk penentuan portofolio yang optimal termasuk di dalamnya *return* dan risiko portofolio. Adapun langkah-langkah pembentukan portofolio optimal (Jogiyanto, 2000):

Mengurutkan sekuritas-sekuritas berdasarkan nilai ERB terbesar ke nilai ERB terkecil. Sekuritas-sekuritas dengan nilai ERB terbesar merupakan kandidat untuk dimasukkan keportofolio optimal. Formula perhitungan ERB sebagai berikut:

$$ERB_i = \frac{E(R_i) - R_{BR}}{\beta_i}$$

ERB_i = *excess return to beta* sekuritas ke-i

$E(R_i)$ = *return* ekspektasi berdasarkan model indeks tunggal untuk sekuritas ke-i

R_{BR} = *return* aktiva bebas risiko

β_i = Beta sekuritas ke-i

Menghitung nilai A_i dan B_i untuk masing-masing sekuritas ke-i sebagai berikut:

$$A_i = \frac{[E(R_i) - R_{BR}] \cdot \beta_i}{\sigma_{ei}^2} \text{ dan } B_i = \frac{\beta_i}{\sigma_{ei}^2}$$

Keterangan:

σ_{ei}^2 = varian dari kesalahan residu sekuritas ke-i.

Menghitung nilai C_i dengan formula sebagai berikut:

$$C_i = \frac{\sigma_M^2 \sum_{j=1}^i A_j}{1 + \sigma_M^2 \sum_{j=1}^i B_j}$$

Besarnya *cut-off point* (C^*) adalah nilai C_i dimana nilai ERB terakhir kali masih lebih besar dari nilai C_i . Sekuritas-sekuritas yang membentuk

Strategi Aktif Pasif dalam Optimalisasi Portofolio Saham Indeks LQ-45

Ibnu Khajar

portofolio optimal adalah sekuritas-sekuritas yang mempunyai nilai ERB lebih besar atau sama dengan nilai ERB di titik C*. Sekuritas-sekuritas yang mempunyai ERB lebih kecil dengan ERB titik C* tidak diikutsertakan dalam pembentukan portofolio optimal. Setelah sekuritas-sekuritas yang membentuk portofolio optimal telah dapat ditentukan, pertanyaan berikutnya adalah berapa besar proporsi masing-masing sekuritas tersebut di dalam portofolio optimal. Besarnya proporsi untuk sekuritas ke-i adalah sebesar:

$$W_i = \frac{X_i}{\sum_{j=1}^k X_j}$$

X_i dihitung dengan rumus:

$$X_i = \frac{\beta_i}{\sigma_{e_j}^2} (\text{ERB}_j - C^*)$$

Keterangan:

W_i = proporsi sekuritas ke-i

K = jumlah sekuritas di portofolio optimal.

Setelah portofolio optimal terbentuk secara lengkap baik saham maupun proporsi (bobot) masing-masing, selanjutnya akan dihitung retrun dan risiko portofolio.

Return portofolio dihitung dengan pendekatan model indeks tunggal dengan formula sebagai berikut:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_M + e_i$$

Keterangan:

R_i = *return* sekuritas i

R_M = *return* indeks pasar

α_i = sebagian *return* i yang independen terhadap indeks pasar

β_i = kontanta mengukur perubahan variabel dependen jika dependen berubah

e_i = *residual random error*

Salah satu cara untuk mengestimasi nilai-nilai dalam model dengan menggunakan *times series regression*. *Expected return* portofolio selalu merupakan rata-rata tertimbang dari *expected return* sekuritas individual, sehingga berdasarkan model tersebut formula untuk *expected* R_i atau $E(R_i)$ sebagai berikut:

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta_i E(R_M) + e_i$$

$$\begin{aligned} E(R_p) &= \sum_{i=1}^n w_i [E(R_i)] = \sum_{i=1}^n w_i [\alpha_i + \beta_i E(R_M)] \\ &= \sum_{i=1}^n w_i \alpha_i + \sum_{i=1}^n w_i \beta_i E(R_M) \end{aligned}$$

