

ANALISIS “PERFORMANCE” DAN “SYSTEMATIC RISK” PORTOFOLIO INDEKS LQ-45 BERDASARKAN JENSEN MODEL

Ferikawita Magdalena Sembiring

*Jurusan Manajemen, Universitas Jenderal Achmad Yani, Jl. Terusan Sudirman Cimahi
e-mail: ferikawita@yahoo.com*

Abstrak. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui kinerja (*performance*) dan risiko sistematis (*systematic risk*) dari portofolio saham yang tergabung dalam kelompok Indeks LQ-45, berdasarkan model pengukuran kinerja Jensen yang diadopsi dari Capital Asset Pricing Model (CAPM). Dengan mengambil periode penelitian selama bulan Januari – Desember 2011, diperoleh hasil bahwa kinerja Indeks LQ-45 rata-rata sama atau berada di atas kinerja Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), sedangkan risiko sistematis Indeks LQ-45 yang dinyatakan dalam beta portofolio rata-rata berada di atas 1, artinya bahwa potensi pertumbuhan return portofolio Indeks LQ-45 berada di atas potensi pertumbuhan return IHSG, sebagai proxy dari portofolio pasar.

Kata kunci : indeks LQ-45, jensen model, beta

1. Pendahuluan

1.1 Latar Belakang Penelitian

Indeks LQ 45 merupakan portofolio saham yang terdiri dari 45 saham yang paling likuid dan memiliki nilai kapitalisasi yang tinggi. Adanya aksi beli atas saham-saham unggulan ini pada awal tahun 2012 telah berdampak pada penguatan nilai Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) (Analisa, 2012). Hal ini menunjukkan bahwa Indeks LQ-45 mempunyai peranan yang cukup besar dalam mendorong kenaikan IHSG yang pada akhirnya akan berpengaruh pada kinerja bursa secara keseluruhan.

Adapun selain untuk melengkapi nilai Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), Indeks LQ-45 juga menyediakan sarana yang objektif dan terpercaya bagi para analisis keuangan, manajer investasi, investor dan pemerhati pasar modal lainnya dalam memonitor pergerakan harga dari saham-saham yang aktif diperdagangkan. Besarnya peranan Indeks LQ-45 dalam meningkatkan kinerja bursa secara keseluruhan inilah yang melatarbelakangi ketertarikan peneliti untuk mengetahui bagaimana sebenarnya kinerja (*performance*) dari Indeks LQ-45 sendiri sebagai suatu portofolio saham. Selain itu, walaupun terdiri atas saham-saham unggulan, namun portofolio saham Indeks LQ-45 tidak terlepas dari masalah risiko investasi, khususnya risiko yang disebabkan oleh faktor risiko pasar atau risiko sistematis (*systematic risk*). Proses diversifikasi risiko melalui pembentukan portofolio saham seperti Indeks LQ-45 hanya dapat menghilangkan risiko unik atau risiko perusahaan saja yang disebut sebagai *unsystematic risk*, namun tidak dapat menghilangkan risiko pasar. Adapun dari nilai risiko pasar atau risiko sistematis ini akan dapat diketahui bagaimana potensi perubahan atau pertumbuhan *return* portofolio saham Indeks LQ-45 terhadap perubahan atau pertumbuhan *return* portofolio pasar, dimana dalam penelitian ini menggunakan nilai Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sebagai *proxy*-nya.

Berdasarkan seluruh uraian tersebut di atas, maka dalam penelitian ini akan dilakukan penelitian tentang *performance* dan *systematic risk* dari portofolio saham

Indeks LQ-45. Adapun alat atau model yang akan digunakan adalah model pengukuran kinerja Jensen yang diadopsi dari *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) dan biasa digunakan dalam mengukur kinerja portofolio saham (Jones, 2000 : 586). Dari model ini juga akan dapat diketahui nilai beta portofolio yang merefleksikan risiko sistematis dan merupakan indikator untuk mengetahui bagaimana potensi pertumbuhan *return* portofolio saham Indeks LQ-45.

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang penelitian, maka masalah yang dirumuskan dalam penelitian ini adalah bagaimana kinerja (*performance*) dan risiko pasar (*systematic risk*) dari portofolio saham Indeks LQ-45.

1.3 Kerangka Pemikiran

Indeks LQ-45 adalah nilai kapitalisasi pasar dari 45 saham yang paling likuid dan memiliki nilai kapitalisasi yang tinggi. Indeks LQ-45 menggunakan 45 saham yang terpilih berdasarkan likuiditas perdagangan saham dan disesuaikan setiap enam bulan sekali, yaitu setiap awal bulan Februari dan Agustus. Saham-saham tersebut terus dipantau dan setiap enam bulan sekali akan diadakan *review*. Oleh karena pemilihan saham-saham Indeks LQ-45 harus wajar, maka pihak BEI mempunyai komite penasehat yang terdiri dari para ahli di BAPEPAM, Universitas, dan para profesional di bidang pasar modal.

Ada sejumlah faktor yang dapat mempengaruhi pergerakan Indeks LQ-45, yaitu: (1) Tingkat suku bunga SBI sebagai patokan (*benchmark*) portofolio investasi di pasar keuangan Indonesia, (2) Tingkat toleransi investor terhadap risiko, (3) Saham-saham penggerak indeks umumnya merupakan saham berkapitalisasi pasar besar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Sebagai salah satu bentuk portofolio, kinerja indeks LQ-45 juga dapat diukur dengan menggunakan salah satu model pengukuran kinerja yang disebut sebagai model Jensen. Model yang diperkenalkan oleh Jensen pada tahun 1968 ini dikembangkan dari *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). CAPM merupakan model yang menghubungkan tingkat *return* yang diharapkan untuk suatu sekuritas atau portofolio dengan ukuran risiko yang relevan. Model tersebut adalah sebagai berikut:

$$R_{Pt} - R_{Ft} = \beta_P [R_{Mt} - R_{Ft}] + \varepsilon_{Pt} \quad \dots (1)$$

dimana :

R_{Pt}	= <i>return</i> portofolio p pada periode t
R_{Ft}	= tingkat suku bunga bebas risiko pada periode t
R_{Mt}	= <i>return</i> portofolio pasar pada periode t
$R_{Mt} - R_{Ft}$	= premi risiko pasar (<i>market risk premium</i>) pada periode t
$R_{Pt} - R_{Ft}$	= premi risiko (<i>risk premium</i>) portofolio p pada periode t
β_P	= <i>market risk</i> (risiko pasar) portofolio

Teori CAPM menyatakan bahwa dalam kondisi keseimbangan (*equilibrium*), besarnya nilai *alpha* adalah nol ($\alpha = 0$), Namun untuk mengidentifikasi superioritas atau inferioritas kinerja portofolio, Jensen berpendapat perlunya ditambahkan nilai *alpha* (α) pada persamaan sebelumnya. Dengan demikian model kinerja Jensen (dikenal dengan Jensen *Alpha*) menjadi sebagai berikut:

$$R_{pt} - RF_t = \alpha_p + \beta_p (R_{Mt} - RF_t) + \varepsilon_{pt} \quad \dots (2)$$

Kriteria Jensen *alpha* adalah sebagai berikut: (1) nilai *alpha* positif menunjukkan kinerja superior (*outperform the market*), (2) nilai *alpha* negatif menunjukkan kinerja inferior (*underperform the market*), dan (3) nilai *alpha* nol menunjukkan kinerja yang proporsional dengan kinerja pasar.

Adapun dalam manajemen portofolio, konsep beta sebagai faktor risiko sistematis merupakan konsep yang sangat penting. Peran beta dalam manajemen portofolio pada dasarnya meliputi tiga peran utama, yaitu (1) meramalkan risiko sistematis, (2) mengukur risiko sistematis yang terjadi (*realized market risk*), dan (3) meramalkan *return* yang diharapkan dari suatu portofolio (Barra, dalam Tandelilin dan Lantara, 2001: 166).

Model keseimbangan CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) menyebutkan bahwa beta merupakan suatu pengukur volatilitas (*volatility*) *excess return* suatu sekuritas atau portofolio terhadap *excess return* portofolio pasar. Sedangkan Black, Jensen dan Scholes (dalam Jogiyanto, 2009) menyatakan bahwa terdapat hubungan yang linier antara beta dan *excess return* portofolio. Semakin besar nilai beta maka semakin besar *excess return* portofolio, sebaliknya, semakin kecil nilai beta maka semakin kecil pula *excess return* portofolio tersebut.