Berdasarkan uraian dari persamaan tersebut, maka karakteristik model indeks tunggal sebagai berikut:

$$\alpha_p = \sum_{i=1}^n w_i \alpha_i$$

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n w_i \beta_i$$

Sehingga *expected return* portofolio menjadi sebagai berikut:

$$E(R_p) = \alpha_p + \beta_p E(R_M)$$

Risiko Portofolio

Model indeks tunggal membagi risiko sekuritas individual kedalam dua bagian yaitu risiko pasar dimana tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi dan risiko unik (non sistematis) yang

dapat dihilangkan melalui diversifikasi. Secara formula sebagai berikut:

Indeks model mengestimasi risiko portofolio secara langsung yaitu dengan membuat rata-rata tertimbang dari masing-masing risiko individual pembentuk portofolio sebagai berikut:

HASIL

Strategi Aktif

Order ERB

Karena sampel penelitian terdiri atas 45 saham indeks LQ45, maka berikut disajikan 10 besar kandidat portofolio dengan nilai ERB terbesar dalam Tabel 1.

Tabel 1. 10 Kandidat Anggota Portofolio

Stocks	E(Ri)	Alpha	Beta	SD-ei ²	Rf	ERB
PTBA	0.041	0.037	0.182	0.005	0.005	0.196
BBCA	0.049	0.040	0.462	0.002	0.005	0.094
INTP	0.067	0.053	0.693	0.013	0.005	0.089
INKP	0.035	0.026	0.467	0.013	0.005	0.063
GGRM	0.098	0.060	1.898	0.024	0.005	0.049
INDF	0.082	0.051	1.580	0.016	0.005	0.048
UNTR	0.047	0.017	1.461	0.007	0.005	0.028
ITMG	0.035	0.006	1.428	0.018	0.005	0.021
ASII	0.036	0.005	1.546	0.000	0.005	0.020
KLBF	0.031	0.001	1.471	0.009	0.005	0.017

Keterangan:

- E (Ri) = rata-rata *return* saham selama periode Agustus 2009 sampai dengan Januari 2010
- Alpha = merupakan intersep yang nilainya diperoleh dengan meregresikan antara *return* masing-masing saham (dependen) dengan *return* pasar indeks LQ45 (independen)
- Beta = merupakan *slope* yang nilainya diperoleh dengan meregresikan antara *return* masing-masing saham (dependen) dengan *return* pasar indeks LQ45 (independen)
- Sdei² = merupakan *variance error* (ei) yang nilainya diperoleh dari selisih antara *return* riil dengan *return* estimasi.
- Rf = merupakan BI *rate* rata-rata per-bulan selama periode Agustus 2009 sampai dengan Januari 2010

Penentuan anggota portofolio optimal

Setelah anggota kandidat portofolio optimal teridentifikasi berdasarkan nilai ERB, maka selanjutnya akan diseleksi saham mana yang akan dipilih masuk menjadi anggota portofolio optimal. Kriteria yang digunakan untuk menyeleksi adalah "cut off point (C*)", dengan ketentuan bahwa anggota terakhir kandidat portofolio adalah suatu saham yang memiliki ERB terakhir kali masih lebih besar dibanding C*. Saham-saham urutan selanjutnya di mana ERB-nya sudah lebih kecil dibandingkan C*, maka tidak dimasukkan menjadi anggota portofolio, sebagaimana tersaji dalam Tabel 2.

jutnya akan diseleksi saham mana yang akan dipilih masuk menjadi anggota portofolio optimal. Kriteria yang digunakan untuk menyeleksi adalah "cut off point (C*)", dengan ketentuan bahwa anggota terakhir kandidat portofolio adalah suatu saham yang memiliki ERB terakhir kali masih lebih besar dibanding C*. Saham-saham urutan selanjutnya di mana ERB-nya sudah lebih kecil dibandingkan C*, maka tidak dimasukkan menjadi anggota portofolio, sebagaimana tersaji dalam Tabel 2.