Pengukur risiko sistematis dari suatu sekuritas atau portofolio relatif terhadap risiko portofolio pasar adalah beta (β), yang menggambarkan sensitivitas perubahan kinerja (*return*) portofolio dibandingkan dengan kinerja (*return*) portofolio pasar. Jika perubahan *return* portofolio saham dan *return* IHSG sebagai *proxy* portofolio pasar adalah sama, maka nilai beta akan sama dengan 1 ($\beta = 1$). Jika perubahan *return* portofolio saham lebih besar daripada *return* pasar, maka nilai beta akan lebih besar daripada 1 ($\beta > 1$). Sebaliknya, jika perubahan *return* portofolio saham lebih kecil daripada *return* pasar, maka nilai beta akan lebih kecil dari 1 ($\beta < 1$). (Pratomo dan Nugraha, 2002 : 154). Kriteria-kriteria beta ini selanjutnya akan diaplikasikan pada model Jensen, yang telah diuraikan sebelumnya.

Adapun studi empirik sebelumnya yang pernah penulis lakukan adalah pada portofolio reksadana saham dan reksadana campuran. Dalam penelitian tersebut, penulis menganalisis nilai alpha (α) dan nilai beta (β) setiap portofolio reksadana saham dan reksadana campuran yang menjadi anggota sampel penelitian, untuk mengetahui kinerja (*performance*) dan potensi pertumbuhan *return*-ny. Hasil penelitian adalah sebagai berikut: (1) Kinerja portofolio reksadana saham dan portofolio reksadana campuran (yang didasarkan pada tingkat *return*), secara keseluruhan lebih rendah dibandingkan dengan kinerja portofolio pasar, (2) Potensi pertumbuhan *return* portofolio reksadana saham dan portofolio reksadana campuran, secara keseluruhan lebih rendah dibandingkan dengan potensi pertumbuhan *return* portofolio pasar, (3) Kinerja dan potensi pertumbuhan *return* portofolio reksadana saham, secara keseluruhan lebih tinggi daripada kinerja dan potensi pertumbuhan *return* portofolio reksadana campuran. (Ferikawita, 2009)

1.4 Metode Penelitian

1.4.1 Operasionalisasi Variabel

Mengacu pada model Jensen, maka variabel yang dioperasionalkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 1
Operasionalisasi Variabel

Variabel	Konsep Variabel	Indikator
Var. Bebas : Kelebihan pengembalian (<i>excess return</i>) portofolio pasar Var. Terikat : Kelebihan pengembalian (<i>excess return</i>) portofolio Indeks LQ-45	Selisih dari <i>return</i> portofolio pasar dengan <i>return</i> investasi bebas risiko (<i>risk free asset</i>) Selisih dari <i>return</i> portofolio dengan <i>return</i> investasi bebas risiko (<i>risk free asset</i>)	Selisih dari tingkat <i>return</i> Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan tingkat <i>return</i> suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) selama sub periode pengamatan, atau : $(R_{Mt} - R_{RFt})$ Selisih dari tingkat <i>return</i> portofolio Indeks LQ-45 dan tingkat <i>return</i> suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) selama sub periode pengamatan, atau : $(R_{Pt} - R_{RFt})$

1.4.2 Sampel Penelitian

Sampel penelitian ditetapkan secara *purposive* untuk periode penelitian, yaitu bulan Januari–Desember 2011 (12 bulan). Alasan pemilihan periode tersebut lebih ditujukan untuk memudahkan proses perhitungan dan analisis atas kinerja dan risiko sistematis portofolio saham indeks LQ-45, di samping asumsi bahwa tahun 2011 cukup mewakili faktualitas dan aktualitas data.

1.4.3 Metode Analisis Data

1. Model untuk mengetahui kinerja (*performance*) dan risiko sistematis (*systematic risk*) portofolio Indeks LQ-45 adalah model Jensen yang diadopsi dari *Capital Asset Pricing Model* (CAPM):

$$(R_{Pt} - R_{RFt}) = \alpha_P + \beta_P (R_{Mt} - R_{RFt}) + e_{Pt} \quad \dots (3)$$

dimana :

α_P	=	<i>differential return measure (alpha)</i>
β_P	=	<i>slope</i> persamaan garis hasil regresi linier (beta portofolio)
R_{Mt}	=	pengembalian (<i>return</i>) portofolio pasar pada periode t
$R_{Pt} - R_{RFt}$	=	kelebihan pengembalian (<i>excess return</i>) portofolio reksadana
$R_{Mt} - R_{RFt}$	=	kelebihan pengembalian (<i>excess return</i>) portofolio pasar
e_{Pt}	=	<i>error term</i>