- E (Ri) = rata-rata *return* saham selama periode Agustus 2009 sampai dengan Januari 2010
- Alpha = merupakan intersep yang nilainya diperoleh dengan meregresikan antara *return* masing-masing saham (dependen) dengan *return* pasar indeks LQ45 (independen)
- Beta = merupakan *slope* yang nilainya diperoleh dengan meregresikan antara *return* masing-masing saham (dependen) dengan *return* pasar indeks LQ45 (independen)
- Sdei² = merupakan *variance error* (ei) yang nilainya diperoleh dari selisih antara *return* riil dengan *return* estimasi.
- Rf = merupakan BI *rate* rata-rata per-bulan selama periode Agustus 2009 sampai dengan Januari 2010

Tabel 2. Seleksi Saham Portofolio Optimal

Keterangan: C* adalah *cut off point*

Kandidat terakhir yang akan dijadikan anggota portofolio optimal adalah saham UNTR (Tabel 2). Berdasarkan metode indeks tunggal maka dari 45 saham yang tergabung dalam LQ45 periode Agustus 2009 – Januari 2010 telah terseleksi 7 (tujuh) saham dengan nilai ERB tertinggi dan lebih besar dari C*, yaitu PTBA, BBCA, INTP, INKP, GGRM, INDF dan terakhir UNTR.

Setelah anggota portofolio optimal terpilih, maka *return* dan risiko portofolio dapat dihitung sebagaimana tersaji dalam Tabel 3.

Strategi Aktif Pasif dalam Optimalisasi Portofolio Saham Indeks LQ-45

Ibnu Khajar

Tabel 3. Perhitungan *Return* dan *Risk* Portofolio

Stocks	E(Ri)	Alpha	Beta	SD-ei ²	Rf	ERB	C*
PTBA	0.041	0.037	0.182	0.005	0.005	0.196	0.002
BBCA	0.049	0.040	0.462	0.002	0.005	0.094	0.012
INTP	0.067	0.053	0.693	0.013	0.005	0.089	0.015
INKP	0.035	0.026	0.467	0.013	0.005	0.063	0.016
GGRM	0.098	0.060	1.898	0.024	0.005	0.049	0.020
INDF	0.082	0.051	1.580	0.016	0.005	0.048	0.024
UNTR	0.047	0.017	1.461	0.007	0.005	0.028	0.025
ITMG	0.035	0.006	1.428	0.018	0.005	0.021	0.024
ASII	0.036	0.005	1.546	0.000	0.005	0.020	0.020
KLBF	0.031	0.001	1.471	0.009	0.005	0.017	0.020

Berdasarkan komponen dalam Tabel 3, maka *return* dan risiko portofolio dihitung sebagai berikut:

Return Portofolio

$$E(R_p) = \alpha_p + \beta_p E(R_M)$$

$$R_m = 0.02 \text{ (rata-rata return indeks LQ45)}$$

$$\text{Sehingga, } E(R_p) = 0.042 + 0.633(0.02)$$

$$= 0.0543$$

Risiko Portofolio

$$\sigma_p^2 = \beta_p^2 \sigma_M^2 + \sum_{i=1}^n w_i^2 \sigma_{ei}^2$$

Dimana :

$$\sigma_M^2 = 0.0013 \text{ (variance LQ45)}$$

$$\text{Sehingga, } \sigma_p^2 = 0.633^2 (0.0013) + 0.00111$$

$$= 0.0016 \quad \rightarrow \sigma_p = \sqrt{0.0016}$$

$$= 0.0403$$

Strategi Pasif

Return portofolio

Karena strategi pasif menganggap saham-saham dalam indeks LQ45 merupakan portofolio optimal, maka *return* portofolio tidak lain adalah rata-rata *return* indeks LQ45 periode Agustus 2009 – Januari 2010 yaitu sebesar 0,02 atau 2%.

Risiko Portofolio

Sebagaimana *return* portofolio, maka risiko portofolio tidak lain adalah standar deviasi *return* indeks LQ45 periode Agustus 2009 – Januari 2010 yaitu sebesar 0,0356 atau 3,5%.

Return dan Risiko Portofolio Strategi Aktif Pasif

Berdasarkan perhitungan tersebut baik dengan metode indeks tunggal (strategi aktif) maupun strategi mengikuti indeks (strategi pasif), hasilnya dapat dirangkum sebagaimana Tabel 4.