2. Untuk menghitung *return* portofolio pasar, *return* portofolio indeks LQ-45, dan *return* investasi bebas risiko, digunakan rumus :

$$\text{Return Portofolio Pasar} = \frac{\text{IHSG akhir} - \text{IHSG awal}}{\text{IHSG awal}} \quad \dots (4)$$

$$\text{Return Portofolio Indeks LQ-45} = \frac{\text{Indeks LQ-45 akhir} - \text{Indeks LQ-45 awal}}{\text{Indeks LQ-45 awal}} \quad \dots (5)$$

$$\text{Return Investasi Bebas Risiko} = \frac{\text{Suku bunga SBI akhir} - \text{Suku bunga SBI awal}}{\text{Suku bunga SBI awal}} \quad \dots (6)$$

3. Berdasarkan nilai alpha (α) yang diperoleh dari model Jensen, disusun suatu kriteria (disebut sebagai kriteria *Jensen alpha*) sebagai berikut : (1) nilai *alpha* positif menunjukkan kinerja superior (*outperform the market*), (2) nilai *alpha* negatif menunjukkan kinerja inferior (*underperform the market*), dan (3) nilai *alpha* nol menunjukkan kinerja yang proporsional dengan kinerja pasar.
4. Berdasarkan nilai beta (β) yang diperoleh dari model Jensen, disusun suatu kriteria sebagai berikut : Nilai beta akan sama dengan 1 ($\beta = 1$), jika potensi perubahan atau pertumbuhan *return* portofolio saham dan *return* IHSG sebagai *proxy* portofolio pasar adalah sama ; nilai beta akan lebih besar daripada 1 ($\beta > 1$), jika potensi perubahan atau pertumbuhan *return* portofolio saham lebih besar daripada *return* pasar; nilai beta akan lebih kecil dari 1 ($\beta < 1$), jika potensi perubahan atau pertumbuhan *return* portofolio saham lebih kecil daripada *return* pasar.

2. Pembahasan

2.1 Analisis Kinerja Portofolio Saham Indeks LQ-45

Berdasarkan hasil pengolahan data dengan menggunakan program MS Excel dan SPSS, diperoleh hasil regresi antara *excess return* portofolio Indeks LQ-45 dengan *excess return* portofolio pasar (*proxy* IHSG). Nilai konstanta dari hasil regresi tersebut merupakan indikator kinerja yang disebut sebagai *Jensen Alpha* (*Jensen α*). Berikut adalah hasil analisis selama tahun 2011:

- a. Pada bulan Januari, April, Mei, Juli, Agustus, September, November, dan Desember, nilai *Jensen Alpha* masing-masing adalah sebesar 0,000 ($\alpha = 0,000$). Ini menunjukkan bahwa pada bulan-bulan tersebut, kinerja portofolio saham Indeks LQ-45 sama dengan kinerja IHSG.
- b. Pada bulan Februari, Maret, dan Oktober, nilai *Jensen Alpha* pada masing-masing bulan tersebut bernilai positif ($\alpha > 0,000$). Hal ini menunjukkan bahwa kinerja portofolio saham Indeks LQ-45 pada bulan tersebut lebih tinggi daripada kinerja IHSG.
- c. Pada bulan Juni, kinerja portofolio saham Indeks LQ-45 diketahui lebih rendah daripada kinerja IHSG, hal ini didasarkan atas nilai *Jensen Alpha* yang bernilai negatif ($< 0,000$).

Kondisi-kondisi tersebut menunjukkan bahwa walaupun menjadi pelengkap dari IHSG dan sering menjadi faktor pendorong naiknya nilai IHSG, namun dalam kondisi penilaian parsial, kinerja portofolio saham Indeks LQ-45 sendiri dapat berfluktuasi di bawah atau di atas kinerja IHSG sebagai *proxy* portofolio pasar, atau bahkan sama. Kinerja Indeks LQ-45 di bawah kinerja pasar mengindikasikan adanya kenaikan nilai saham-saham yang tidak termasuk dalam kelompok Indeks LQ-45. Pada saat nilai saham-saham unggulan seperti Indeks LQ-45 ini menjadi begitu mahal karena tingginya permintaan, maka diperkirakan banyak manajer investasi yang berstrategi untuk membeli saham-saham bukan unggulan yang harganya relatif lebih rendah. Jika proporsi pembelian saham-saham bukan unggulan ini lebih tinggi daripada saham unggulan, maka hal ini berpotensi mengakibatkan kinerja Indeks LQ-45 menjadi lebih rendah daripada kinerja IHSG.