Tabel 4. Rangkuman Perhitungan *Return* dan Risiko Portofolio

Keterangan	Strategi Aktif	Strategi Pasif
Return Portofolio	5,43%	2,00%
Risiko Portofolio	4,03%	3,50%

PEMBAHASAN

Berdasarkan pendekatan metode indeks tunggal, dari 45 saham yang tergabung dalam indeks LQ45 terseleksi 7 saham pembentuk portofolio optimal. *Return* portofolio strategi aktif terbukti mampu mengungguli atau dapat menghasilkan perbedaan *return* positif atas *return* portofolio strategi pasif sebesar 1,40%, meskipun harus menanggung risiko yang lebih besar yaitu 1,5%.

Hasil temuan ini bertentangan dengan hasil penelitian Wiksuana (2009). Hanya saja Wiksuana untuk strategi aktif menggunakan pendekatan metode momentum, sedangkan dalam penelitian ini digunakan metode indeks tunggal. Hasil temuan ini juga tidak mendukung hasil penelitian Prince & Bacon (2009). Prince & Bacon menggunakan 167 *mutual fund* saham berkapitalisasi kecil yang mengalami pertumbuhan (strategi aktif) dengan *benchmark return* bebas risiko (*30-day T-Bills*) dan indeks pasar (*Russell Index*) yang merupakan representasi strategi pasif selama 10 tahun yaitu periode 1997-2006. Hasilnya menunjukkan tidak ada per-

bedaannya di antara kedua strategi tersebut sehingga cenderung mendukung hipotesis efisiensi pasar. Dibandingkan dengan hasil penelitian Suryantini (2007) meskipun metode yang digunakan dalam strategi aktif berbeda, temuan empiris dalam penelitian ini mendukung baik dari aspek *return* maupun risiko. Aspek *return* portofolio strategi aktif kedua penelitian ini sama-sama mampu menghasilkan perbedaan secara positif dibandingkan portofolio strategi pasif, sedangkan dari aspek risiko kedua penelitian ini menunjukkan risiko yang lebih besar dibandingkan strategi pasif.

Teori hipotesis pasar modal efisien menyatakan bahwa pasar modal dikatakan efisien jika seluruh informasi baik pada masa lalu, saat ini dan yang akan datang sudah tercermin pada harga saham (Jones, 2007). Implikasi pasar modal efisien adalah bahwa seluruh saham di pasar modal sudah efisien sehingga tidak ada gunanya (*pointless*) Investor secara aktif dengan berbagai strategi memilih dan menyeleksi saham untuk memperoleh *abnormal return*. Hasil empiris penelitian ini menunjukkan strategi aktif mampu menghasilkan *return* yang lebih baik dibandingkan strategi pasif, oleh karena itu cenderung bertentangan dengan hipotesis pasar modal efisien dan portofolio strategi aktif mampu mengungguli strategi pasif.

Bagaimana hubungan antara risiko dan *return* portofolio, Tabel 4 dapat menjelaskannya. Keduanya baik strategi aktif maupun pasif menunjukkan adanya hubungan yang positif atau berbanding lurus antara risiko dan *return*. Semakin tinggi investor mengharapkan *return*, maka semakin tinggi pula risiko yang harus ditanggung dan sebaliknya semakin rendah *return* yang diharapkan semakin rendah pula risiko yang akan ditanggung. Temuan tentang adanya hubungan positif antara risiko dan *return* mendukung asumsi dasar dalam teori keuangan bahwa investor berperilaku *risk averse*, artinya semakin tinggi risiko yang ditanggung maka mereka akan meminta imbalan yang lebih tinggi. Benar juga dengan mengatakan bahwa semakin tinggi keuntungan yang diharapkan maka

risiko yang harus ditanggung juga semakin besar. Konsep dasar dalam CAPM juga paralel dengan hasil temuan ini, sebagaimana terdiskripsikan dalam kurva CML. Semakin tinggi risiko investasi (SD) maka tingkat keuntungan yang diminta investor (*required rate of return*) juga semakin tinggi pula.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Pembentukan portofolio optimal dengan strategi aktif (metode indeks tunggal) mampu menghasilkan *return* yang lebih unggul dibandingkan portofolio dengan strategi pasif, meskipun harus menanggung risiko yang lebih besar.