2.2 Analisis Risiko Sistemik Portofolio Saham Indeks LQ-45

Berdasarkan hasil pengolahan data dengan menggunakan program MS Excel dan SPSS versi 16, diperoleh hasil regresi antara *excess return* portofolio Indeks LQ-45 dengan *excess return* portofolio pasar (IHSG). Nilai beta yang merupakan koefisien regresi menunjukkan tingkat risiko sistemik dari portofolio saham Indeks LQ-45.

Tabel berikut adalah hasil analisis atas risiko sistemik portofolio saham Indeks LQ-45 yang menunjukkan bagaimana potensi perubahan atau pertumbuhan *return* portofolio saham Indeks LQ-45 terhadap portofolio pasar (IHSG) pada setiap bulan selama tahun 2011:

Tabel 2
Perubahan *Return* Indeks LQ-45 Berdasarkan Nilai Risiko Sistemik

Bulan (2011)	Nilai Beta (β) *	Potensi Perubahan (Pertumbuhan) <i>Return</i>
Januari	1.182	18,2%
Februari	1.121	12,1%
Maret	1.175	17,5%
April	1.149	14,9%
Mei	1.132	13,2%
Juni	1.056	5,6%
Juli	1.212	21,2%
Agustus	1.082	8,2%
September	1.138	13,8%
Oktober	1.139	13,9%
November	1.067	6,7%
Desember	1.142	14,2%

*) signifikan pada $\alpha = 0,05$

Secara konsensus, nilai beta pasar adalah 1 (Jogiyanto, 2009). Adapun hasil yang diperoleh dari penelitian ini adalah bahwa selama tahun 2011, ternyata nilai beta portofolio saham Indeks LQ-45 lebih besar daripada 1 ($\beta > 1$), hal ini menunjukkan bahwa potensi perubahan atau pertumbuhan *return* portofolio saham Indeks LQ-45 lebih besar daripada potensi perubahan atau pertumbuhan *return* IHSG. Interpretasi besarnya perubahan tersebut bervariasi, misalnya pada bulan Januari, potensi perubahan atau pertumbuhan *return* portofolio saham Indeks LQ-45 sebesar 18,2% di atas pertumbuhan *return* IHSG, dan seterusnya.

Perubahan-perubahan *return* portofolio saham Indeks LQ-45 tersebut terbukti signifikan, hal ini membuktikan bahwa perubahan *return* portofolio saham Indeks LQ-45 terhadap perubahan *return* IHSG adalah nyata. Dengan demikian hasil dari penelitian ini juga mendukung kondisi faktual yang terjadi dimana nilai saham-saham yang tergabung dalam kelompok Indeks LQ-45 senantiasa menjadi faktor penentu nilai IHSG yang merupakan indikator dari pergerakan saham di bursa.

3. Kesimpulan dan Saran

Berdasarkan hasil pembahasan, dapat ditarik kesimpulan bahwa dengan menggunakan model Jensen, diketahui bahwa selama periode Januari – Desember 2011, kinerja (*performance*) portofolio Indeks LQ-45 rata-rata sama atau berada di atas kinerja Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Sedangkan risiko sistematis (*systematic risk*) Indeks LQ-45 yang dinyatakan dalam beta portofolio rata-rata berada di atas 1, artinya bahwa potensi pertumbuhan *return* Indeks LQ-45 berada di atas potensi pertumbuhan *return* IHSG.

Adapun saran yang dapat diberikan bagi peneliti selanjutnya yang berkaitan dengan keterbatasan penelitian ini adalah penggunaan metode lain untuk menganalisis kinerja dan risiko portofolio Indeks LQ-45, dengan tujuan untuk mengetahui konsistensi hasil perhitungan dan analisis yang telah dilakukan.

4. Daftar Pusaka

- Eduardus Tandelilin dan I Wayan Nuka Lantara (2001), *Stabilitas dan Prediktabilitas Beta Saham : Studi Empiris di Bursa Efek Jakarta*, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, Vol. 16, No. 2, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Ferikawita MS (2009), *Analisis Kinerja dan Potensi Pertumbuhan Return Portofolio Reksadana Saham dan Campuran Melalui Model Pengukuran Kinerja Jensen*, Jurnal Manajemen : Teori dan Terapan – Univ. Airlangga, Surabaya
- Jogiyanto (2009), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Pertama, PT. BPF, Yogyakarta.
- Jones (2000), *Investments : Analysis and Management*, Seventh Edition, John Wiley & Sons, New York
- Pratomo, Eko Priyo dan Ubaidilah Nugraha (2002), *Reksa Dana : Solusi Perencanaan Investasi di Era Modern*, PT. SUN, Jakarta.