Risiko dan *return* portofolio mempunyai hubungan yang linear, semakin tinggi risiko maka investor menghendaki *return* yang lebih tinggi dan sebaliknya semakin kecil risiko maka investor harus puas menerima *return* yang lebih rendah.

Linieritas hubungan antara risiko dan *return* sangat mendukung konsep dasar teori investasi, bahwasannya investor adalah *risk averse*, bukan berarti tidak menyukai risiko tetapi kalau harus menanggung risiko yang besar mereka meminta imbalan *return* yang memadai.

Hasil empiris penelitian ini secara umum cenderung bertentangan dengan hipotesis pasar modal efisien karena portofolio yang dibentuk dengan strategi aktif mampu mengungguli strategi pasif.

Pembentukan portofolio dengan strategi aktif dapat dijadikan strategi alternatif bagi investor di pasar modal dalam rangka meningkatkan penghasilan investasi saham.

Saran

Bagi investor di BEI dapat menggunakan strategi aktif (salah satunya dengan metode *single index model*) guna membentuk portofolio mereka, hal didukung secara empiris dalam penelitian ini bahwa strategi aktif terbukti mampu menghasilkan

Strategi Aktif Pasif dalam Optimalisasi Portofolio Saham Indeks LQ-45

Ibnu Khajar

return yang lebih tinggi dibandingkan strategi pasif, meskipun harus menanggung risiko yang lebih tinggi.

Secara teoritis hasil temuan empiris dalam penelitian ini terkait dengan dua hal pertama hubungan linear antara *risk* dan *return*, yakni semakin tinggi risiko maka investor menghendaki *return* yang lebih tinggi dan sebaliknya semakin kecil risiko maka investor harus puas menerima *return* yang lebih rendah. Linearitas hubungan antara risiko dan *return* sangat mendukung konsep dasar teori investasi, bahwasannya investor adalah *risk averse*, bukan berarti tidak menyukai risiko tetapi kalau harus menanggung risiko yang besar mereka meminta imbalan *return* yang memadai. Kedua, hasil empiris penelitian ini bertentangan dengan hipotesis pasar modal efisien karena portofolio yang dibentuk dengan strategi aktif masih mampu mengungguli strategi pasif.

Agenda penelitian mendatang diharapkan dapat lebih memperkuat hasil temuan bahwa strategi aktif lebih unggul dibandingkan strategi pasif, dengan cara mencoba menerapkan strategi aktif lain selain metode *single index model* dalam pembentukan portofolio optimal, misalnya metode CAPM ataupun strategi momentum.

DAFTAR PUSTAKA

- Bacon & Prince, 2009. Analyzing Mutual Fund Performance Against Established Performance Benchmarks: A Test of Market Efficiency. *Research in Business & Economics Journal*, 1(6): 1-14.
- Grover & Lavin. 2007. Modern Portfolio Optimization: A Practical Approach Using an Excel Solver Single-Index Model. *Journal of Wealth Management*, 10(1): 60-72.
- Jackson, W. 2009. Advisers Not Embracing Passive Funds. *Fund Strategy*: 26.
- Jogiyanto. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi 2. BPFE. Yogyakarta.
- Jones, C.P. 1996. *Investments Analysis and Management*. John Wiley & Sons, Inc., Canada.
- Jones, C.P. 2007. *Investments Analysis and Management*. Tenth Edition. John Wiley & Sons, Inc., Printed in Asia.
- Marcus, K. & Bodie. 2005. *Investments*. Sixth Edition. Mc.Graw Hill. International Editions. Singapore.
- Suryantini, 2007. Perbedaan Kinerja Portofolio berdasarkan Strategi Portofolio Aktif dan Pasif pada Saham LQ45 di BEJ. *Buletin Studi Ekonomi*, 12(3): 299-313.
- Stutzer, M. 2000. A Portfolio Performance Index, *Association for Investment Management Research*, May/June: 52-61.
- Wiksuana, 2009. Kinerja Portofolio Saham berdasarkan Strategi Investasi Momentum di Pasar Modal Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 11(1): 73-84.